



Grudzień 2021

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

PERSPEKTYWY NA 2022

Szanowni Państwo,

Mamy za sobą dwa lata zmagania z pandemią, poprzedzone całą dekadą ekstremalnie niskich stóp procentowych. Nie jest to sytuacja standardowa ani też – w perspektywie nadchodzącego roku – dająca komfort decydentom czy uczestnikom rynku. Jeszcze w 2020 roku głównym problemem było zatrzymanie działalności gospodarczej w niektórych branżach, a już w 2021 kłopotem stała się inflacja, do której z pewnością przyczyniły się środki mające zaradzić recesji. Przygotowując się do pisania tego komentarza, wróciliśmy do tekstu przewodniego komentarza sprzed roku ([LINK](#)) – tylko po to, by stwierdzić, że część tez i opinii wtedy przedstawionych dobrze się sprawdziło. Z perspektywy czasu musimy przyznać, że nie doszacowaliśmy jednak aż takiego rozbudzenia inflacyjnej bestii.

Paradoksalnie to właśnie o wyższej inflacji wszyscy marzyli przez większą część poprzedniej dekady, zwłaszcza w nekanych deflacją krajach Unii Europejskiej i w Japonii. Przedstawiano ją jako sposób wyjścia z narosłego w poprzednim kryzysie zadłużenia rządów, głównie krajów rozwiniętych. Dziś zadłużenie rządów zeszło chyba na dalszy plan, przynajmniej rzadko występuje w oficjalnym przekazie. Za to ujemne realne stopy procentowe, utrzymywane obecnie przez większość banków centralnych na świecie, wciąż będą napędzać popyt i przyczyniać się do utrzymywania inflacji powyżej poziomu znanego nam z nieodległej przeszłości. I możemy oczywiście mówić, że bankierzy centralni jedynie markują walkę z inflacją, ale z drugiej strony mają przecież świadomość, że zbyt radykalne zaostrzenie polityk pieniężnych może skończyć się źle dla wciąż wątpliwych po kryzysie pandemicznym gospodarek. Najgorsze, co mogłoby się zdarzyć w 2022 roku, to zaburzenie tej równowagi, tego balansowania między sytuacją, w której inflacja wymyka się spod kontroli, a mocniejszym „przykręceniem śruby” i stłamszeniem wzrostu gospodarczego.

Ryzyk inflacyjnych nie można jednak lekceważyć. W Polsce być może jesteśmy już blisko sytuacji, w której wysokie oczekiwania inflacyjne „zakotwiczą się” i w rozmowach przedsiębiorców z klientami, pracodawców z pracownikami pojawi się temat indeksowania kontraktów, płac itp. Nie pomaga Polski Ład, który z jednej strony akurat w tak newralgicznym momencie zmniejsza obciążenia podatkowe w grupie najmniej zarabiających, z drugiej jednak w obecnej sytuacji na rynku pracy prowokuje lepiej zarabiających (i często bardziej elastycznych na rynku pracy) do przedstawiania dodatkowych roszczeń płacowych motywowanych wzrostem obciążeń podatkowych.

Gdzie więc w sytuacji wciąż podwyższonej inflacji szukać zarówno okazji inwestycyjnych, jak i sposobów ochrony oszczędności przed inflacją? Choć obecna hossa trwa już prawie 13 lat, trudno wyobrazić sobie portfele bez komponentu akcyjnego – choć przy obecnym poziomie stóp procentowych można powoli myśleć o stopniowym przesuwaniu środka ciężkości w kierunku ekspozycji dłużnych. Kilkuletnie polskie papiery skarbowe (lub jeszcze lepiej – emitowane przez PFR czy BGK) oferują dzisiaj bowiem średnioroczną stopę zwrotu w przedziale 4-5%. W perspektywie kilku lat, gdy po podwyżkach stóp przyjdzie spowolnienie gospodarcze i ochłodzenie inflacji, papiery te mogą oferować interesujące realne stopy zwrotu.

