

# Rozdział 8

Iwona Dittmann

## JAKIE FUNDUSZE INWESTYCYJNE OTWARTE (FIO) SĄ ODPOWIEDNIE DLA INWESTORA INDYWIDUALNEGO W WARUNKACH ROSNĄCEJ INFLACJI W POLSCE?

### Wstęp

W latach 2013 – 2018 gospodarkę Polski cechowała bardzo niska stopa inflacji, pojawiło się także zjawisko deflacji. W warunkach niskiego wskaźnika inflacji produkty finansowe powszechnie wykorzystywane przez Polaków w celu oszczędzania tj. depozyty bankowe często pozwalały na uzyskanie dodatniej realnej stopy zwrotu. Przez większość tego okresu możliwe było zachowanie realnej wartości kapitału bez konieczności narażania oszczędności na ryzyko inwestycyjne i ujemną nominalną stopę zwrotu.

Gdy depozyty bankowe zaczęły przynosić ujemną realną stopę zwrotu, inwestorzy zaczęli poszukiwać instrumentów finansowych adekwatnych do zmieniających warunków rynkowych. Według najnowszego raportu „Puls Inwestora Indywidualnego” (z października 2021)<sup>146</sup>, inflacja jest głównym powodem niepokoju polskich inwestorów indywidualnych – aż 60% z nich uważa ją za największe zagrożenie dla swoich inwestycji. Według tego raportu 51% polskich inwestorów indywidualnych przyznało, iż rezygnowało swój portfel inwestycyjny w związku z rosnącymi obawami o inflację i stan krajowej gospodarki. Popyt „inflacyjny” (mający na celu próbę ochrony kapitału przed utratą siły nabywczej) pojawił się m.in. na giełdach papierów wartościowych, rynku nieruchomości, rynku metali szlachetnych, rynku kryptowalut i rynku funduszy inwestycyjnych.

Problem badawczy, jakim jest ochrona kapitału przed utratą siły nabywczej, jest ważny i aktualny nie tylko w kontekście polskiej gospodarki. Na wielu zagranicznych rynkach inwestorzy również stają wobec tego wyzwania.

Zagadnienie instrumentów zabezpieczających kapitał przed inflacją (*inflation hedges*) jest tematem badań naukowych od ponad 50 lat. Pierwotnie badania dotyczyły głównie akcji oraz inwestycji alternatywnych takich jak złoto, srebro oraz nieruchomości. Najnowsze badania w tym obszarze dotyczą głównie kryptowalut. Wyniki badań nie przyniosły jednoznacznej odpowiedzi na pytanie czy akcje,

<sup>146</sup> <https://www.skarbiec.biz/inwestycje/polscy-inwestorzy-indywidualni-chetniej-repozycjonuja-swoj-portfel-niz-globalni.html>.

złoto, nieruchomości lub kryptowaluty dobrze zabezpieczają kapitał przed utratą siły nabywczej. Autorzy poszczególnych badań formułowali bowiem różne wnioski, często zależne od kraju (badano zarówno rynki rozwinięte, jak i wschodzące), okresu badawczego (krótki, długi), rodzaju inwestycji na rynku nieruchomości (bezpośrednie na rynku mieszkań i nieruchomości komercyjnych; pośrednie w ramach funduszy REIT), rodzaju kryptowaluty.

Celem niniejszego rozdziału jest wskazanie, jakie rodzaje funduszy inwestycyjnych otwartych (wyodrębnione ze względu na politykę inwestycyjną oraz wskaźnik SRRI) były odpowiednie dla inwestora, którego celem finansowym w okresie rosnącej inflacji w Polsce było osiągnięcie realnego zysku z inwestycji. Uwzględniając, iż potencjalny klient może oczekiwać od takiej inwestycji:

- pewności utrzymania realnej wartości kapitału,
- dużej szansy utrzymania realnej wartości kapitału przy niskim poziomie ryzyka inwestycyjnego,

sformułowano dwa szczegółowe pytania badawcze:

1. Jak kształtowały się wybrane charakterystyki rozkładów realnych stóp zwrotu z poszczególnych rodzajów funduszy (w szczególności wartość minimalna i kwartyle)?
2. Jakie rodzaje funduszy cechowała wysoka szansa na uzyskanie dodatniej realnej stopy zwrotu?

W kolejnych podrozdziałach omówiono zagadnienie odpowiedniości produktu finansowego w świetle obowiązujących regulacji prawnych, opisano strategię badawczą, zamieszczono wyniki badań oraz sformułowano wnioski.

