



Wrzesień 2022

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

WYDARZENIE MIESIĄCA

Dla doświadczonych inwestorów kryzysy walutowe czy załamania rynków obligacji nie są niczym nowym. Wydarzenia te zwykle dotykały jednak rynków wschodzących, omijając szerokim łukiem kraje rozwinięte, w tym zwłaszcza kraje, których waluty uznawane są za waluty rezerwowe. **Mijający miesiąc pokazał jednak, iż w obecnych uwarunkowaniach makroekonomicznych nawet największe gospodarki świata narażone są na ryzyko niestabilności.**

Europa zмага się obecnie z poważnym kryzysem. Ceny nośników energii istotnie wzrosły, a w większości są to dla europejskich krajów dobra importowane. Mamy więc do czynienia z tzw. szokiem *terms-of-trade*, czyli zjawiskiem, w którym ceny importu rosną dużo mocniej od cen eksportu. Prowadzi to do przesunięcia równowagi bilansu płatniczego i zwiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących. Modelowym rozwiązaniem na przywrócenie równowagi zewnętrznej powinno być zwiększenie stopy oszczędności, jednak trudno to osiągnąć przy ujemnych realnych stopach procentowych. Woli takiej nie wykazują również sami politycy, którzy w obawie przed wyborcami wolą raczej dodawać kolejne pakiety stymulacyjne, niż ogłaszać potrzebę „zaciskania pasa”. Inwestorzy zaczynają więc coraz bardziej obawiać się o stabilność europejskich walut.

Dodatkowo wszystko komplikuje inflacja. Gdyby ta znajdowała się w celu banków centralnych to mechanizm dostosowania równowagi

(De)stabilizująca polityka fiskalna

zewnętrznej przez słabszy kurs walutowy byłby dużo bardziej akceptowalny. Przy obecnych poziomach inflacji osłabienie waluty wymaga jednak zdecydowanej reakcji banku centralnego. Wszystko to prowadzi do błędnego koła, w którym odpowiedzią na strukturalny problem energetyczny jest cykliczne stymulowanie fiskalne, które musi zostać złagodzone zacieśnianiem polityki monetarnej. W rezultacie żaden problem nie zostaje rozwiązany, a przesuwają się w górę jedynie neutralna stopa procentowa oraz oczekiwania inflacyjne.

Zamieszanie z funtem brytyjskim oraz rynkiem tamtejszych obligacji to istotne ostrzeżenie dla krajów, które mierzą się z podobnymi problemami jak Wielka Brytania. **Nierównowagi zewnętrznej nie da się bowiem skorygować stymulacją fiskalną.** Bank Anglii opanował ostatecznie panikę na rynku obligacji długoterminowych (wykres) i GBP, jednak inwestorzy nadal szukają nowego punktu równowagi dla wyceny brytyjskich aktywów. Co więcej, istotnie w górę przeszacowują wycenę stóp procentowych, która w przypadku Wielkiej Brytanii osiągnęła już 5,5%. Taki szok stopy procentowej to dodatkowy ruch tektoniczny dla już i tak rozchwianej pandemią i kryzysem energetycznym gospodarki.

Inwestorzy z wrześniowej lekcji powinni wynieść przede wszystkim informację, iż zmienność cen aktywów pozostanie wysoka, a inflacja będzie bardziej uporczywa, dopóki nie zmienią się mechanizmy polityki fiskalnej.

UK: rentowność 30-letnich obligacji TIPS* (%)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

*TIPS = Treasury Inflation Protected Securities, obligacje indeksowane do inflacji

RYNEK AKCJI

Tylko sam początek września dał jakiegokolwiek złudzenie, że miano najgorszego miesiąca dla akcji tym razem pozostanie jedynie historyczną statystyką. Wydarzenia w kolejnych tygodniach potoczyły się jednak zupełnie inaczej. I choć nie był to najłagodniejszy miesiąc w tym roku (co jest marnym pocieszeniem, bo pokazuje jak słabe są w tym roku rynki akcji), to niemniej jednak przyniósł solidną wyprzedzą. Większość głównych indeksów, w tym polskie, pogłębiło tegoroczne dołki, wymazując z nawiązką wakacyjną korektę wzrostową. Indeks S&P500 stracił we wrześniu ponad 9%, a niemiecki DAX i francuski CAC40 spadły po blisko 6%. Nasz WIG cofnął się natomiast do poziomu 46 tys. punktów, tracąc w ostatnim miesiącu 8%. Indeks największych spółek WIG20 zszedł z kolei poniżej 1 400 punktów, gdzie ostatni raz „był widziany” w pamiętnym marcu 2020, czyli w szczycie paniki COVID-owej.

