

Jak zarabia się i niestety traci na obligacjach?

Ostatnie kilka miesięcy to fatalny okres dla osób inwestujących swoje oszczędności w obligacje i fundusze dłużne. Wielu inwestorów poniosło straty i coraz częściej spotykamy się z pytaniami, jak to jest w ogóle możliwe, skoro obligacje, a w szczególności te emitowane przez Skarb Państwa, to przysłowiowy „zysk bez ryzyka”. Jeśli emitent nie zbankrutuje, to przecież w terminie wykupu odda zainwestowany nominal obligacji, a jeszcze w trakcie inwestycji będzie przecież wypłacał kupony. A ponieważ o bankructwach nikt ostatnio nie pisał, jak więc to możliwe, że straty odnotowały prawie wszystkie dłużne fundusze inwestycyjne, nawet te które inwestują wyłącznie w obligacje emitowane przez Skarb Państwa?

Postanowiliśmy wyjść naprzeciw tym zapytaniom i w dzisiejszym komentarzu nie odniesiemy się do otoczenia gospodarczego, do bieżących i przewidywanych przez nas rentowności, do naszych oczekiwań odnośnie trendów na rynkach finansowych, ale postaramy się przybliżyć inwestorom specyfikę rynku dłużnego oraz tego, jak na obligacjach można zyskiwać, ale i tracić.

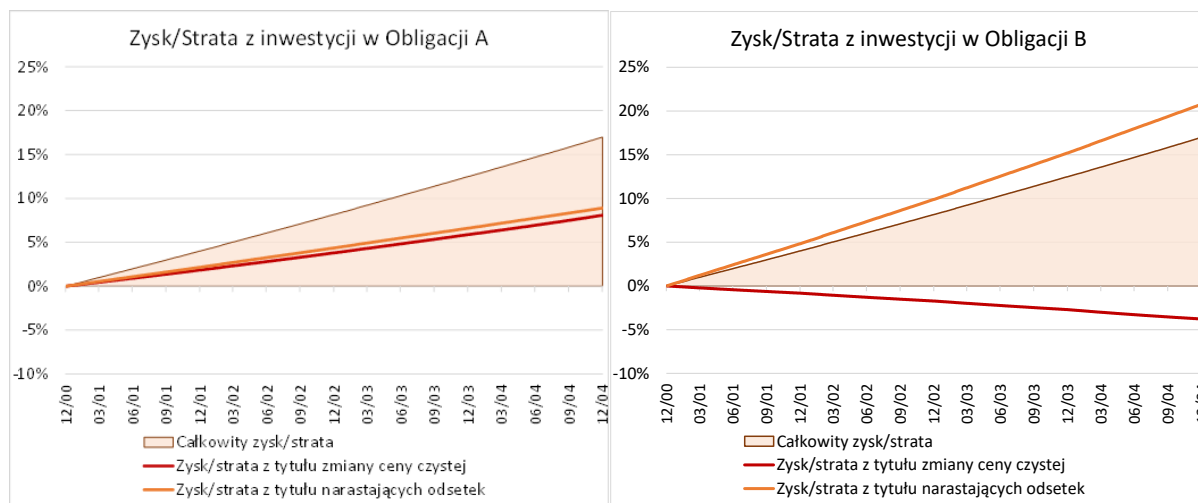
Czym jest obligacja?

Zacznijmy więc od początku, czym właściwie jest obligacja? Z ekonomicznego punktu widzenia, jest to nic innego, jak pożyczka udzielana emitentowi obligacji, w zamian za przyrzeczenie oddania tej pożyczki w określonym terminie w przyszłości (terminie wykupu obligacji) i najczęściej systematyczne, cykliczne płaćenie odsetek od tej pożyczki w postaci **kuponu**. Wielkość kuponu (w tym także informacja, czy jest stały czy zmienny), a więc oprocentowanie tej pożyczki, terminy jego wypłaty oraz pozostałe parametry obligacji są ustalane w chwili emisji i można je znaleźć w warunkach emisji. Te parametry co do zasady nie ulegają już zmianom w trakcie trwania inwestycji, mimo iż obligacje, jako papiery wartościowe, mogą w trakcie „życia” zmieniać swojego właściciela, bo są przedmiotem handlu na rynku. Cena po której dochodzi do transakcji jest ustalana pomiędzy kupującym i sprzedającym w drodze negocjacji i zmienia się ona w czasie, ale to co istotne, za każdy dzień bycia posiadaczem obligacji inwestorowi należy się adekwatna do tego okresu część wypłacanych kuponów (odsetek). Aby to zapewnić, cena obligacji składa się z tak zwanej ceny czystej (która to jest przedmiotem negocjacji) oraz z narosłych odsetek w bieżącym okresie kuponowym. Tę cenę nazywamy ceną brudną.

Ponieważ w trakcie trwania życia obligacji, warunki rynkowe się zmieniają – np. koszt pieniądza, czyli w uproszczeniu stopa procentowa banku centralnego, ale też zdolność emitenta do oddania pożyczki – cena obligacji również podlega zmianom. Jej wartość jest oczywiście uzależniona od parametrów wyemitowanej obligacji, ale przede wszystkim od tego, jak inwestorzy oceniają, że taka pożyczka powinna być oprocentowana teraz tj. w chwili transakcji. To oprocentowanie nazywamy **rentownością** obligacji i to właśnie jej wielkość w największym stopniu wpływa na cenę papieru wartościowego. Relacja, wzór matematyczny, wiążący cenę z rentownością jest na tyle jednoznaczna, że inwestor widząc cenę obligacji może określić jej rentowność i na odwrót, co sprawia, że na wielu rynkach np. na rynku węgierskich obligacji skarbowych w forincie, obligacjami handluje się ustalając ich rentowność, a nie cenę.