## 1. Odpowiedniość produktu inwestycyjnego

Nakaz dokonywania oceny odpowiedniości i adekwatności produktów inwestycyjnych przez producentów i dystrybutorów produktów inwestycyjnych został wprowadzony pierwszą dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID)<sup>147</sup>. Dyrektywa ta została następnie zmieniona i przekształcona w system regulacji MiFID II<sup>148</sup>, w skład którego (poza zrewidowaną dyrektywą) weszło m.in. rozporządzenie w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFIR)<sup>149</sup> oraz Rozporządzenie delegowane Komisji

<sup>147</sup> MiFID (2004/39/EC) – wdrożone od 1.11.2007r. prawo dotyczące 30 państw Europejskiego Obszaru Gospodarczego. W Polsce dyrektywa MiFID zaczęła obowiązywać od 17.06.2010 r.

<sup>148</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE.

<sup>149</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012.

(UE) 2017/565<sup>150</sup>. Ponadto w polskim porządku prawnym zapisy dotyczące oceny odpowiedniości produktu inwestycyjnego lub usługi zostały zawarte w:

- rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych<sup>151</sup>;
- rozporządzeniu Ministra Finansów, Inwestycji i Rozwoju z dnia 3 października 2019 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, a także doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do takich instrumentów. Jest ono szczególnie ważne dla niniejszego opracowania, gdyż dotyczy osób inwestujących w fundusze inwestycyjne otwarte<sup>152</sup>.

Jednym z głównych celów wprowadzenia regulacji MiFID była ochrona prawna klienta na europejskich rynkach finansowych usług inwestycyjnych przed ryzykiem „nietrafionej sprzedaży” (*misselling*). Bowiem wraz z rosnącym stopniem finansjalizacji gospodarstw domowych, większego znaczenia nabierało ryzyko sprzedaży klientom produktów lub usług nieodpowiadających ich potrzebom (np. nie pozwalających zrealizować celu inwestycyjnego, o koszcie przewyższającym potencjalne korzyści, cechujących się zbyt wysokim ryzykiem inwestycyjnym, o zbyt długim horyzoncie inwestycyjnym, cechującym się wysoką barierą wyjścia).

Ochrona prawna inwestora została wprowadzona poprzez nałożenie na producentów i dystrybutorów produktów inwestycyjnych licznych obowiązków, m.in.:

- obowiązku określenia rynku docelowego dla produktu inwestycyjnego lub usługi, zarówno w ujęciu pozytywnym (osób, dla których dany produkt jest odpowiedni), jak i negatywnym (tj. osób, dla których dany produkt jest nieodpowiedni),
- obowiązku dokonywania oceny odpowiedniości i/lub oceny adekwatności produktów inwestycyjnych i usług oferowanych klientowi (lub potencjalnemu klientowi).

Według wspomnianego wcześniej rozporządzenia<sup>153</sup>: „§37. 1. Przed rozpoczęciem świadczenia usługi nieodpłatnego doradztwa inwestycyjnego podmiot uzyskuje od klienta informacje niezbędne do ustalenia, czy przy należyтым uwzględnieniu charakteru i zakresu tej usługi rekomendowane nabyć, zbyć

<sup>150</sup> Z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającej Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

<sup>151</sup> Dz.U. 2018 poz. 1112.

<sup>152</sup> Dz.U. 2019 poz. 2110.

<sup>153</sup> Ministra Finansów, Inwestycji i Rozwoju z dnia 3 października 2019 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, a także doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do takich instrumentów, Dz.U. 2019 poz. 2110.

lub inne zlecenie związane z uczestnictwem w funduszu albo powstrzymanie się od nabycia, zbycia lub innych zleceń związanych z uczestnictwem w funduszu:

- 1) realizuje cele inwestycyjne klienta;
  - 2) nie jest związane z ryzykiem, którego poziom przekraczałby możliwości inwestycyjne klienta;
  - 3) ma charakter pozwalający na jej zrozumienie przez klienta i dokonanie oceny związanego z nią ryzyka, biorąc pod uwagę posiadane przez tego klienta wiedzę i doświadczenie;
  - 4) uwzględnia sytuację finansową klienta.
2. Informacje dotyczące celów inwestycyjnych klienta, odpowiednio do jego potrzeb, zawierają informacje o długości okresu, w którym klient zamierza dokonywać inwestycji, jego preferencjach dotyczących poziomu i profilu ryzyka oraz celu inwestycji.”