Rynki akcji mierzyły się we wrześniu z silnie rosnącymi rentownościami obligacji. Ciągłe niezła kondycja gospodarki amerykańskiej nie pozwala na szybsze hamowanie presji inflacyjnej, a z kolei presja na ceny energii wzmacnia inflację w UE. To podnosiło we wrześniu oczekiwania co do docelowych poziomów stóp procentowych, a przy rosnących rentownościach naturalnie akcje traciły na atrakcyjności.

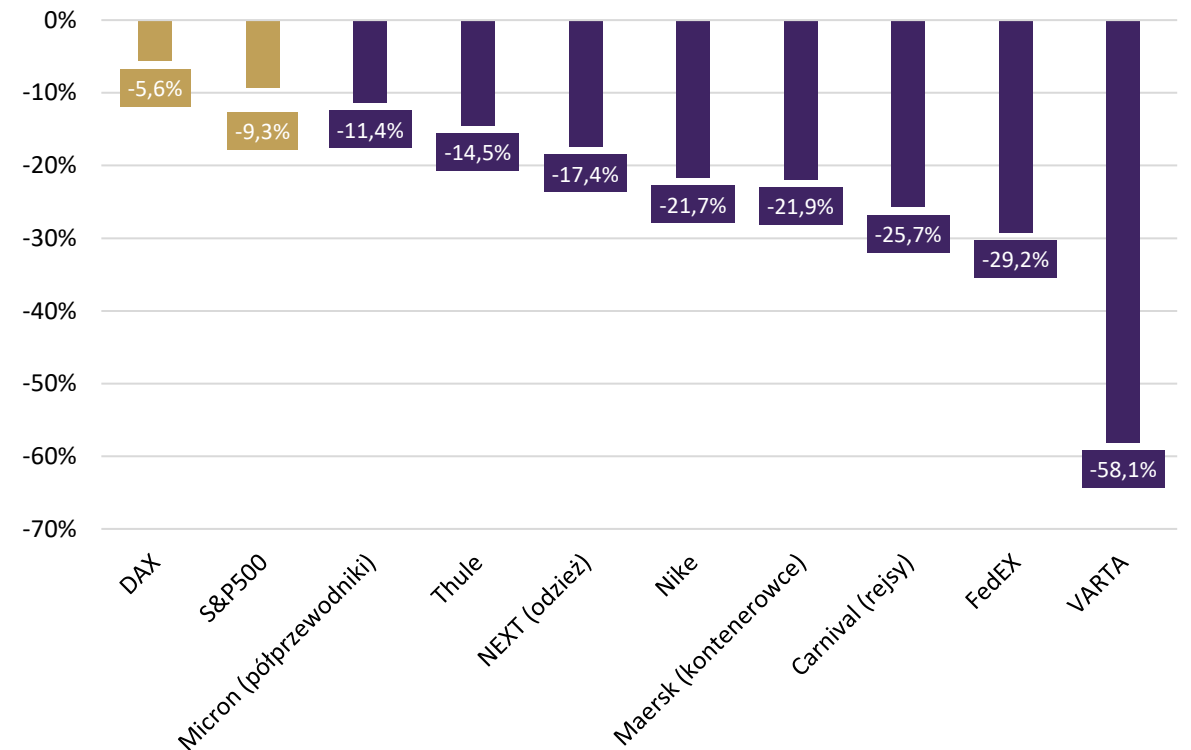
W Polsce mieliśmy natomiast też własne, specyficzne tematy. A była to przede wszystkim propozycja dodatkowego opodatkowania „nadzwyczajnych” zysków spółek. Nie była S&P500 3585,62 (-9,34%) | Eurostoxx600 387,85 (-6,57%) | DAX 12114,36 (-5,61%) | Nasdaq 10575,62 (-10,50%) | WIG20 1377,9 (-9,84%) | mWIG40 3552,54 (-7,45%)