Jeszcze korzystniej, z realną szansą na dośnięcie inflacji, wyglądają perspektywy naszych funduszy obligacji korporacyjnych. Większość naszych portfeli stanowią bowiem obligacje zmiennoprocentowe, których oprocentowanie będzie już niedługo aż o 3-4 punkty procentowe wyższe, niż jeszcze kilka tygodni temu – a to powinno znaleźć odzwierciedlenie w przyszłych stopach zwrotu. W takich okolicznościach należałoby również oczekiwać mocnego schłodzenia hossy na rynku nieruchomości, gdyż w końcu jest alternatywa dla zerowych stóp procentowych.

Podsumowując, przy wyższych stopach procentowych oczekujemy wyższych stóp zwrotu i życzymy Państwu by co najmniej chroniły one realną wartość pieniądza, a może i pozwoliły wypracować realny zysk.

Z poważaniem,

Zespół Noble Funds TFI S.A.

WYDARZENIE MIESIĄCA

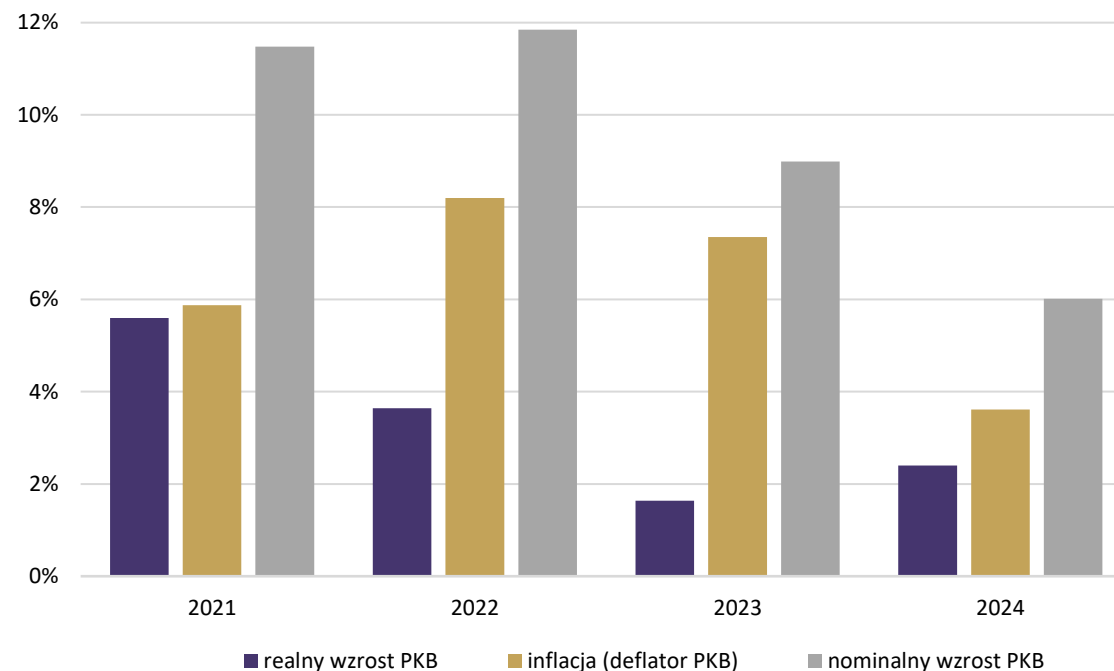
Otoczenie inwestycyjne pozostaje bardzo dynamiczne. Nowy wariant koronawirusa, ciągle zaskakująca w górę inflacja, banki centralne, które tracą cierpliwość, a do tego jeszcze kryzys energetyczny. Trudno w takich warunkach budować założenia makroekonomiczne oraz rynkowe, co do których istnieje szeroki przedział ufności. Budując portfel inwestycyjny i zarządzając oszczędnościami coś jednak zakładać w każdym momencie musimy, mimo dużej dynamiki zdarzeń oraz wielu elementów niepewności. **Pokusiliśmy się więc o zbudowanie wstępnego, niepewnego, ale jednak scenariusza bazowego dla polskiej gospodarki. Spodziewamy się w niej nasilenia trendów stagflacyjnych.**