Kupon a rentowność

Nasuwa się teraz pytanie, co jest więc ważniejsze z punktu widzenia zysku inwestora, czy płacone przez obligację kupony, czy wspomniana rentowność, po której obligacja została nabyta? Aby na to pytanie odpowiedzieć, przyjrzyjmy się następującemu przykładowi. Założmy, że na rynku są dostępne dwie obligacje tego samego emitenta, które mają ten sam termin wykupu (za równo 4 lata), ale różnią się płaconym kuponem. Pierwsza (Obligacja A) ma kupon 2% w skali roku, a druga (Obligacja B), która była emitowana dużo wcześniej, gdy koszt pieniądza był dużo wyższy, ma kupon przykładowo 5%. Z punktu widzenia kupującego tę obligację dziś, mimo iż to dwa różne papiery wartościowe, to z ekonomicznego punktu widzenia obie są pożyczką na 4 lata, dla tego samego emitenta – tak więc oprocentowanie takiej pożyczki tj. rentowność obligacji, dla obu tych papierów powinna być taka sama. Dla przykładu dajmy na to 4% w skali roku. Wykorzystując teraz wspomniany wzór możemy obliczyć, że ponieważ obligacja A ma kupon niższy niż 4%, cena tego papieru jest notowana z dyskontem tj. za obligację o nominale 100zł zapłacimy jedynie 92,74zł. Z kolei za obligację B o takim samym nominale, posiadającą kupon większy od jej bieżącej rentowności, będziemy musieli zapłacić 103,63zł (obligacja notowana jest z premią, czyli powyżej ceny nominalnej, która w tym przypadku wynosi 100 zł). Którą więc obligację inwestor powinien kupić, która z nich trzymana do wykupu pozwoli zarobić więcej? Jak widać na poniższych wykresach inwestując w te papiery taką samą kwotę pieniędzy, gdyby w najbliższych 4 lat rentowności tych obligacji nie uległy zmianie, procentowa stopa zwrotu w obu przypadkach będzie podobna. Niewielkie różnice wynikają z założeń dotyczących reinwestycji wypłacanych przez obligacje kuponów. Źródłem dochodu dla inwestycji w Obligacje A są oczywiście kupony (zysk w tempie 2% rocznie), ale również zmiana ceny czystej obligacji z tytułu pomniejszającego się dyskonta wraz ze zbliżaniem się terminu wykupu. W przypadku Obligacji B, kupony są dużo wyższe, więc i zysk, który dostarczają jest dużo wyższy (5% rocznie), ale cena obligacji traci na wartości, bo premia, z którą była ona kupowana spada do wartości nominalnej.

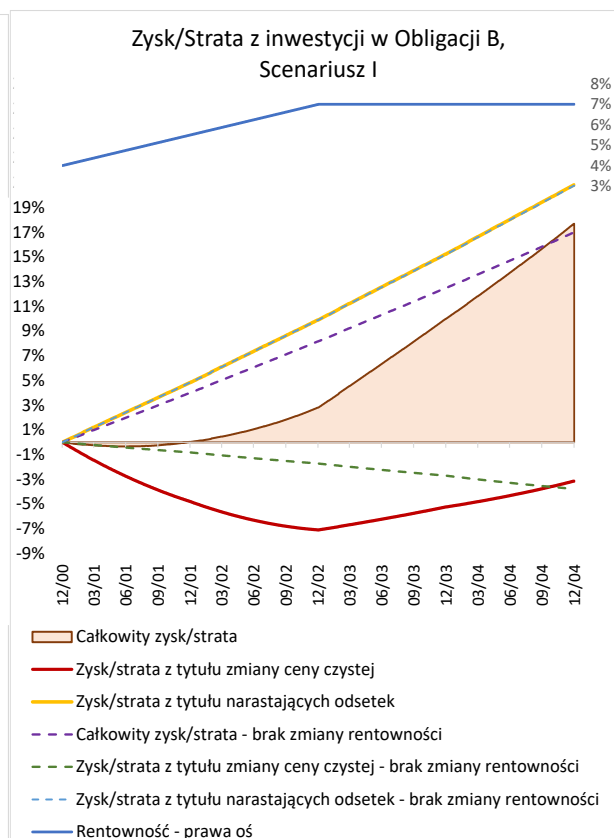
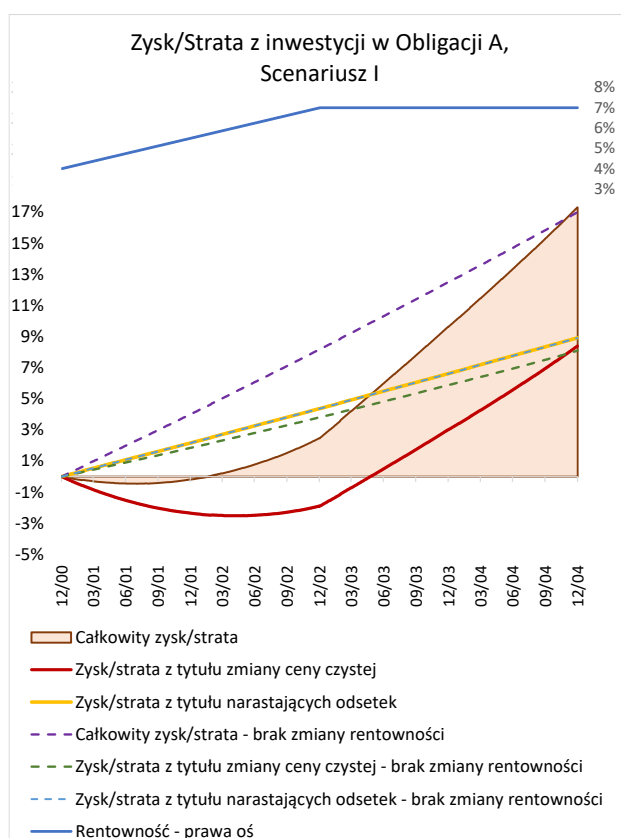


Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.