to wprowadzie nowość, takie propozycje są dyskutowane na szczeblu unijnym i doskonale widzieliśmy w sierpniu pierwszą mocniejszą próbę rozgrywania tego tematu na GPW. Niemniej jednak sama forma prezentacji tej propozycji, jej zakres i fakt, że zbiegło się to z fatalnymi nastrojami na globalnych rynkach, to wszystko mocno poturbowało krajowe akcje w ostatnim tygodniu września. Uważamy, że propozycja będzie jeszcze modyfikowana. Co najmniej niezrozumiałe jest choćby dodatkowe opodatkowanie podmiotów prywatnych, które nie odnoszą żadnych bezpośredniej korzyści z kryzysu energetycznego. Wprowadzenia takiego rozwiązania uważamy też za niebezpieczny precedens, jeśli chodzi o konkurencyjność naszej gospodarki.

Wracając do kwestii globalnych, wrzesień przyniósł również sporo negatywnych sygnałów ze spółek (tzw. *profit warnings*). FedEx, czyli spółka, która dobrze widzi globalny popyt, mocno zaniepokoił inwestorów swoją słabą prognozą. VARTA, niemiecki producent baterii, pokazała, co może czekać biznes, kiedy do drożęjącej energii dodamy słabnący popyt. Nike z kolei mocno nadbudowało zapasy i musi się ich pozbyć. Niemniej jednak takie sygnały też w pewnym sensie przygotowują rynek na październikowy sezon wyników kwartalnych.

Pozostajemy sceptyczni co do rynku akcji, ale nie wykluczamy choćby krótkoterminowej próby odbicia indeksów z mocno wyprzedanych poziomów.

Zestawienie wrześniowych zmian na S&P500 i DAX oraz wybranych spółkach, które zasygnalizowały we wrześniu gorsze wyniki.



Źródło: Bloomberg

RYNEK OBLIGACJI

W odpowiedzi na utrzymującą się lub rosnącą presję inflacyjną oraz mocny rynek pracy, we wrześniu główne banki centralne (w tym polski) podnosiły stopy procentowe, kontynuując zacieśnianie polityki monetarnej. Decyzjom o podwyżkach towarzyszyły silnie jastrzębia retoryka oraz zapowiedzi dalszego podnoszenia stóp procentowych. Jednocześnie tonowano oczekiwania co do potencjalnych obniżek stóp w przyszłym roku. **Stopy procentowe wg najnowszej wykładni mają być wyższe i pozostać na wyższych poziomach na dłużej (czyli poza 2023 r.).** Przy czym im bardziej zachowawcze były działania banków centralnych wcześniej, tym agresywniejsze komentarze i zacieśnianie obecnie.

Rynkowe oczekiwania stóp zakładają osiągnięcie stopy docelowej w 2023 roku przez amerykański Fed na poziomie 4,5% vs obecnie 3,25%, w Anglii na poziomie 5,5% vs obecnie 2,25%, w strefie euro na poziomie 2,75% vs obecnie 1,25%, a w Polsce 7,25% vs obecnie 6,75%.

Chłodzenie gospodarek przyspiesza erozja dochodów gospodarstw domowych wywołana przez kryzys energetyczny. W celu ulżenia domowym budżetom rządy podejmują szereg działań fiskalnych, zarówno zwiększając wydatki lub/i obniżając podatki. Będzie to prowadziło do większego zadłużania państw i stwarza dodatkową presję na obligacje.