Realny wzrost PKB w 2021 roku pozostawał bardzo dynamiczny. Cały rok skończy się bowiem najprawdopodobniej wzrostem realnego PKB o ponad 5.5% r/r. Dodając do tego podwyższoną inflację gospodarka nominalnie urośnie znacznie powyżej 10%. W międzyczasie jednak inflacja usztywniła i utrwaliła się, zaś kryzys energetyczny doprowadził do skokowego wzrostu cen gazu oraz energii. Sytuacja robi się więc wyjątkowo trudna dla realnej ekspansji. Realny dochód rozporządzalny spada, a podwyżki stóp są niezbędne do zatrzymania spirali płacowo-cenowej na rynku pracy. Dodatkowo, tzw. „tarcze” mające przeciwdziałać wzrostowi cen są w dużej mierze działaniami podnoszącymi inflację w średnim terminie. W rezultacie inflacja również w 2023 roku może

pozostać podwyższona, zaś realny wzrost PKB, pod ciężarem właśnie inflacji, kryzysu energetycznego oraz podwyżek stóp procentowych, stopniowo schodzić poniżej potencjału.

Jak powyższe założenia makro można przełożyć na obszar inwestycji? Wydaje się, że kolejny rok z dwucyfrowym wzrostem nominalnego PKB powinien być dobrym środowiskiem dla rynku akcji. Niemniej jednak należy pamiętać, że branże szczególnie narażone na kryzys energetyczny i podwyżki stóp procentowych mogą znaleźć się w trudniejszym położeniu. Selekcja odpowiednich sektorów i spółek będzie więc wyjątkowo ważna w 2022 roku. Podobnie sytuacja ma się na rynku obligacji korporacyjnych. Wyższe stopy procentowe przełożą się na wyższe stopy zwrotu z obligacji korporacyjnych tylko, jeżeli ograniczymy ryzyko niewypłacalności. To wydaje się realne w 2022 roku, ale nasza uwaga powinna coraz bardziej sięgać lat późniejszych. Z kolei na rynku obligacji skarbowych trend stagflacyjny to trudne otoczenie, ale schłodzenie gospodarki powinno, co prawda z opóźnieniem, ale jednak chłodzić i inflację, co może pozwolić na obniżki stóp procentowych pod koniec 2023 roku.

Bazowe założenia makroekonomiczne dla Polski



Źródło: analiza własna Noble Funds TFI.

RYNEK AKCJI

Grudzień odpowiednio przypieczętował bardzo dobry miniony rok na rynkach akcji. Zdecydowana większość indeksów odnotowała wzrosty w ostatnim miesiącu, a szczególnie pozytywnie wyróżniały się giełdy Europy Zachodniej. I nie przeszkadzał tu fakt, że nowy wariant koronawirusa, Omikron, szybko zaczął dominować w zakażeniach, a ich liczba na Starym Kontynencie (ale i w USA) wzrosła do poziomów nieobserwowanych w trakcie pandemii. Teza, iż wariant ten jest dużo bardziej zakaźny, ale i mniej agresywny, jest na razie podtrzymana. Tak też wydawały się to rozgrywać rynki, choć oczywiście końcówka roku rządzi się swoimi prawami i często wydarzenia okołorynkowe schodzą chwilowo na dalszy plan.

Główny indeks amerykańskiej giełdy S&P500 zyskał w samym grudniu 4%, a indeksy europejskie rosły po 5-6%. W całym 2021 roku S&P500 wzrósł o solidne 27%, francuski CAC40 wypadł jeszcze lepiej (+29%), natomiast niemiecki DAX odnotował 16% wzrostu. Ogólnoświatowy indeks rynków rozwiniętych MSCI World zyskał 22%, podczas gdy jego odpowiednik dla rynków wschodzących stracił 2%. Gdybyśmy jednak z indeksu MSCI Emerging Markets wyłączyli Chiny, to tak liczony indeks pokazałby nie spadek, a wzrost o 11%.