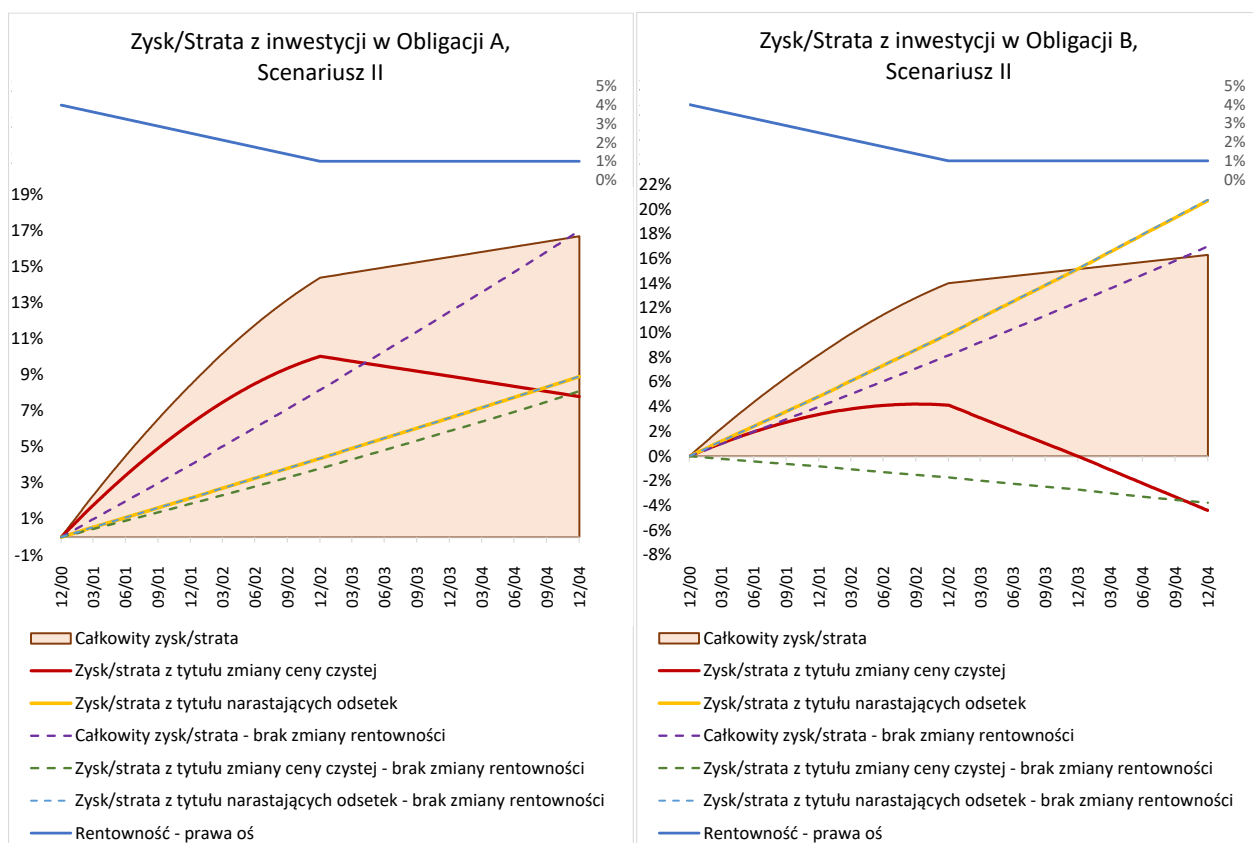
Wniosek nasuwa się więc taki, że to rentowność determinuje ile dana obligacja w terminie do wykupu pozwoli zarobić, oraz co więcej, jak duży może to być zysk. W obu przypadkach mieliśmy 4-letnią inwestycję i rentowność 4 procent w skali roku, stąd całkowity zysk, biorąc pod uwagę kapitalizację odsetek, to ok. 17%.

A gdy w trakcie inwestycji zmieni się rentowność?

Jak już wspomnieliśmy wcześniej, rentowność, tak jak cena obligacji, podlega codziennym zmianom. Ponieważ w naszym portfelu obligacje wyceniane są po cenach rynkowych, te zmiany znajdują oczywiście odzwierciedlenie – zysk lub stratę – w wycenie portfela. Ale czy w długim terminie, kiedy obligacje trzymamy do wykupu, te zmiany rentowności w trakcie inwestycji przekładają się na wynik końcowy? Aby lepiej zrozumieć, jak zmiany rentowności wpływają na całkowitą zyskowność inwestycji, oraz na tą zyskowność w trakcie jej trwania, przeanalizujmy następujący przykład. Ponownie inwestujemy w Obligację A (2% kupon) i Obligację B (5% kupon) i ponownie kupujemy je z planem trzymania do terminu wykupu (4 lata) po rentowności 4%. Założymy dwa scenariusze dla zmiany rentowności w czasie. Scenariusz I, w którym przez pierwsze 2 lata rentowność się systematycznie podnosi z 4% do 7%, na koniec drugiego roku inwestycji i pozostaje niezmienną na tym poziomie do końca czteroletniego horyzontu inwestycyjnego. Oraz Scenariusz II, symetryczny, w którym rentowność w pierwszych dwóch latach spada do 1% i pozostaje na tym poziomie do terminu wykupu obligacji. Poniższe wykresy pokazują jak wygląda zyskowność takich inwestycji w trakcie ich trwania, w porównaniu z poprzednią analizą, kiedy rozważaliśmy scenariusz pozostawiania rentowności na poziomie 4% w trakcie całej inwestycji.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.