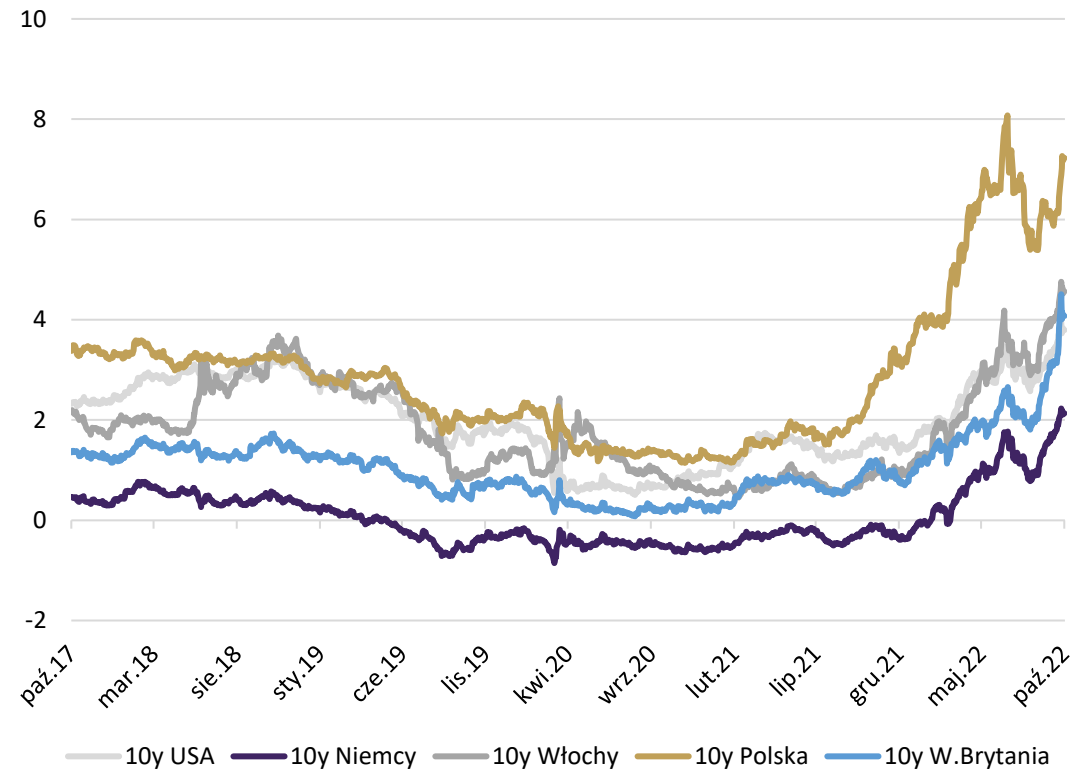
Eskalacja wojny na Ukrainie, nowy budżet

w Wielkiej Brytanii, a w Polsce - tarcia w koalicji rządzącej oraz propozycje nowych ustaw/podatków wpływają na zwiększoną niepewność, która znajduje odbicie na przykład poprzez słabnącą złotówkę i mocniejszego dolara (względem prawie wszystkich walut) oraz niestety przez spadające ceny obligacji. W rezultacie przecena na rynku obligacji była we wrześniu gwałtowna i szeroka. Nie ominęła ani rynków rozwiniętych ani rozwijających się. Towarzyszyła temu duża zmienność i nieprzewidywalność.

Należy jednak pamiętać, że spadek cen obligacji to jednocześnie większa rentowność do wykupu, większa dochodowość. Realne stopy procentowe (po uwzględnieniu inflacji) mają w Stanach Zjednoczonych dodatnie poziomy, czyli średnioroczny dochód jest już powyżej prognozowanej stopy inflacji.

Otoczenie makroekonomiczne w ostatnich latach, określające inwestycje w akcje chwytliwym skrótem TINA (There Is No Alternative – nie ma alternatywy), zamienia się teraz w TARA (There Are Reasonable Alternatives – istnieją rozsądne alternatywy) – zwracając uwagę właśnie na rosnącą atrakcyjność obligacji. Duża zmienność jest zjawiskiem trudnym do zaakceptowania, jednak zdyscyplinowane podejście do inwestycji i kontrolowanie emocji zwłaszcza w okresie zwiększonej niepewności, w dłuższej perspektywie przynosi wymierne korzyści.