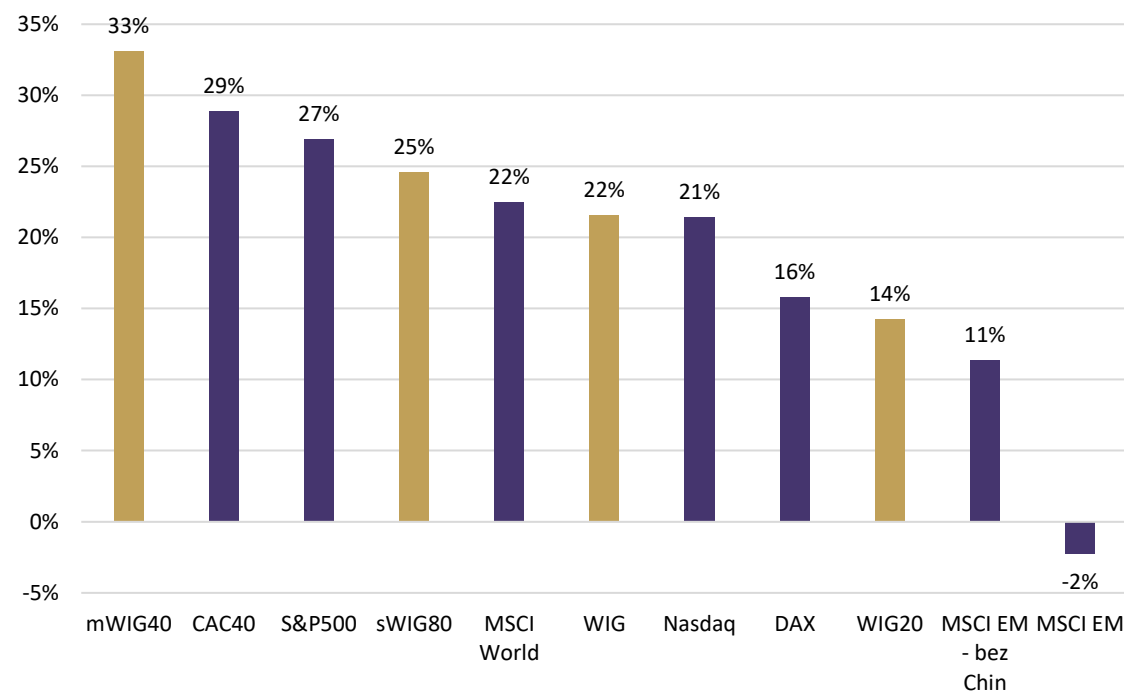
Na tym tle bardzo korzystanie wypadła warszawska giełda. W grudniu indeks WIG zyskał 2%, a cały rok zakończyliśmy wzrostem

o mocne 21%. Zdecydowanie najlepiej w ubiegłym roku wypadły średnie spółki, gdyż mWIG40 dodał aż 33%, mocno wspierany przez sektor bankowy. Indeks małych spółek sWIG80 zyskał 25%, a WIG20 15%.

Spore poruszenie na GPW, ale oczywiście i na całym rynku finansowym w Polsce, spowodowały nowe taryfy URE dot. cen gazu oraz energii. Mocny wzrost stawek jeszcze bardziej podnosi ścieżkę inflacji, a tym samym i zakres podwyżek stóp procentowych. To wsparło w końcówce roku sektor bankowy, który od początku listopada był w korekcie.