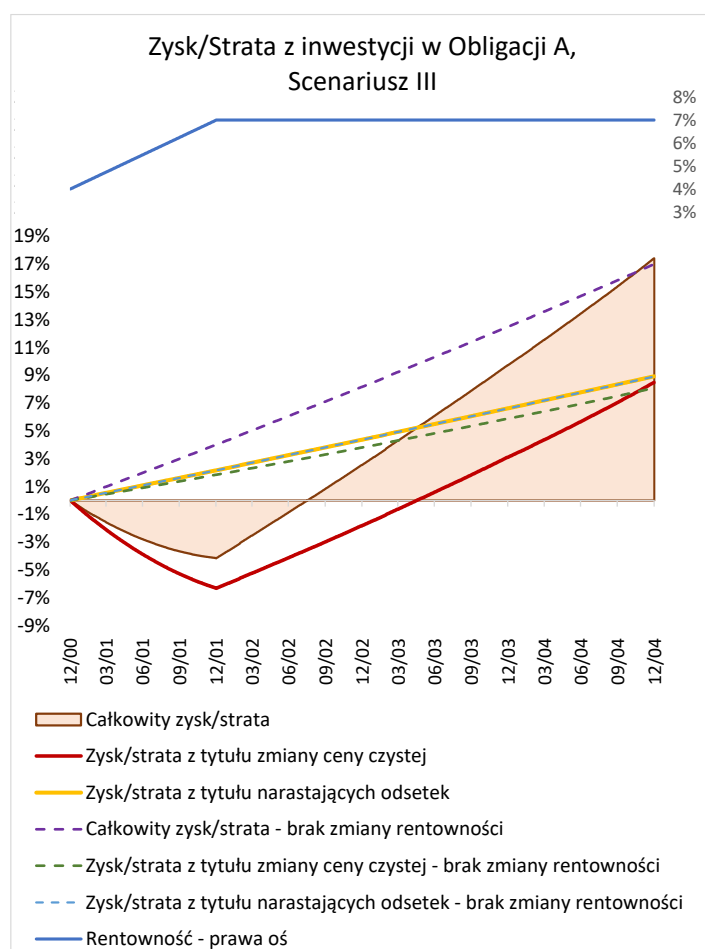
Jak widać, wzrost rentowności w pierwszych dwóch latach sprawił, że w tym okresie zysk z tytułu zmiany ceny czystej obu obligacji jest zdecydowanie mniejszy, wręcz nawet bardziej ujemny niż w przypadku, gdyby rentowność pozostawała na stałym poziomie 4%. Zysk z tytułu wypłacanych kuponów jest natomiast taki sam, co nie powinno dziwić, ponieważ kupon jak już wspomnieliśmy jest ustalany dla obligacji stałokuponowych w chwili emisji i nie zmienia się w czasie. W związku z tym, wzrost rentowności w pierwszych dwóch latach odbija się negatywnie na całkowitym zysku z inwestycji w tym okresie, w pierwszym roku pokazując nawet stratę, a po dwóch latach jest mniejszy od całkowitego zysku przy braku zmian rentowności o ok.5.5%,.

Całkowity zysk z inwestycji w terminie wykupu obligacji w obu scenariuszach jest już jednak praktycznie taki sam. Drobne różnice wynikają jedynie z założeń dotyczących reinwestycji kuponu – w przypadku scenariusza I kupony reinwestujemy po wyższych rentownościach, a w przypadku scenariusza II po niższych niż 4%. Oznacza to dla scenariusza I (czyli wzrostu rentowności), że w drugiej połowie okresu inwestycji obie obligacje dają dużo większy dochód, pozwalający odrobić straty z pierwszego okresu. Wszystko za sprawą wyższej – 7% rentowności obligacji. To dzięki jej poziomowi dzienna zmiana ceny czystej, a więc i tempo zyskiwania jest większe. Dla scenariusza II (spadku rentowności) obserwacje są odwrotne. Spadek rentowności w okresie pierwszych dwóch lat inwestycji sprawił, że obie obligacje zyskiwały w szybszym tempie, ale z powodu

niskiego poziomu rentowności w latach 3 i 4, to tempo wzrostu było na tyle powolne, że całkowity zysk w czteroletnim okresie był porównywalny z tym, jakby rentowności nie zmieniały się w ogóle. Można więc na tej podstawie wysnuć wniosek, że całkowity zysk z tytułu obligacji, przy utrzymywaniu jej w portfelu do terminu wykupu, zależy od rentowności, po której została ona do portfela inwestycyjnego nabyta. Zmiany rentowności w czasie wpływają jedynie na tempo osiągania tego zysku. Każdy wzrost rentowności przekłada się na chwilowe zmniejszenie tego tempa wzrostu zyskowności, bądź nawet stratę, ale jednocześnie podnosi perspektywę szybszego tempa wzrostu zyskowności w pozostałym czasie do wykupu obligacji.

Tempo zmian rentowności ma znaczenie

W scenariuszu I, gdy rentowności rosły systematycznie przez pierwsze dwa lata inwestycji, obie obligacje pokazały stratę. Strata ta była jednak relatywnie niewielka, i powiększała się w bardzo wolnym tempie. Co by jednak było, gdyby rentowności urosły z 4 do 7 procent w trakcie pierwszego roku inwestycji, a nie dwóch lat? Zmiana zyskowności dla takiego scenariusza (Scenariusz III), dla obligacji A, jest widoczna poniżej.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.

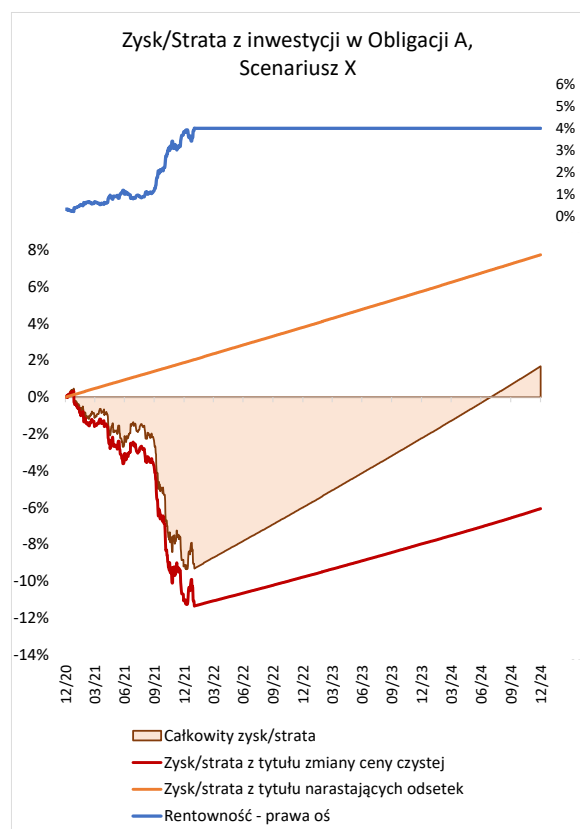
Widać, że tempo wzrostu rentowności przełożyło się na szybsze i głębsze spadki cen obligacji, i stąd większą stratę w pierwszym roku z inwestycji. Całkowity zysk w terminie do wykupu pozostał natomiast niezmienny, bo dzięki podwyższonej rentowności w drugim, trzecim i czwartym roku, obligacja zarabiała zdecydowanie więcej, pozwalając odrobić tę większą stratę z pierwszego okresu. W porównaniu do scenariusza I, strata na koniec drugiego roku była niemal identyczna, bo zysk jaki inwestycja osiągnęła w swoim drugim roku był znacznie większy, pozwalając odrobić większe straty z roku pierwszego.