Ocena odpowiedniości produktu inwestycyjnego w praktyce rynkowej przeprowadzana jest na podstawie wypełnionego przez potencjalnego klienta kwestionariusza nazywanego „testem odpowiedniości”, „testem adekwatności”, „testem oceny grupy docelowej oraz adekwatności oferowanych instrumentów finansowych i produktów finansowych oraz usług inwestycyjnych” itp. Standardowe pytania w nim zawarte dotyczą: celu inwestycji, tolerancji ryzyka, sytuacji finansowej inwestora, wiedzy inwestora w zakresie instrumentów finansowych i jego doświadczenia inwestycyjnego. Są one zwykle ukierunkowane na określenie profilu ryzyka klienta na podstawie sumy uzyskanych w teście punktów i na tej podstawie dokonanie, czasem dość pobieżnej, oceny odpowiedniości. Można stwierdzić, iż pytania w tego typu testach obejmują wymagany prawem zakres informacji, które powinien uzyskać dystrybutor w świetle regulacji prawnych. Jednak odpowiedniość produktu finansowego powinna być oceniana w szerszym aspekcie. I. Dittmann<sup>154</sup> proponuje przyjęcie w ocenie odpowiedniości funduszu inwestycyjnego, jako punktu odniesienia, produktu oszczędnościowego np. depozytu bankowego i, w związku z tym, zastosowanie nadwyżkowej stopy zwrotu. Takie ujęcie pozwala bowiem potencjalnemu inwestorowi rozpatrzyć alokację kapitału jako alternatywę bezpiecznego pomnażania kapitału i ryzykownej inwestycji. W warunkach rosnącej inflacji bardziej zasadnym punktem odniesienia może być wskaźnik inflacji i kryterium realnej oczekiwanej stopy zwrotu.

Analizując test adekwatności funduszu inwestycyjnego zaproponowany przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFA)<sup>155</sup> – a w zasadzie wytyczne służące ocenie jego wyników – warto zwrócić uwagę na dwa z możliwych profili (kategorii) ryzyka, jakie może uzyskać podlegający badaniu. Pierwszą kategorią jest kategoria „konserwatywna”, którą zdefiniowano następująco: „w tej kategorii ryzyka ochrona kapitału jest najważniejsza. W porównaniu do inflacji zwrot

<sup>154</sup> I. Dittmann, *Odpowiedniość polskich funduszy inwestycyjnych otwartych dla inwestora indywidualnego. Koncepcja oceny*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, 2019.

<sup>155</sup> <https://www.izfa.pl/download/pobierz/tekst-adekwatnosci-izfia>.

z inwestycji może być bardzo niski lub (w pewnym okresie) nawet ujemny<sup>156</sup>. Fundusze dedykowane tej kategorii ryzyka to fundusze pieniężne i dłużne. Natomiast druga kategoria, nazwana „umiarkowanie konserwatywną”, została opisana słowami: „w tej kategorii ryzyka oprócz ochrony kapitału istotne jest również pomnażanie kapitału przy niewielkim ryzyku. Mała skłonność do ryzyka widoczna jest w chęci uzyskania umiarkowanego zysku ponad inflację.”<sup>157</sup> Fundusze dedykowane tej kategorii to fundusze dłużne i fundusze stabilnego wzrostu. Należy jednak zastanowić się czy takie rekomendacje są uzasadnione bez względu na wysokość wskaźnika inflacji? Należy raczej przypuszczać, że fundusze, które pozwalają zabezpieczyć kapitał przed inflacją w warunkach niskiej wartości tego wskaźnika mogą nie być odpowiednimi pod tym względem w warunkach wysokiej inflacji, kiedy aby utrzymać realną wartość kapitału należy zainwestować w portfele inwestycyjne o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu.

## 2. Badanie empiryczne

### 2.1. Dane

Przedmiotem badań było kształtowanie się realnych stóp zwrotu w okresie inwestycji (*holding period yield*, HPY) z polskich funduszy inwestycyjnych otwartych inwestujących zarówno na krajowych, jak i zagranicznych rynkach.

Badania przeprowadzono dla 3-letniego (1.01.2019 – 31.12.2021) oraz rocznego (1.01.2021 – 31.12.2021) horyzontu inwestycyjnego. Pierwszy przyjęty okres badawczy wynika z faktu, iż w 2019 r. inflacja wyraźnie wzrosła w porównaniu z wcześniejszymi latami, co w połączeniu z trwającym od dłuższego czasu bardzo niskim oprocentowaniem depozytów bankowych, zintensyfikowało poszukiwania przez inwestorów produktów określanych jako „inflation hedges”. Natomiast 2021 r. został przyjęty jako drugi okres badawczy ze względu na najwyższą wartość wskaźnika inflacji w Polsce od ponad 20 lat.

W badaniach uwzględniono wszystkie polskie FIO, których wyniki zamieszczane są na portalu analizy.pl i których jednostki uczestnictwa były notowane w przyjętych okresach badawczych. Liczebność próby badawczej wyniosła 531 funduszy dla rocznej HPY oraz 473 funduszy dla 3-letniej HPY. W tabeli 8.1 zamieszczono liczebność funduszy w podziale na grupy wyodrębnione ze względu na politykę inwestycyjną, zaś w tabeli 8.2 – liczebność grup przy zastosowaniu kryterium SRRRI (Synthetic Risk and Reward Indicator).

Stopy zwrotu z FIO dla badanych okresów pozyskano z portalu analizy.pl. Dane dotyczące inflacji w badanym okresie pozyskano z GUS<sup>158</sup>.

<sup>156</sup> j.w.

<sup>157</sup> j.w.

<sup>158</sup> <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/miesieczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-od-1982-roku/>.