Rentowność 10 letnich obligacji skarbowych



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

PODSUMOWANIE MAKRO

Napływające w ostatnich tygodniach dane makroekonomiczne z głównych gospodarek były najczęściej zgodne z oczekiwaniami ekonomistów. To wyraźna poprawa względem tego, co widzieliśmy na początku wakacji, kiedy dane z USA, UE i Chin szeroko rozczarowały. Niemniej jednak to, iż odczyty pokrywają się z konsensusem prognoz, nie oznacza, że sytuacja makroekonomiczna na świecie poprawia się. **Oczekiwania analityków co do danych makro zostały po prostu odpowiednio skorygowane w dół, a nadchodzące odczyty potwierdzają już tylko, że scenariusz spowolnienia realizuje się.**

Ciągle jednak nie można mówić o kryzysie w gospodarce. Rynek pracy, o którym więcej pisaliśmy w poprzednim miesiącu, nadal trzyma się mocno. W wielu miejscach świata widzimy bardzo niskie, często rekordowo niskie bezrobocie. Wzrost zatrudnienia w USA (dane do sierpnia) jest bardzo solidny. Średni miesięczny wzrost liczby pracowników w sektorze prywatnym za ostatnie 3 miesiące wyniósł blisko 380 tysięcy (i to już po kilku miesiącach obniżania się tych danych), podczas gdy w całej poprzedniej dekadzie w żadnym nawet pojedynczym miesiącu nie mieliśmy wyższego odczytu. Z kolei wyników powyżej 300 tysięcy było wówczas... zaledwie 6 na 120.

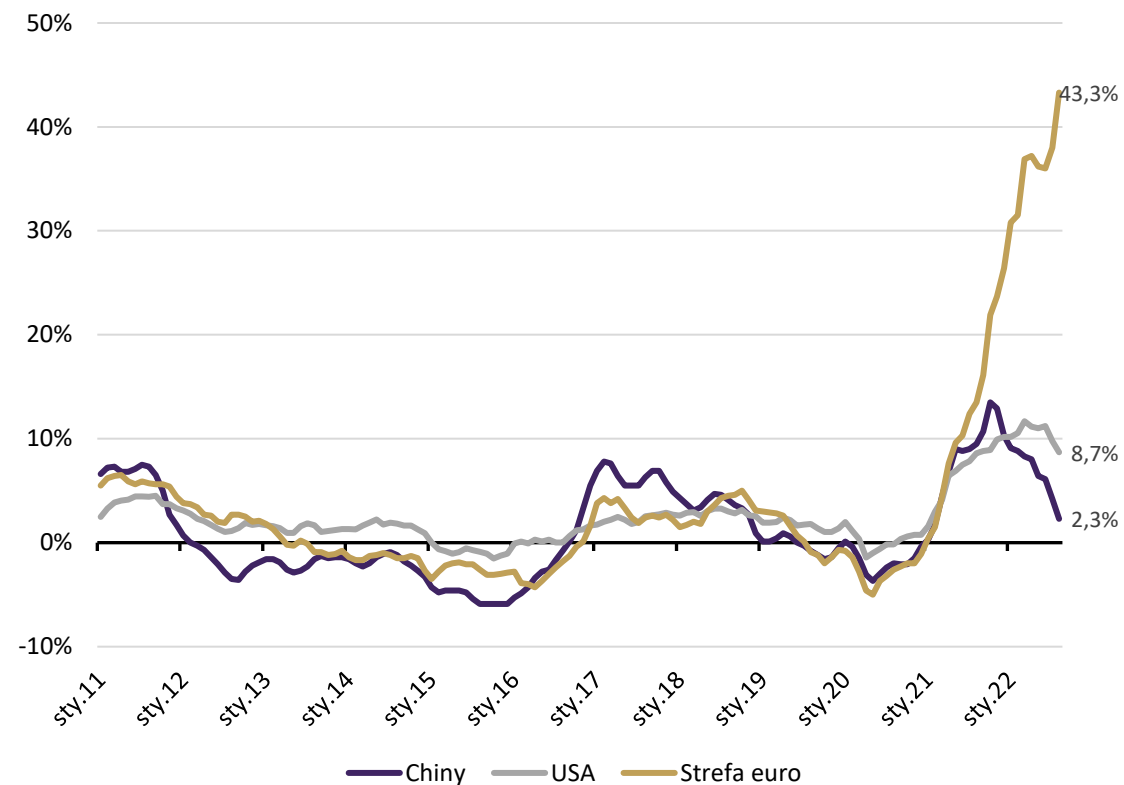
Z drugiej strony silny rynek pracy ogranicza spadki na inflacji – kluczowy problem światowej gospodarki. Ta znów dała się rynkom mocno we znaki w ostatnich tygodniach, gdyż jej odczyty szeroko na świecie przekraczały konsensus