A co, jakby inwestycję rozpocząć w 2021 roku?

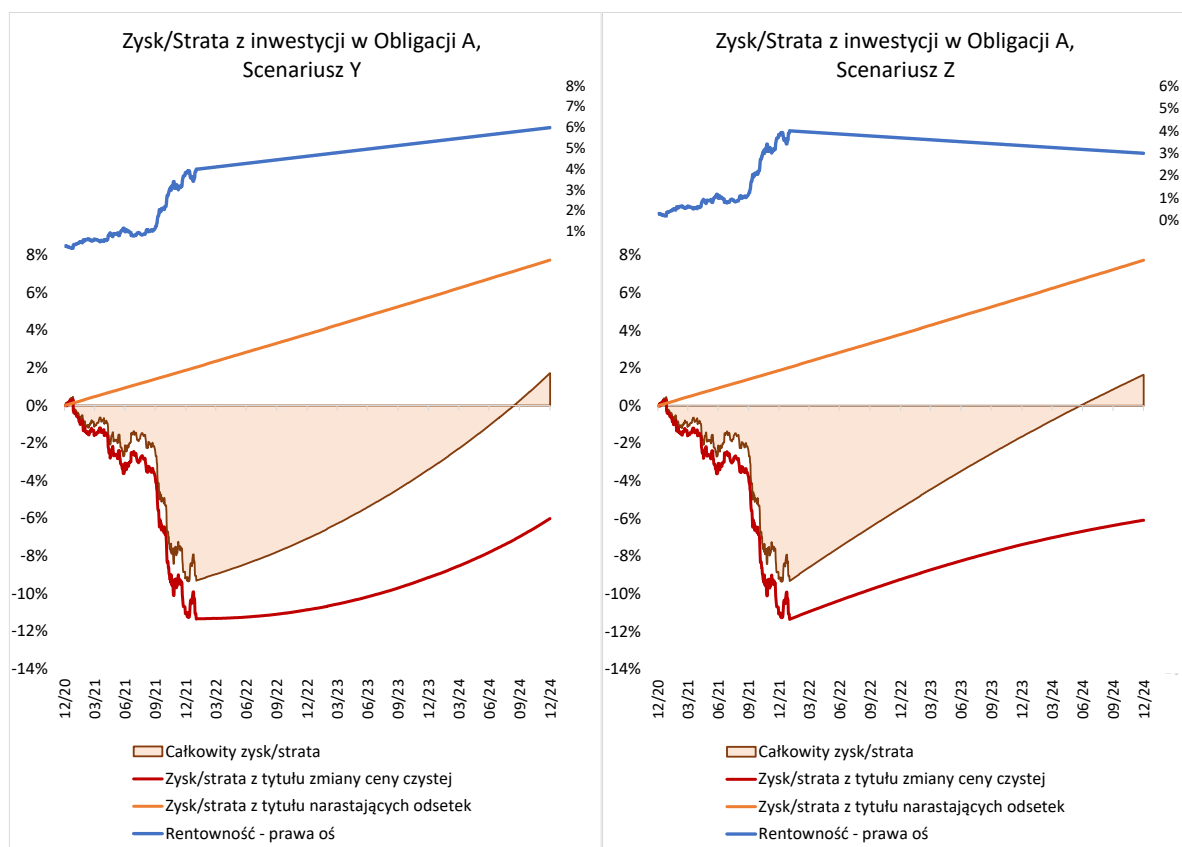
Powyższa analiza, pozwala wyrobić sobie intuicyjne wyczucie, jak inwestycja w obligacje zyskuje lub traci w krótkim terminie i w pewnym stopniu odpowiedzieć na pytanie dlaczego w minionym roku obserwowaliśmy tak wysokie spadki cen jednostek uczestnictwa funduszy dłużnych. Aby jednak jeszcze lepiej zobaczyć skalę zeszłorocznych zmian rentowności polskich obligacji i ich przełożenia na zyski z obligacji, rozważmy kolejny przykład. Załóżmy, że na początku 2021 roku kupiliśmy czteroletnią Obligację A (kupon 2%) po rentowności, która wówczas była na rynku obserwowana (rentowność 4-letniej obligacji z dnia 31 grudnia 2020 r. to 0,31% w skali roku) i założmy, że rentowność ta zmieniała się dokładnie w taki sam sposób, jak w rzeczywistości, aż do końca stycznia 2022 r., kiedy osiągnęła poziom dokładnie 4% w skali roku. Z takim właśnie wzrostem rentowności mieliśmy w zeszłym roku do czynienia. Następnie założmy trzy scenariusze dla kształtowania się tych rentowności w następnych trzech latach, aż do terminu wykupu obligacji A:

- Scenariusz X, w którym rentowności będą stałe w nadchodzących trzech latach, na poziomie 4% - czyli scenariusz w którym RPP dobrze ocenił wzrost inflacji i jej przyszłe zmiany, podwyższył stopy procentowe do wycenianych obecnie 4% i utrzymał te stopy w nadchodzących latach.
- Scenariusz Y, w którym rentowności będą jeszcze stopniowo rosły, aż do poziomu 6% w skali roku - czyli scenariusz w którym RPP podwyższa stopy procentowe do 4%, i mimo rządowych tarcz inflacyjnych oraz zacieśnienia polityki monetarnej, inflacja nie spada co celu NBP, więc RPP decyduje się na kolejne dostosowanie (podwyżki stóp), ale już mniejsze w skali, mniej nieoczekiwane i rozłożone w czasie.
- Scenariusz Z, w którym to rentowności stopniowo spadają do poziomu 3% w terminie wykupu obligacji (czyli do końca 2024 r.) - czyli scenariusz, w którym RPP podwyższyła stopy procentowe do 4%, ale zacieśnianie monetarne sprawiło, że wzrost gospodarczy jest coraz słabszy, inflacja wywołana wzrostami cen surowców traci na dynamice, bo ropa i gaz ziemny nie rosną już w takim tempie jak w 2021 r., i aby gospodarkę ponownie pobudzić, RPP rozważa obniżki stopy procentowej.