Problem wysokiej inflacji zdecydowanie jest problemem globalnym. Jej przyhamowanie wydaje się być warunkiem koniecznym do kontynuacji ożywienia w światowej gospodarce, a tym samym hossy na giełdach. Pierwsza połowa 2022 r. powinna więc obfitować w szereg działań podejmowanych przez banki centralne, w tym amerykański Fed. Proces dostosowań polityki Fed może prowadzić do większej zmienności na rynkach, ale historycznie pierwsze podwyżki stóp w USA nie kończyły hossy. Kończyła ją nadchodząca recesja (cykl podwyżek był już wtedy zakończony), której na razie nie widać. Ostateczne opanowanie pandemii i przywrócenie względnie normalnego funkcjonowania łańcuchów dostaw to kolejne ważne cele istotne dla podtrzymania dobrej koniunktury na rynkach.

Wyniki wybranych indeksów w 2021 roku



Źródło: stooq.pl, msci.com.

RYNEK OBLIGACJI

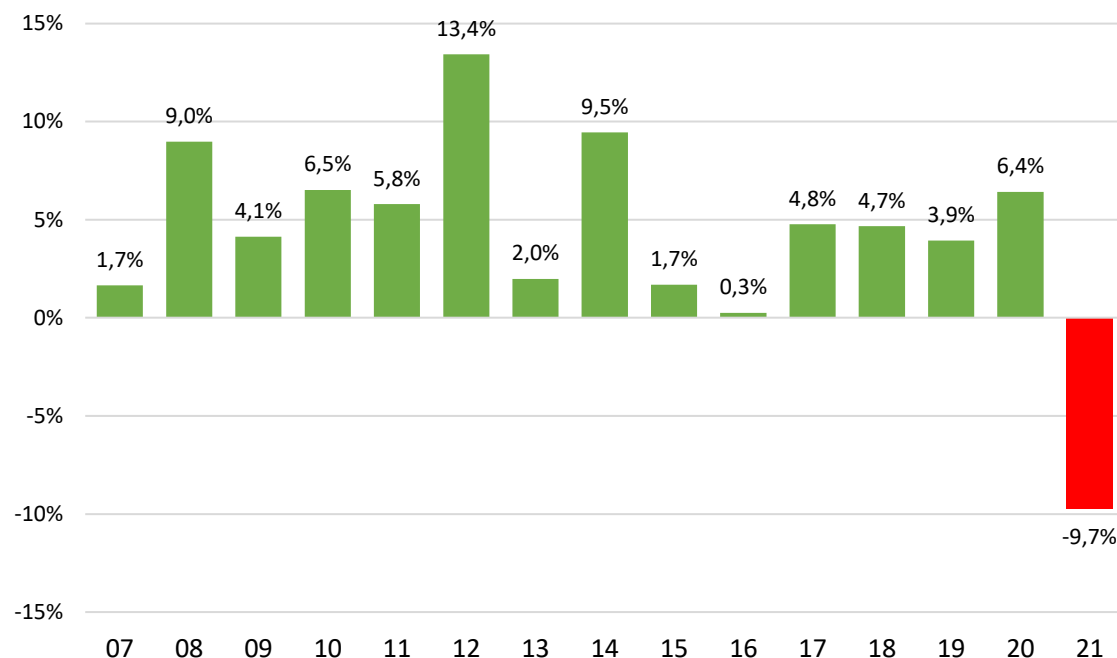
W ubiegłym miesiącu Fed pozostawił stopy procentowe w USA bez zmian, ale zapowiedział przyspieszenie tempa redukcji skupu aktywów. Z tzw. „minutek”, czyli zapisu dyskusji podczas posiedzenia, wynika, że **podwyżki stóp w USA mogą się rozpocząć szybciej niż dotychczas szacowali członkowie Fed**. Obecnie oczekuje się, że pierwsza podwyżka o 25 pkt. bazowych może mieć miejsce już w marcu, a łączna liczba podwyżek w całym roku wyniesie co najmniej 3. W kolejnym kroku amerykański bank centralny może dodatkowo rozpocząć proces sprzedaży aktywów skupionych w ramach luzowania ilościowego. Płynne wygaszenie zakupów dokonywanych w ramach pandemicznego programu wsparcia planuje przeprowadzić również Europejski Bank Centralny.