Tabela. 8.1. Liczebność poszczególnych grup FIO według polityki inwestycyjnej

Grupy funduszy	Okres badawczy	
	1.01.2019 – 31.12.2021	1.01.2021 – 31.12.2021
absolute return	22	30
dłużne	172	187
mieszane	112	126
akcyjne	167	188
łącznie	473	531

Źródło: opracowanie własne.

Tabela. 8.2. Liczebność poszczególnych grup FIO według SRRI

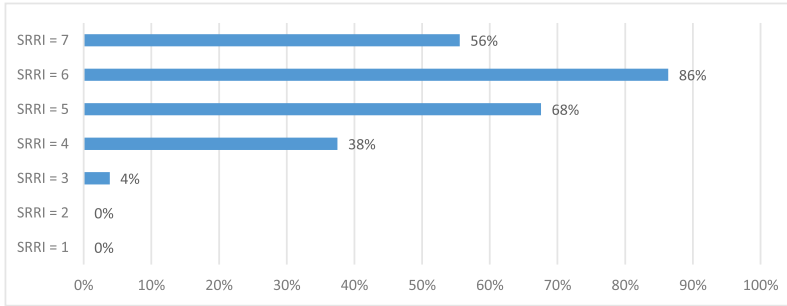
Grupy funduszy	Okres badawczy	
	1.01.2019 – 31.12.2021	1.01.2021 – 31.12.2021
SRRI = 1	8	10
SRRI = 2	84	92
SRRI = 3	78	85
SRRI = 4	88	99
SRRI = 5	74	85
SRRI = 6	132	147
SRRI = 7	9	13
łącznie	473	531

Źródło: opracowanie własne.

## 2.2. Wyniki

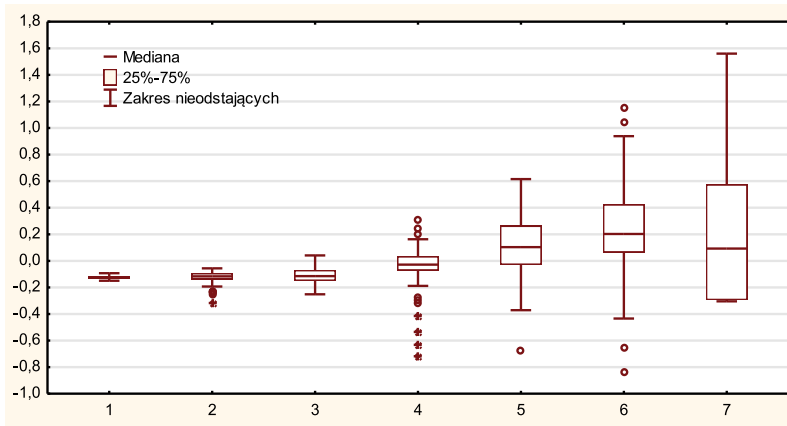
### 2.2.1. 3-letni horyzont inwestycyjny (1.01.2019 – 31.12.2021)

Analizując rozkłady stóp zwrotu z funduszy w podziale na grupy według SRRI stwierdzono, iż największa szansa na dodatnią realną HPY w badanym okresie cechowała FIO o wysokim (choć nie najwyższym) poziomie ryzyka tj. SRRI = 6 i SRRI = 5 (Rysunek 8.1). Żadna grupa FIO nie „gwarantowała” ochrony realnej wartości kapitału (szansa = 100%). Żaden z najmniej ryzykownych FIO nie pozwolił zabezpieczyć kapitału przed utratą siły nabywczej.



Rysunek 8.1. Szanse na uzyskanie dodatniej realnej HPY w poszczególnych grupach według SRRI.  
 Źródło: obliczenia własne.

W celu pogłębienia analizy skonstruowano wykresy „ramka – wąsy” (Rysunek 8.2), na których podstawie można stwierdzić, iż najbardziej atrakcyjna grupa FIO pod względem szansy (o SRRI = 6) cechowała się także najwyższymi wartościami mediany i pierwszego kwartyla. Jednak inwestycja w najgorsze FIO należące do tej grupy oznaczała poniesienie dużej straty dla inwestora. Można zatem uznać tę grupę FIO za odpowiednią jedynie dla inwestorów, których celem była ochrona realnej wartości kapitału ale zgadzających się na podjęcie znacznego ryzyka.

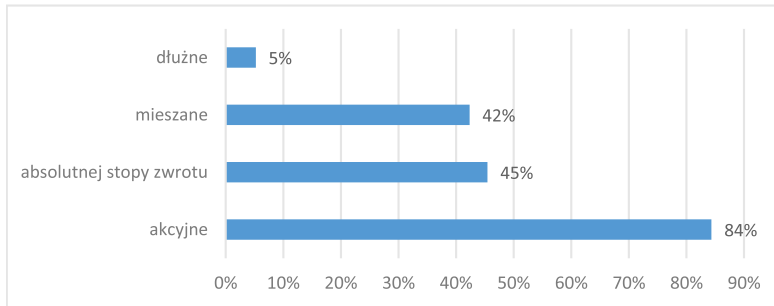


Rysunek 8.2. Rozkłady realnej HPY dla różnych grup FIO (według wskaźnika SRRI, oś OX).  
 Źródło: opracowanie własne.