prognoz. W Polsce wstępny odczyt CPI za wrzesień pokazał wynik 17,2% przy oczekiwanych 16,5%. Inflacja w strefie euro sięgnęła 10%, prawie 1 punkt procentowy więcej niż w sierpniu. W USA odczyt CPI również mocno rozczarował. W efekcie wrzesień był miesiącem, kiedy istotnie rosły oczekiwania co do skali zacieśniania polityki monetarnej. To też doprowadziło do sytuacji, w której odwrócenie krzywej rentowności amerykańskich obligacji mocno się pogłębiło, co statystycznie wyraźnie zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w USA w perspektywie kolejnych kilkunastu miesięcy.

W Europie nie widać też wsparcia dla hamowania inflacji ze strony cen energii. Wręcz przeciwnie. Coraz bardziej utrudniona staje się przez to analiza przyczyn wzrostu cen. Do inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii), co do zasady kontrolowanej przez narzędzia polityki monetarnej, w coraz większym stopniu zaczynają przenikać wyższe ceny energii. Rodzi to pytania o skuteczność rozwiązań monetarnych zaaplikowanych w celu jej zwalczania.

A jak duży problem mogą tworzyć ceny energii dla konkurencyjności Europy, już nie tylko samej ścieżki inflacji, pokazuje wykres obok. Podczas gdy inflacja cen producentów (PPI) poza Europą wyraźnie hamuje, to w strefie euro jeszcze przyspiesza i osiąga już bardzo wysokie poziomy.

Inflacja cen producentów PPI



Źródło: Bloomberg

RYNEK PRIVATE DEBT

We wrześniu spready kredytowe na europejskim i amerykańskim rynku obligacji korporacyjnych o ratingach spekulacyjnych kontynuowały wzrosty. **Spready ewidentnie wyceniają już ryzyko istotnego spowolnienia w największych gospodarkach i oczekiwania inwestorów odnośnie wyższych stóp zwrotu z tytułu inwestycji w dług korporacyjny.**

Cytat z ostatniego komunikatu EBC: „Bardzo wysokie ceny energii zmniejszają siłę nabywczą dochodów ludności, a zatory podażowe, mimo że się zmniejszają, nadal ograniczają aktywność gospodarczą. Ponadto niekorzystna sytuacja geopolityczna, zwłaszcza niezasadniona agresja Rosji wobec Ukrainy, odbija się na zaufaniu przedsiębiorstw i konsumentów” – dobrze oddaje to co obecnie dzieje się w gospodarce.

Monitorując nasze portfele typu private debt dużą uwagę przywiązujemy do analizy otoczenia na rynkach, na których operują nasi emitenci. Obawy o recesję, mocno rosnące ceny energii, jak i zastój na rynku kredytowym wpływają po części na sytuację firm, których działalność finansujemy. Z drugiej jednak strony wierzymy, że restrykcyjne struktury zabezpieczeń, liczne kowenanty zakazujące lub nakazujące emitentom określone zachowania, intensywny monitoring, aktywne podejście do każdej emisji i dialog z emitentami pozwalają nam na wypracowanie satysfakcjonujących wyników dla inwestorów w naszych funduszach private debt.