W grudniu oraz na początku stycznia **RPP dokonała dwóch kolejnych podwyżek stóp procentowych po 50 pkt. bazowych**. Takie ruchy były zgodne z oczekiwaniami, ale polskie obligacje skarbowe są w ostatnim czasie pod dużą presją. Związana jest ona przede wszystkim z wprowadzaniem kolejnych „tarcz antyinflacyjnych”. Działania te obniżą szczyt inflacji, ale też spowodują rozciągnięcie jej na dłuższy okres. W efekcie stopy procentowe być może będą musiały być na podwyższonym poziomie przez dłuższy okres czasu. Na najbliższych posiedzeniach RPP spodziewamy się kontynuacji cyklu, pomimo że będą się one odbywać już w nowym składzie osobowym.

Zakończony rok okazał się być fatalnym dla obligacji. **Polski indeks TBSP stracił blisko 10%, co jest pierwszą roczną stratą od jego powstania w 2007 roku**. Indeks FTSE WGBI, czyli światowych obligacji skarbowych o ratingu inwestycyjnym, zanotował najgorszy wynik od powstania w 1984 roku. Również amerykańskie obligacje skarbowe zaliczyły jeden z najstarszych okresów w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat. Nie oznacza to jednak, że na inwestycjach w instrumenty dłużne w 2021 roku nie można było zarobić. Amerykańskie obligacje korporacyjne o ratingu spekulacyjnym przyniosły zysk w wysokości blisko 4%. Jeszcze lepiej radziły sobie amerykańskie obligacje inflacyjne, osiągając wynik nawet ponad 5%.

Również bieżący rok prawdopodobnie nie będzie łatwy dla obligacji. **Rozpoczęte cykle podwyżek stóp procentowych oraz przyszłe podwyżki uwzględnione już w wycenie obligacji skarbowych i ich bieżąca rentowność stanowią jednak obecnie dużą poduszkę bezpieczeństwa dla inwestorów**. Brak owej poduszki w ubiegłym roku spowodował, że straty były bardziej dotkliwe. Również obligacje korporacyjne powinny sobie nieźle radzić, ale na przestrzeni roku inwestorzy mogą nabrać obaw odnośnie kondycji poszczególnych emitentów w obliczu rosnących stóp procentowych i potencjalnego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Obligacje inflacyjne są z kolei drogie i może im być ciężko znaleźć przestrzeń do dalszych wzrostów cen.

Roczne stopy zwrotu z indeksu polskich obligacji skarbowych TBSP



Dane od powstania indeksu w 2007 roku.

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

PODSUMOWANIE MAKRO

Miniony rok zakończyliśmy mocnym akcentem, jeśli chodzi o publikowane dane makroekonomiczne z polskiej gospodarki. Dużo lepsze od prognoz odczyty ze sfery realnej wspierają kontynuację cyklu zacieśniania polityki monetarnej w Polsce w dalszej części roku. Za granicą nieco lepiej od prognoz wypadły dane płynące ze strefy euro oraz Chin, z kolei słabsze od oczekiwań okazały się publikacje z USA.

Grudzień był bardzo interesującym miesiącem w chińskiej gospodarce. Tamtejszym władzom od pewnego czasu nie podoba się siła juana, który znajduje się na najwyższym poziomie względem dolara od początku 2018 roku. Zbyt silna waluta może ograniczać aktywność gospodarczą, stąd decyzja o podjęciu kroku nakierowanego na zatrzymanie dalszej aprecjacji. Ludowy Bank Chin (PBoC) zwiększył od połowy grudnia rezerwę obowiązkową dla depozytów zagranicznych z 7% do 9%, którą muszą utrzymywać banki. Podobny ruch został wykonany w połowie ubiegłego roku, wówczas kurs juana uległ umiarkowanej deprecjacji.