Poniższe wykresy pokazują jak dla każdego z tych scenariuszy wyglądałby całkowity zysk/strata z inwestycji w obligację A, w terminie do jej daty wykupu, czyli do końca grudnia 2024 r., oraz jak ten zysk/strata zmieniały się w czasie.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.



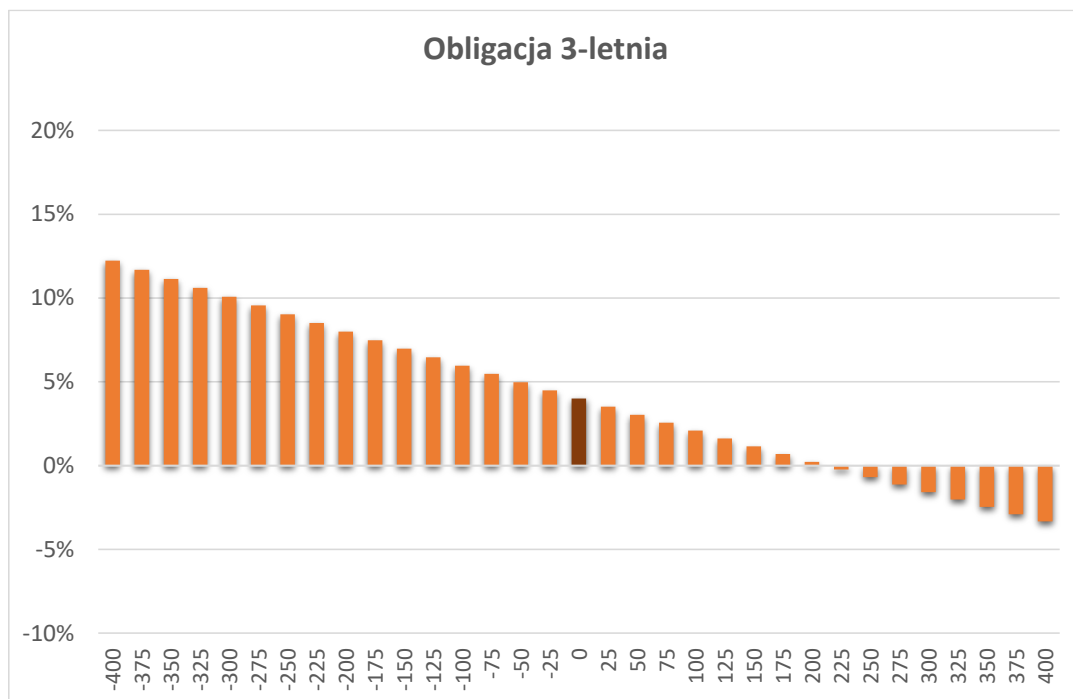
Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.

Na każdym z tych wykresów identycznie wygląda strata jaką inwestor odniósł w 2021 r. i na początku roku 2022, czyli w okresie kiedy to rentowności urosły z 0,31% do aż 4% (o ponad 350 punktów bazowych). Inaczej wyglądają zyski i straty w kolejnych miesiącach, ale całkowity zysk w terminie do wykupu obligacji (grudzień 2024 r.) jest mniej więcej taki sam. W każdym z tych scenariuszy, nawet w tym, w których rentowności w dalszym ciągu będą rosły (scenariusz Y), inwestycja zaczyna już w 2022 r. zarabiać i w terminie najbliższych trzech lat odrabia straty poniesione w 2021 r. Bieżąca rentowność jest już bowiem na tyle duża, że dochód z tego tytułu niweluje straty z tytułu zmian ceny czystej, wywołane stopniowym wzrostem rentowności. Najszybsze tempo odrabiania strat w najbliższych miesiącach (w 2022 r.) jest z kolei obserwowane w scenariuszu Z - spadki rentowności szybko przekładają się bowiem na dodatnie zmiany ceny w najbliższych miesiącach.

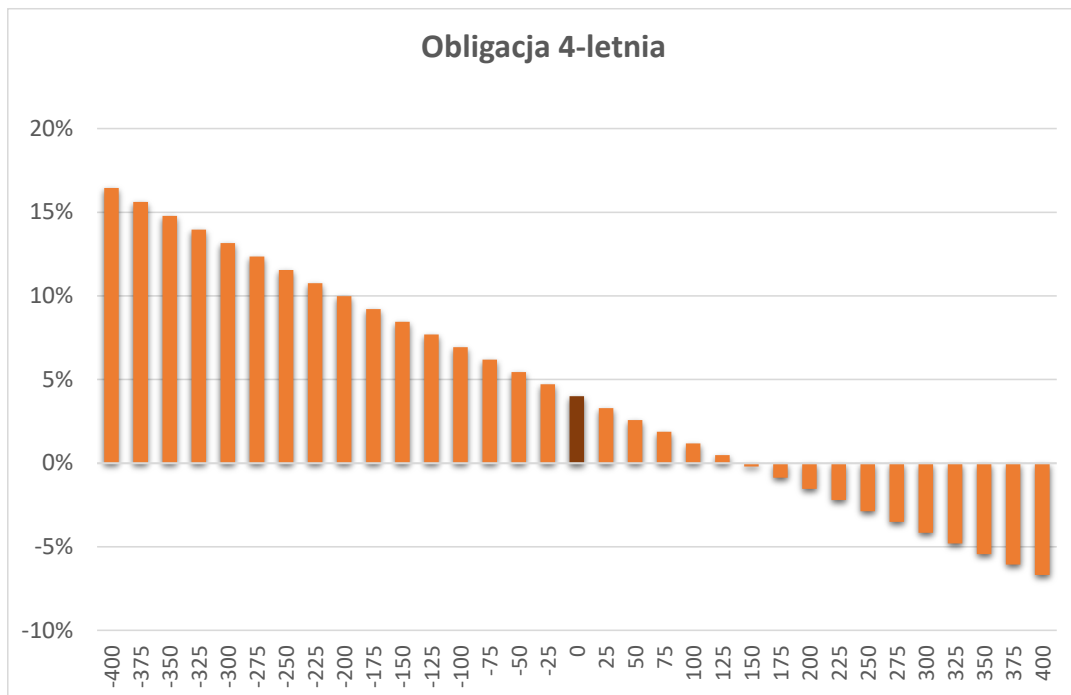
Dlaczego niektóre fundusze straciły w 2021 roku 10%, a inne jedynie 1%?