W celu przeprowadzenia oceny odpowiedniości grup FIO utworzonych według kryterium polityki inwestycyjnej<sup>159</sup> dokonano obliczeń wybranych charakterystyk rozkładów HPY i sporządzono Rysunek 8.3 i Rysunek 8.4.

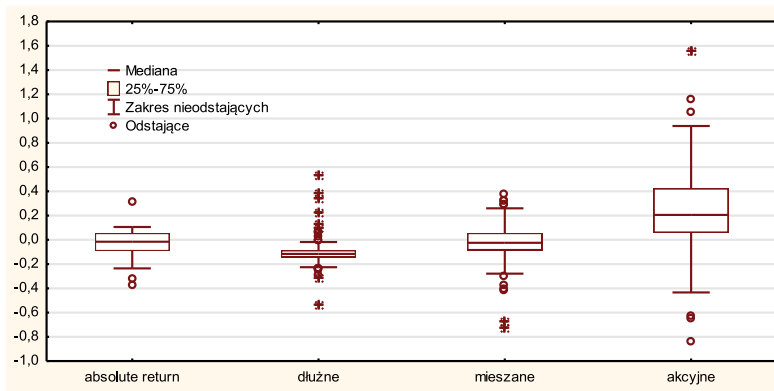
Najwyższą szansą na uzyskanie dodatniej realnej HPY cechowały się fundusze akcyjne. Tę grupę cechowały także najwyższe dodatnie wartości wszystkich kwar-

<sup>159</sup> Klasyfikacja do grup i segmentów stosowana przez analityków portalu analizy.pl.



Rysunek 8.3. Szanse różnych grup FIO (według kryterium polityki inwestycyjnej) na uzyskanie dodatniej realnej HPY.

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 8.4. Rozkłady realnej HPY dla różnych grup FIO (według kryterium polityki inwestycyjnej).

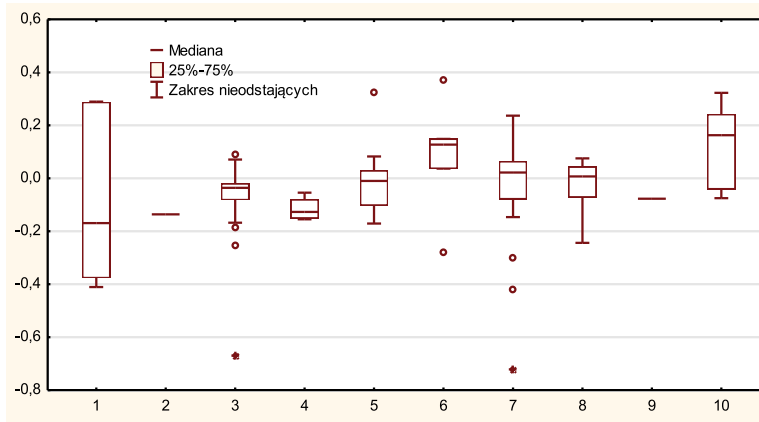
Źródło: opracowanie własne.

tyli rozkładu oraz najwyższa maksymalna HPY. Niestety najgorsze FIO w tej grupie odznaczały się bardzo niskimi ujemnymi HPY (co oznacza, że tylko dla inwestorów skłonnych podjąć znaczne ryzyko ta grupa funduszy była odpowiednia). Fundusze dłużne uznano za nieodpowiednie dla inwestora zamierzającego utrzymać realną wartość kapitału. Uwzględniając fakt, iż grupy FIO akcyjnych oraz mieszanych są bardzo niejednorodne, sporządzono dodatkowe wykresy dla segmentów wyodrębnionych<sup>160</sup> w obu grupach (Rysunek 8.5 i 8.6).

Spośród FIO mieszanych (Rysunek 8.5) najbardziej odpowiednim segmentem były FIO zagraniczne aktywnej alokacji, z których tylko jeden fundusz cechowała ujemna realna HPY. Warty uwagi był także segment FIO zagranicznych zrównoważonych, w skład którego wchodziło kilka FIO o ujemnej realnej HPY, jednak najgorszy fundusz z tego segmentu zrealizował wyższą HPY niż najgorszy fundusz mieszany zagranicznej alokacji.