Poza tym PBoC zdecydował o obniżce stopy rezerwy obowiązkowej o 50 punktów bazowych (pb), co miało na celu uwolnienie dodatkowej płynności. W całym 2021 roku Chiny zredukowały tę stopę o 1 pkt. proc. Ostatnim krokiem było także obniżenie rocznej stopy pożyczkowej o 5pb. Była to pierwsza redukcja od wiosny 2020 roku. Wszystkie te kroki

sygnalizują, iż Chiny będą prowadzić politykę nacelowaną na zapewnienie stabilności gospodarczej oraz wspieranie wzrostu. To implikowałoby odwrócenie niekorzystnego trendu na dynamice akcji kredytowej.

Podsumowując cały ubiegły rok można bez wątplenia powiedzieć, że główna uwaga systematycznie kierowana była w stronę inflacji. Wiele na to wskazuje, że obecnie możemy być bliscy inflacyjnego szczytu w wielu gospodarkach, choć nie wszędzie musi to oznaczać rychły spadek dynamiki wzrostu cen. Ponadto istotnym czynnikiem w tym względzie będzie tempo normalizacji zatorów podaży, którego przyspieszenie mogłoby zauważalnie zdynamizować spadek inflacji.

W Polsce na skutek tarczy antyinflacyjnej nastąpi rozciągnięcie w czasie wpływu wzrostu cen regulowanych (energia elektryczna, gaz), co może skutkować tym, że zamiast wyraźnego szczytu ujrzymy „inflacyjny płaskowyż”, z którego nastąpi systematyczne zejście na niższe poziomy. Hamowanie procesów inflacyjnych w Polsce będzie również systematycznie wzmacniane przez działania po stronie polityki pieniężnej oraz fakt, że kanał kredytowy nad Wisłą powinien mieć większą siłę w porównaniu z Czechami czy Węgrami z uwagi na znacząco wyższy udział kredytów hipotecznych opartych o zmienną stopę.

Roczna dynamika impulsu kredytowego w Chinach



Źródło: Bloomberg .

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Ostatni miesiąc poprzedniego roku był kontynuacją bardzo słabych tendencji na rynku długu w 2021 roku i przypieczętował tragiczny okres dla polskiego długu skarbowego. W tym środowisku słabe wyniki zanotowały również wszystkie fundusze dłużne Noble Funds TFI oparte w dużym stopniu o polskie obligacje skarbowe. **Noble Fund Obligacji**, **Noble Fund Konserwatywny** oraz **Noble Fund Strategii Dłużnych** zakończyły grudzień oraz cały 2021 roku na dużych minusach. Polski rynek obligacji cały czas znajduje się pod presją bardzo wysokiej inflacji, która wymusza coraz silniejsze podwyżki stóp.

Fundusze akcyjne:

Grudzień przyniósł rynkom akcyjnym odreakowanie po listopadowej korekcie. Wyniki naszych benchmarków były następujące: indeks europejski zyskał 5,6%, amerykański 4,6%, a polski 2,2%. Słabiej zachowywały się mniejsze spółki, które znalazły się na symbolicznym plusie. Nasze cztery fundusze akcyjne osiągnęły zbliżone do siebie stopy zwrotu 2,4-3,1%, co oznacza słabszy relatywny wynik funduszy zagranicznych. **Noble Fund Małych i Średnich Spółek** zaliczył niezłą końcówkę roku, osiągając najlepszy wynik w swojej kategorii i pokonując benchmark o 2,5 punkty procentowe. **Noble Fund Akcji Polskich** zyskał 2,4%, nieznacznie powyżej benchmarku, głównie dzięki dobrej selekcji spółek finansowych. **Noble Fund Akcji Europejskich** osiągnął nominalnie dobry wynik (+3,1%), ale wypadł relatywnie gorzej na tle indeksu Stoxx 600, za sprawą naszego mało agresywnego