Analizując powyższe scenariusze, w oczy rzuca się nam około 10% strata z inwestycji w 2021 r. Wprawdzie niektóre fundusze faktycznie tyle straciły, ale jednak większość z nich odnotowała dużo mniejsze straty – jak to jest możliwe? Odpowiedź na to pytanie jest bardzo prosta. W zależności od tego, jaką dany fundusz

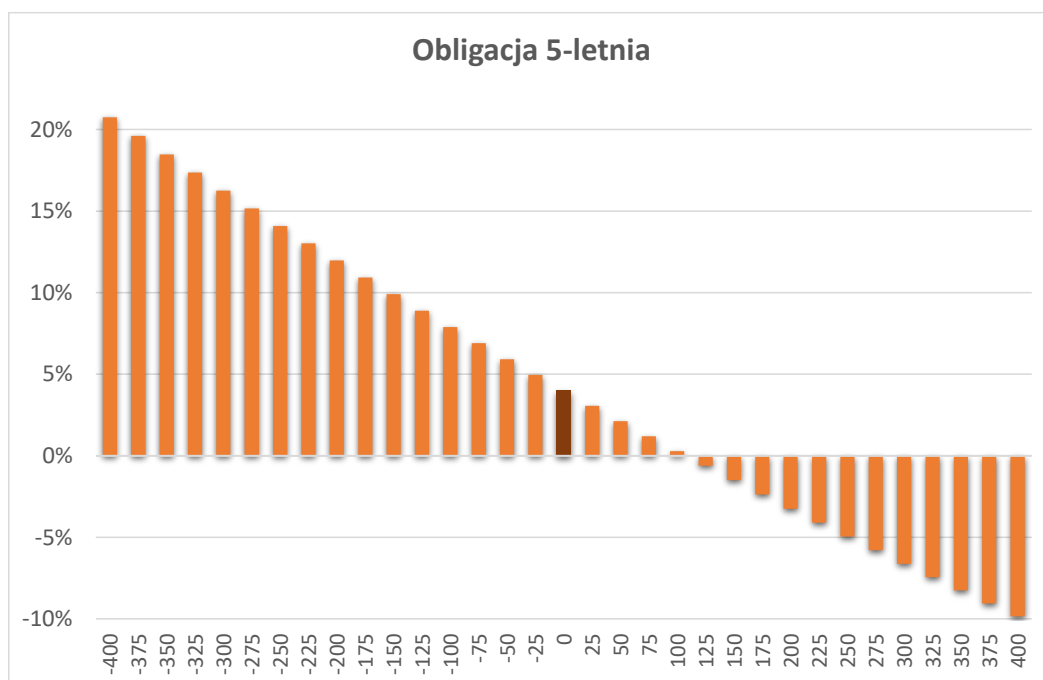
inwestycyjny ma politykę inwestycyjną oraz strategię, jego portfel złożony jest z obligacji o krótszym bądź dłuższym terminie do wykupu. A to „długość” obligacji przekłada się w największym stopniu na wrażliwość zmiany cen z tytułu zmiany rentowności. Poniższe wykresy pokazują, jak zmienia się zysk z inwestycji w pierwszym roku jej trwania, dla różnych spadków/wzrostów rentowności w tym okresie, w zależności od tego jak długą obligację wybierzemy. Rozważamy trzy przypadki, obligacje z tym samym kuponem (2%), kupione po takiej samej rentowności (4%), ale różnym terminie do wykupu – obligacje 3, 4 i 5-letnią. Oś X to zmiana rentowności w pierwszym roku, w punktach bazowych (np. +100bp to wzrost rentowności z 4% do 5%), a oś Y to zysk/strata w tym okresie.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI S.A.

Jak widać, obligacja 5-letnia przy spadku rentowności do zera (-400 punktów bazowych) pozwoliłaby zarobić w ciągu roku nawet 20%. Na ten zysk złożyłoby się 4% po jakiej obligacja została kupiona oraz ponad 15% z tytułu spadku rentowności. Przy wzroście rentowności do 8%, 4% rentowność z chwili zakupu nie pozwoliłaby jednak uchronić inwestora przed stratą, która mogłaby wynieść nawet 10%. W przypadku obligacji krótszej, 4-letniej, ta amplituda zmian zysku/straty jest już dużo mniejsza, a w przypadku obligacji 3-letniej jeszcze mniejsza. Im więcej lat do wykupu obligacji, tym bowiem większa wrażliwość na zmianę stopy procentowej, a im wyższa rentowność, po której jest ona kupowana, tym większy „bufor” zysku chroniący przed stratą.

W styczniu 2021 r. zerowe stopy procentowe NBP sprawiły, że obligacje krótkoterminowe miały rentowności bliskie 0-0.5%, a więc ten „bufor” był bardzo mały. Z kolei zmiany rentowności w przeciągu całego roku okazały się na tyle duże, że straty z tytułu posiadania obligacji skarbowych okazały się być największe w 20-letniej historii tego rynku.