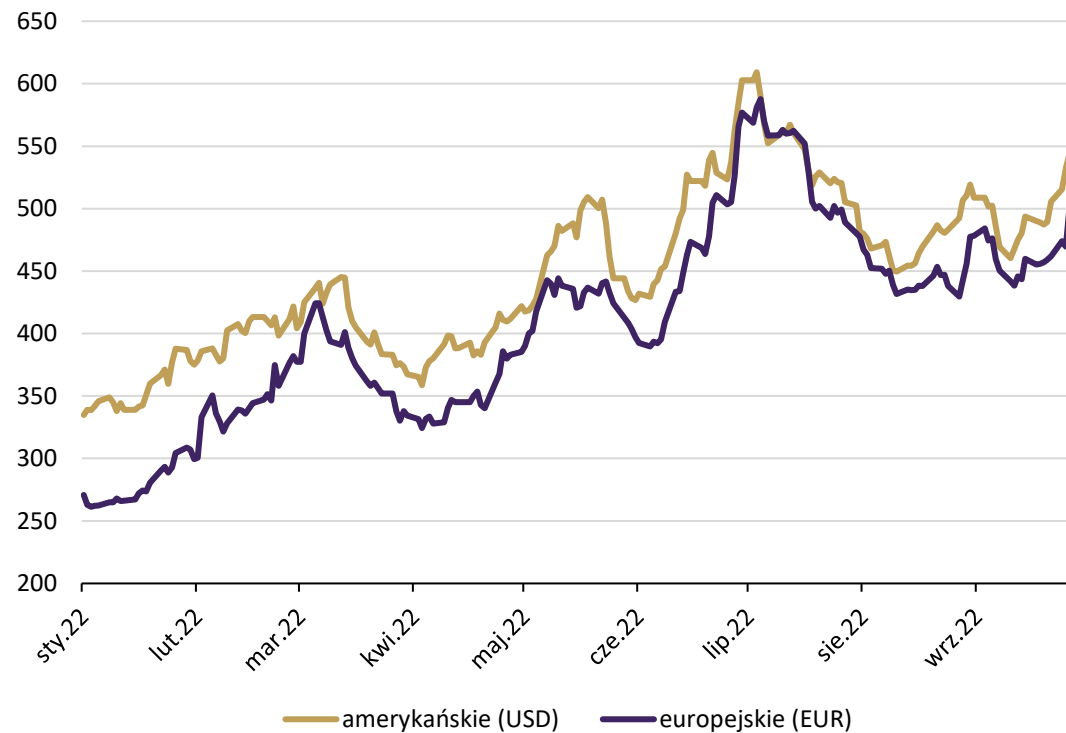
Wrzesień, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, okazał się spokojnym miesiącem na rynku

obligacji korporacyjnych w Polsce. Echo Investment S.A. i PGF S.A. z sukcesem uplasowały na rynku emisje swoich obligacji, a zamiar nowej emisji zgłosiło też Kredyt Inkaso S.A. Oprócz stagnacji na rynku pierwotnym widoczne jest też ograniczanie finansowania MSP przez banki.

Takie otoczenie niewątpliwie wpływa pozytywnie na zwiększone zainteresowanie emitentów finansowaniem typu private debt. Dzięki temu emisje, które realizujemy, pozwalają nam na uzyskiwanie bardzo satysfakcjonujących rentowności dla klientów naszych funduszy.

We wrześniu zrealizowaliśmy jeden projekt inwestycyjny z sektora nieruchomości na wynajem (PRS). Obecne spowolnienie na rynku sprzedaży mieszkań, wynikające m.in. z istotnych ograniczeń w dostępności kredytów hipotecznych, powoduje, że rynek mieszkań na wynajem przeżywa dobry okres. Potwierdzają to dynamicznie rosnące stawki czynszów oraz niskie poziomy pustostanów w największych polskich miastach. Skłania nas to do kontynuowania finansowania wybranych, najlepszych projektów z tego segmentu rynku.

We wrześniu spready kredytowe dla amerykańskich i europejskich obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym kontynuowały wzrosty (dane w pkt. bazowych)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Obligacje skarbowe kontynuowały we wrześniu wzrosty rentowności z ubiegłego miesiąca (ich ceny spadały). **Noble Fund Obligacji**, pomimo niższej ekspozycji na polskie papiery, osiągnął wynik zbliżony do benchmarku TBSP. Na plus względem benchmarku zadziałało niedoważenie polskich obligacji, na minus – pozycje na rynkach zagranicznych. Na ujemny wynik **Noble Fund Konserwatywny** wpłynęła głównie część skarbowa – stało- i zmiennokuponowa. **Noble Fund Strategii Dłużnych** stracił w głównej mierze w wyniku słabszego zachowania się długoterminowych obligacji polskich i zagranicznych.