pozycjonowania w obliczu powracających ryzyk, związanych z nowym wariantem koronawirusa. W przypadku **Noble Fund Akcji Amerykańskich** wyglądało to podobnie – wynik blisko 3% na plusie, ale poniżej szerokiego rynku. Wśród przyczyn relatywnej słabości można wymienić przeważenie w spółkach IT oraz półprzewodników, które zaliczyły słabszy miesiąc.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Stabilny (większy komponent akcyjny) oraz **Noble Fund Emerytalny** (mniejszy udział akcji) słabo zakończyły trudny dla nich rok, tracąc w grudniu w obu przypadkach ponad 2%, za sprawą części dłużnej. Spadkom w grudniu nie oparł się również **Noble Funds Strategii Mieszanych**, jednak były one znacznie mniejsze niż w przypadku pozostałych funduszy mieszanych z racji mniejszej ekspozycji na polskie obligacje skarbowe.

Co przed nami? Pozostajemy umiarkowanie pozytywnie nastawieni do rynków akcyjnych. Ożywienie ciągle trwa, a na horyzoncie mamy mocne trendy strukturalne. Jednocześnie, główne indeksy są blisko historycznych szczytów, a podwyższona zmienność może towarzyszyć rynkom, ze względu na trudny do przewidzenia dalszy przebieg pandemii oraz nadchodzące podwyżki stóp procentowych w USA. Na rynku długu wyższe stopy procentowe zaczną z kolei stopniowo odkładać się w wynikach z funduszy.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	-0,91%	-4,57%	-4,93%	-5,26%	0,85%	6,10%
Noble Fund OBLIGACJI	-4,09%	-11,05%	-12,63%	-14,15%	-0,94%	3,04%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	-1,75%	-6,46%	-7,06%	-7,57%	-	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	-2,42%	-7,49%	-8,99%	-9,98%	-	-
Noble Fund STABILNY	-2,08%	-6,96%	-8,80%	-9,28%	7,89%	4,64%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	-0,52%	-2,78%	-3,35%	-	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	2,96%	6,29%	2,21%	9,28%	-	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	3,05%	3,22%	5,30%	11,61%	-	-
Noble Fund AKCJI POLSKICH	2,41%	-2,25%	5,73%	20,90%	37,34%	26,45%
Noble Fund AKCJI MIŚŚ	2,70%	-0,64%	-0,30%	10,49%	43,10%	21,10%

ZESPÓŁ



Paweł Homiński, CFA
Prezes Zarządu



Mikołaj Raczyński, CFA
Członek Zarządu



Jarosław Riopka
Dyrektor ds. Długu
Korporacyjnego



Mateusz Krupa, CFA
Zarządzający Funduszami



Bartosz Tokarczyk, CFA
Młodszy Zarządzający
Funduszami



Paweł Jańczak
Ekspert ds. Długu
Korporacyjnego



Arkadiusz Balcerowski
Analityk



Tomasz Smolarek
Analityk



Michał Skowroński
Trader

NOBLE FUNDS

TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na moment przekazania niniejszego dokumentu odbiorcy i mogą ulegać zmianie w późniejszym okresie. W takim przypadku Noble Funds TFI S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Noble Funds TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Przedstawione informacje finansowe są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa Funduszy/Subfunduszy wiąże się z ryzykiem, a Fundusze/Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych ani uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Uczestnicy Funduszy/Subfunduszy muszą się liczyć z możliwością utraty części lub całości wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa uzależniona jest od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez Subfundusz oraz od wysokości opłaty manipulacyjnej i podatku od dochodów kapitałowych. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego. W konsekwencji, dochód z zainwestowanych środków może ulec zwiększeniu lub zmniejszeniu a potencjalne korzyści z inwestowania w Fundusze mogą zostać zmniejszone o pobrane podatki i opłaty wynikające z przepisów prawa, taryf opłat oraz prowizji.

Z poważaniem

Zespół Noble Funds TFI S.A.