Tempo odrabiania strat z 2021 roku

Czy powyższa analiza scenariuszowa oznacza, że na odrobienie strat z 2021 r. inwestorzy będą czekać kolejne 3 lata? Odpowiedź na to pytanie nie jest niestety jednoznaczna. Dużo bowiem zależy od tego, czego dana inwestycja dotyczyła. Jeżeli inwestor kupował fundusze obligacji długoterminowych, które inwestują w obligacje o przeciętnym terminie wykupu około 4 lat i w związku z tym ich strata w 2021 roku mogła wynieść nawet 10% - podobnie jak dla naszego rozważanego przypadku – to oczekiwany okres odrobienia tej straty może faktycznie wynosić szacunkowo 2 do 3 lat. Jest on oczywiście uzależniony od bieżącej rentowności portfela, która przy obecnym kształcie krzywej dochodowości może wynosić ok 4,5-5% w skali roku, i przy braku zmian tej rentowności w kolejnych miesiącach to właśnie w takim tempie te fundusze powinny odrabiać. Wszystko zależy oczywiście od funduszu, jego polityki inwestycyjnej i oceny zarządzających. Jeśli natomiast inwestor kupował fundusze obligacji krótkoterminowych, które inwestują w obligacje zmiennokuponowe – o dużo mniejszej wrażliwości na zmiany rentowności, oraz obligacje stałokuponowe o przeciętnym terminie do wykupu w okolicy 1-1,5 roku, to strata którą w 2021 r. poniósł była dużo mniejsza – 1-2%. Jednocześnie tego typu obligacje mają obecnie na rynku rentowności w okolicy 3,5-4% w skali roku i w takim właśnie tempie można oczekiwać, że te fundusze będą zarabiać w najbliższym okresie. Jedynie dalsze wzrosty rentowności mogą to tempo zwolnić, a z kolei ich ewentualne spadki to tempo powiększą. Czyli inwestorzy lokujący w 2021 r. swoje środki w fundusze skoncentrowane na obligacjach krótszych powinni straty z tych inwestycji odrobić znacznie szybciej, z dużym prawdopodobieństwem już obecnym roku.

Jak działają fundusze dłużne

Analiza, którą w tym komentarzu przeprowadziliśmy powinna trochę przybliżyć inwestorom specyfikę rynku obligacji. Uświadomić im, iż obligacje tak jak inne papiery wartościowe podlegają trendom rynkowym i w niektórych okresach mogą dostarczyć nawet wysokie straty. W długim terminie „pracują” jednak w tempie rentowności, po której są notowane i to właśnie rolą zarządzających funduszem jest taki dobór obligacji do portfela, aby tę rentowność na odpowiednim poziomie uzyskać. Jak widać, ważny jest też dobór obligacji pod kątem terminu do wykupu. W okresach w których zarządzający oczekuje wzrostu rentowności, powinien

dążyć do posiadania większej liczby tych krótszych obligacji, które w takim scenariuszu po prostu mniej stracą. W okresach spadków rentowności, powinien z kolei posiadać w portfelu te dłuższe, bo to te obligacje więcej mogą w takim otoczeniu zarobić. No i oczywiście cała powyższa analiza jest nic nie warta, jeśli emitent obligacji jej nie wykupi – czyli zbankrutuje. Choć to ryzyko w przypadku obligacji skarbowych emitowanych w walucie lokalnej jest minimalne, decydując się już na inwestycje w obligacje korporacyjne, tego typu ryzyko istnieje. To rolą zarządzających jest analizowanie emitentów pod tym kątem i dobieranie do portfela tylko tych obligacji, których emitenci prowadzą dochodowy interes i generują systematycznie przychody.

Konrad Augustyński

Dyrektor Departamentu Zarządzania Aktywami Alior TFI S.A.

Inwestycje w jednostki uczestnictwa Subfunduszu obarczone są ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Alior TFI S.A. dokłada wszelkich starań, żeby ograniczyć ryzyka związane z inwestycją w Subfundusz. Tym niemniej inwestując w subfundusz należy mieć na uwadze, że korzyściom wynikającym z inwestowania środków w jednostki uczestnictwa towarzyszą również ryzyka, m.in. takie jak: ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji, wystąpienia okoliczności, na które uczestnik funduszu nie ma wpływu, np. ryzyko operacyjne, a także ryzyko inflacji, płynności lokat, płynności oraz ryzyko związane ze zmianami regulacji prawnych, jak również likwidacja funduszu (Subfunduszu). Wśród ryzyk związanych z inwestowaniem należy zwrócić szczególną uwagę na ryzyka dotyczące polityki inwestycyjnej Subfunduszu, w tym m.in.: rynkowe, stóp procentowych, kredytowe, instrumentów pochodnych, ryzyko koncentracji, jak również rozliczenia oraz płynności lokat.

Opracowanie zostało przygotowane przez pracowników Alior TFI S.A. i jest wyrazem najlepszej wiedzy, umiejętności oraz poglądów autorów. Ani autorzy opracowania, ani Alior TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu oraz nie ponoszą odpowiedzialności za kompletność i prawdziwość danych zawartych w publikacji, jak również za wszelkie ewentualne szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Każda z opinii wyrażonych w niniejszej publikacji jest opinią własną autora opracowania i może ulec zmianie bez zapowiedzi.

Informacje i dane zawarte w tym materiale są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych i nie mogą stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Przetworzone informacje nie należy traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiejkolwiek instrumenty finansowe lub formy doradztwa inwestycyjnego lub innego doradztwa, jak również jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. **Przed nabyciem jednostek uczestnictwa Subfunduszu należy zapoznać się z informacjami o ALIOR Specjalistycznym Funduszu Inwestycyjnym Otwartym zawartymi w prospekcie informacyjnym**, w tym o polityce inwestycyjnej, uprawnieniach uczestników funduszu, opłatach i kosztach obciążających aktywa danego subfunduszu oraz o ryzyku inwestycyjnym subfunduszu, zawartymi w prospekcie informacyjnym ALIOR SFIO, tabeli opłat oraz w **kluczowych informacjach dla inwestorów (KIID)**. Prospekt informacyjny oraz kluczowe informacje dla inwestorów dostępne są w języku polskim na stronie internetowej <https://www.aliortfi.com/dokumenty.html> w odpowiedniej zakładce.

Przedstawione wyniki mają charakter historyczny (źródło: Alior TFI S.A.). Ani Towarzystwo, ani Subfundusz nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych, lub uzyskania określonych wyników w przyszłości. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi Subfunduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez Subfundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w Subfundusz. Wartość aktywów netto Subfunduszu może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Łopuszańska 38D, 02-232 Warszawa
T: +48 22 463 8888, F: +48 22 463 8889, E: biuro@aliortfi.com, W: www.aliortfi.com

Zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy
XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego

KRS: 0000350402, REGON: 142296921, NIP: 108-000-87-99
Kapitał zakładowy: 1 859 334,40 zł w pełni opłacony