Fundusze akcyjne:

Wrzesień okazał się kolejnym bardzo słabym miesiącem dla polskiej giełdy, dodatkowo spotęgowanym chaosem wokół ponadnormatywnych zysków sektora prywatnego. Subfundusz **Noble Fund Akcji Polskich** zakończył ostatni miesiąc trzeciego kwartału stratą -9,86%, ponad dwa punkty procentowe poniżej swojego benchmarku. Eskalacja wyprzedaży pod koniec miesiąca, zniechęcenie inwestorów oraz kapitulacja spółek o charakterze „bezpiecznej przystani” miała istotny wpływ na wynik. Obawy o nadchodzącą recesję w USA oraz wspomniana wyprzedaż na rynku krajowym spowodowały też stratę subfunduszu **Noble Fund Małych i Średnich Spółek**, głębszą od benchmarku. Potencjalna penalizacja zyskowych spółek dodatkowym podatkiem od nadzwyczajnych zysków okazała się mocnym ciosem dla ich wyceny i wyników funduszu.

Nasze defensywne i ostrożnościowe pozycjonowanie na subfunduszach **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Amerykańskich**, ale jednocześnie z dodanymi pewnymi opcjami wzrostowymi, przyniosło mieszane rezultaty w ostatnim miesiącu. Obydwa subfundusze skończyły wrzesień na czerwono i odpowiednio pierwszy lepiej, a drugi słabiej od benchmarku. Niezbyt spektakularne zachowanie sektora energii oraz dóbr konsumenckich podstawowych (czyli sektora defensywnego) na rynku amerykańskim nie pozwoliło na zrekompensowanie słabszego okresu sektora technologii i usług telekomunikacyjnych. Podobne pozycjonowanie sektorowe oraz lepsze zachowanie spółek ochrony zdrowia dało z kolei lepszy rezultat na rynku europejskim.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny i **Noble Fund Stabilny** straciły we wrześniu odpowiednio 5,35% oraz 7,22%. **Noble Fund Strategii Mieszanych** spadł natomiast o 4,22%.

Co przed nami? Ryzyko spowolnienia gospodarczego, pesymizm inwestorów, niepokonana inflacja, mocny USD i rosnące rentowności papierów skarbowych mocno poturbowały praktycznie wszystkie klasy aktywów. Negatywny sentyment oraz skala przeceny powinny w naszej ocenie wywołać odreagowanie, aczkolwiek dopiero nadchodzące dane makroekonomiczne oraz przebieg zimy pozwolą się przekonać, na ile trwały może mieć ono charakter.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	-0,63%	0,84%	-2,60%	-10,81%	-7,17%	-3,08%
Noble Fund OBLIGACJI	-2,45%	-0,40%	-9,87%	-28,18%	-24,18%	-18,45%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	-2,04%	-0,49%	-8,20%	-20,20%	-	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	-5,35%	-2,66%	-14,70%	-29,43%	-25,43%	-
Noble Fund STABILNY	-7,22%	-4,15%	-17,01%	-31,10%	-22,29%	-28,30%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	-4,22%	-2,26%	-13,30%	-21,69%	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	-8,72%	-4,72%	-19,23%	-19,88%	-	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	-5,21%	-2,58%	-10,09%	-13,77%	-	-
Noble Fund AKCJI POLSKICH	-9,86%	-14,14%	-24,93%	-30,67%	-5,42%	-24,23%
Noble Fund AKCJI MIŚS	-10,69%	-6,64%	-20,42%	-29,01%	-1,33%	-24,14%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	0,82%	4,89%	4,12%	1,03%	11,38%	21,76%

ZESPÓŁ



Paweł Homiński, CFA
Prezes Zarządu



Mikołaj Raczyński, CFA
Członek Zarządu



Jarosław Riopka
Dyrektor ds. Długu
Korporacyjnego



Bartosz Tokarczyk, CFA
Zarządzający Funduszami



Michał Skowroński
Zarządzający Funduszami



Tomasz Smolarek
Analityk



Wiktor Daniłow
Trader



Paweł Jańczak
Ekspert ds. Długu
Korporacyjnego



Agata Dąbrowska
Młodsza Analityczka

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.