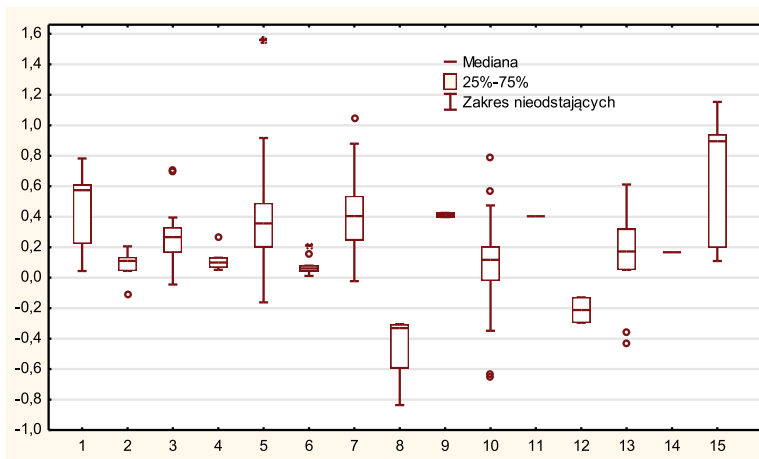
<sup>160</sup> Segmenty według analityków portalu analizy.pl.





Rysunek 8.5. Rozkłady realnej HPY dla różnych segmentów grupy FIO mieszanych.

(1 – polskie aktywnej alokacji, 2 – polskie pozostałe, 3 – polskie stabilnego wzrostu, 4 – polskie z ochroną kapitału, 5 – polskie zrównoważone, 6 – zagraniczne aktywnej alokacji, 7 – zagraniczne pozostałe, 8 – zagraniczne stabilnego wzrostu, 9 – zagraniczne z ochroną kapitału, 10 – zagraniczne zrównoważone).  
 Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 8.6. Rozkłady realnej HPY dla różnych segmentów grupy FIO akcyjnych.

(1 – amerykańskich, 2 – azjatyckich bez Japonii, 3 – europejskich rynków rozwiniętych, 4 – europejskich rynków wschodzących, 5 – globalnych rynków rozwiniętych, 6 – globalnych rynków wschodzących, 7 – polskich małych i średnich spółek, 8 – polskich pozostałe, 9 – polskich sektorowych pozostałe, 10 – polskich uniwersalne, 11 – rosyjskich, 12 – tureckich, 13 – zagranicznych pozostałe, 14 – zagranicznych sektora nieruchomości, 15 – zagranicznych sektorowych pozostałe).  
 Źródło: opracowanie własne.

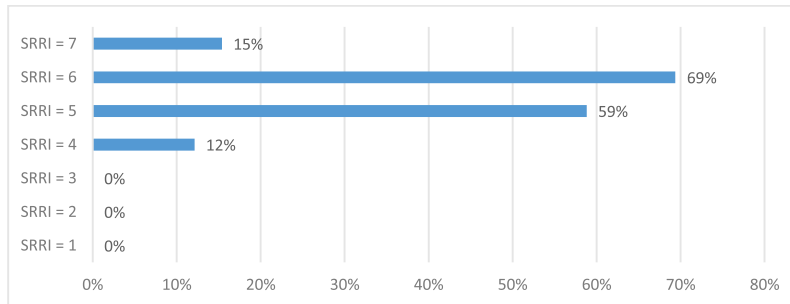
Spśród grupy FIO akcyjnych (Rysunek 8.6), segmentami cechującymi się 100%-ową szansą na uzyskanie dodatniej realnej HPY, były: fundusze akcji amerykańskich, europejskich rynków wschodzących, globalnych rynków wschodzących, polskich sektorowych pozostałe, rosyjskich, zagranicznych sektora

nieruchomości, zagranicznych sektorowych pozostałe. Można je zatem uznać za odpowiednie dla inwestora zamierzającego ochronić kapitał przed utratą siły nabywczej. Jako szczególnie atrakcyjny można wskazać segment FIO akcji zagranicznych sektorowych pozostałe (ze względu na najwyższą wartość mediany).

### 2.2.2 Roczny horyzont inwestycyjny (1.01.2021 – 31.12.2021)

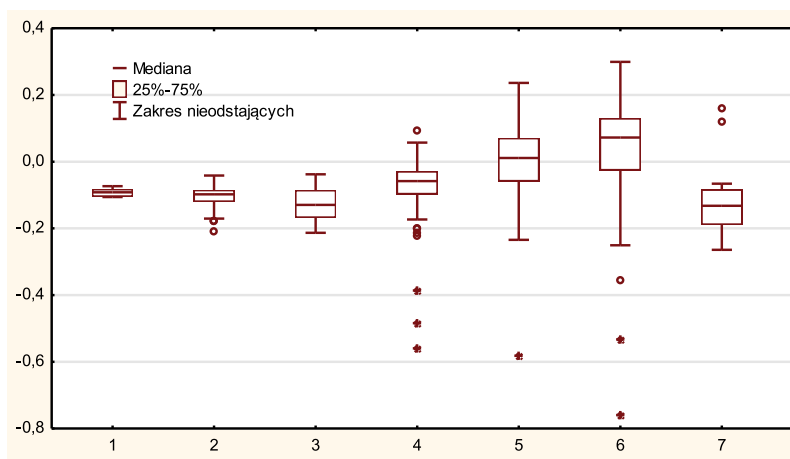
Analizując FIO w podziale na grupy według SRRI stwierdzono, iż największa szansa na dodatnią realną HPY w badanym okresie cechowała FIO o wysokim (choć nie najwyższym) poziomie ryzyka tj. SRRI = 6 i SRRI = 5 (Rysunek 8.7). Są to te same grupy FIO, co dla horyzontu 3-letniego, jednak wartości szans są niższe ze względu na wysoką inflację w badanym roku.

Na podstawie wykresów „ramka – wąsy” (Rysunek 8.8) można stwierdzić, iż najbardziej atrakcyjna grupa FIO pod względem szansy na dodatnią realną HPY (tj. o SRRI = 6) cechowała się także najwyższymi wartościami mediany i trzeciego



Rysunek 8.7. Szanse różnych grup FIO na uzyskanie dodatniej realnej HPY.

Źródło: opracowanie własne.

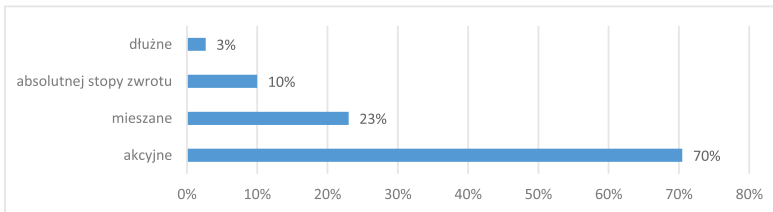


Rysunek 8.8. Rozkłady realnej HPY dla różnych grup FIO (wg wskaźnika SRRI, oś OX).

Źródło: opracowanie własne.

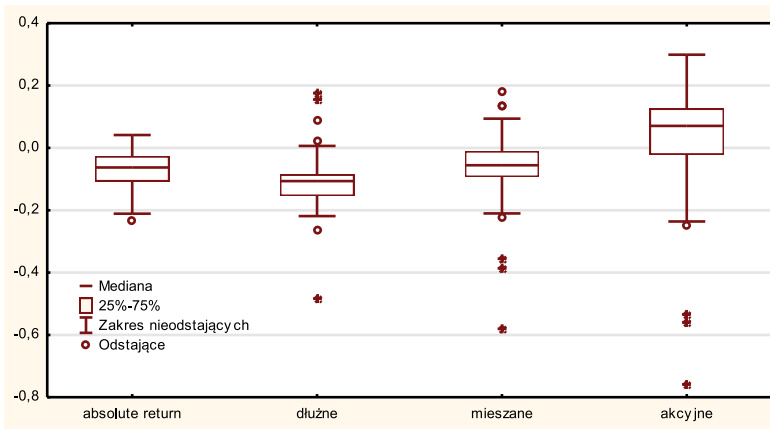
kwartyla. Jednak inwestycja w niektóre FIO należące do tej grupy oznaczała dla inwestora poniesienie realnej (w przypadku niektórych także nominalnej) straty (małej lub bardzo dużej w zależności od konkretnego funduszu). Można zatem ponownie uznać tę grupę FIO za odpowiednią jedynie dla inwestorów, których celem była ochrona realnej wartości kapitału, ale zgadzających się na podjęcie dość wysokiego ryzyka.

W celu przeprowadzenia oceny odpowiedniości poszczególnych grup FIO – utworzonych według polityki inwestycyjnej – dla inwestora chcącego ochronić kapitał przed inflacją, dokonano obliczeń charakterystyk rozkładów HPY dla tych grup i sporządzono Rysunek 8.9 i Rysunek 8.10.



Rysunek 8.9. Szanse różnych grup FIO na uzyskanie dodatniej realnej HPY.

Źródło: opracowanie własne.



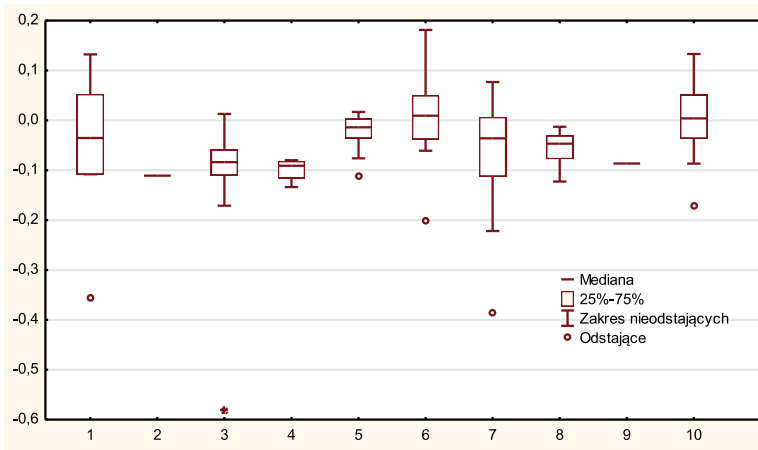
Rysunek 8.10. Rozkłady realnej HPY dla różnych grup FIO (wg polityki inwestycyjnej).

Źródło: opracowanie własne.

Identycznie jak dla 3-letniego horyzontu, najwyższą szansą na uzyskanie dodatniej realnej HPY cechowała się grupa funduszy akcyjnych. Grupę tą charakteryzowały również najwyższe wartości kwartyli. Niestety najgorsze FIO w tej grupie odznaczały się bardzo niskimi ujemnymi HPY (co oznacza, że tylko dla inwestorów skłonnych podjąć znaczne ryzyko ta grupa funduszy była odpowiednia).

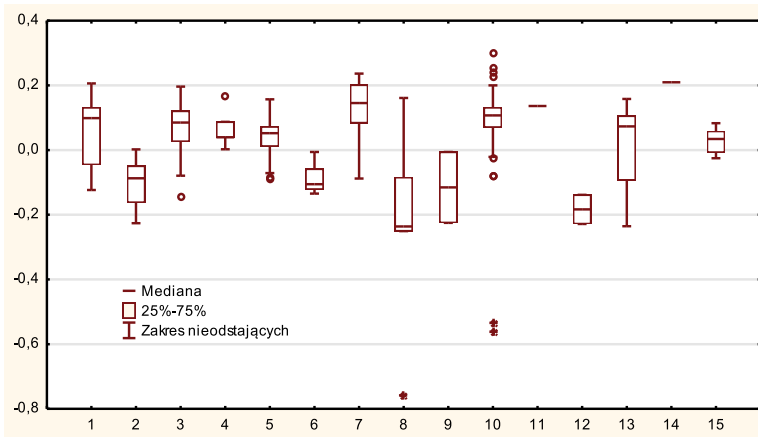
Ponownie, uwzględniając fakt, iż grupa FIO akcyjnych oraz grupa FIO mieszanych są bardzo niejednorodne, sporządzono dodatkowe wykresy dla segmentów wyodrębnionych w obu grupach (Rysunek 8.11 i 8.12).

Na podstawie przeprowadzonych obliczeń i sporządzonych wykresów stwierdzono, iż jedynie dwa segmenty spośród grupy FIO mieszanych (Rysunek 8.11) cechowały dodatnie (zbliżone do zera) mediany rozkładów (FIO zagraniczne aktywnej alokacji oraz FIO zagraniczne zrównoważone). Trudno jednak uznać je za odpowiednie dla inwestora zainteresowanego ochroną siły nabywczej kapitału



Rysunek 8.11. Rozkłady realnej HPY dla różnych segmentów grupy FIO mieszanych (oznaczenia na OX jak na Rysunek 8.5).

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 8.12. Rozkłady realnej HPY dla różnych segmentów FIO akcyjnych (oznaczenia na OX jak na Rysunek 8.6).

Źródło: opracowanie własne.

ze względu na inne charakterystyki rozkładów. Wśród grupy FIO akcyjnych (Rysunek 8.12) można wskazać segmenty, które w 2021 r. „gwarantowały” osiągnięcie dodatniej realnej HPY. Były to FIO: europejskich rynków wschodzących, akcji rosyjskich, akcji zagranicznych sektora nieruchomości. Ponadto kilka innych segmentów cechowały wysokie dodatnie wartości mediany i dolnego kwartyła. Spośród nich również można również szukać funduszy odpowiednich dla inwestora mającego na celu uzyskanie dodatniej realnej stopy zwrotu z inwestycji.

## Zakończenie

Podsumowując uzyskane wyniki stwierdzono, iż inwestor, którego celem było utrzymanie siły nabywczej kapitału mógł, inwestując w FIO, osiągnąć ten cel zarówno w okresie 1.01.2019 – 31.12.2021, jak i w okresie 1.01.2021 – 31.12.2021. Zdecydowanie nieodpowiednimi funduszami dla realizacji tego celu okazały się fundusze o najniższym poziomie ryzyka (SRRRI = 1,2,3), zaś najlepszymi – fundusze o wskaźniku SRRRI = 6. Kierując się klasyfikacją według polityki inwestycyjnej najlepszym wyborem były fundusze akcyjne. Uwzględniając dużą różnorodność grupy funduszy akcyjnych można było wskazać najbardziej odpowiednie jej segmenty.

Uzyskane wyniki dotyczą konkretnego okresu badawczego. Można jednak, jak sądzę, sformułować następujący wniosek: standardowe rekomendacje dotyczące rodzaju FIO odpowiedniego dla inwestora zamierzającego utrzymać siłę nabywczą kapitału<sup>161</sup> nie są zasadne w warunkach podwyższonej inflacji.

<sup>161</sup> Według testu adekwatności IZFiA.