



Listopad 2022

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

WYDARZENIE MIESIĄCA

Dezinflacja czyli termin, który ostatnio mocno się spopularyzował. Czy nie za wcześnie? Czy to już trend? A może to tylko życzeniowe myślenie, po „zmęczeniu” inflacją?

Dezinflacja oznacza, że ceny nadal rosną, ale tempo tego wzrostu (najczęściej mówimy o wzrostach rok do roku) spowalnia. Faktem jest, że w październiku inflacja w USA spadła do 7,7% r/r z 8,2% miesiąc wcześniej, w strefie euro w szacunkowych danych za listopad spowolniła do 10,0% z 10,6%, a w Polsce do 17,4% względem 17,9% poprzednio. Wszystkie te odczyty były wyraźnie poniżej oczekiwań rynku. Ale czy taki jeden miesiąc pozytywnych zaskoczeń na inflacji uzasadnia, by mówić o dezinflacji? Absolutnie nie. Pewne hamowanie inflacji było już od pewnego czasu oczekiwane, lecz długo się nie materializowało. A oczekiwanie to wynikało ze zjawisk, które przekładają się na poziom cen towarów i usług konsumpcyjnych z większym opóźnieniem. W niektórych przypadkach są to 2-3 kwartały, w niektórych nawet ponad rok.

Żywność, która wchodzi w skład koszyka CPI, jest żywnością przetworzoną, a kluczowym pierwotnym wyznacznikiem jej ceny są odpowiednie surowce rolne. A te zamawia się z większym wyprzedzeniem względem momentu, kiedy po przetworzeniu wylądują na półkach. Dobra trwałe i nietrwałe, które kupujemy w sklepach, nieraz muszą przylecieć z dalekiej Azji. Ktoś musi wcześniej zlecić ich produkcję, trzeba ponieść koszt transportu itp. To trwa.

Dezinflacja - termin wart zapamiętania

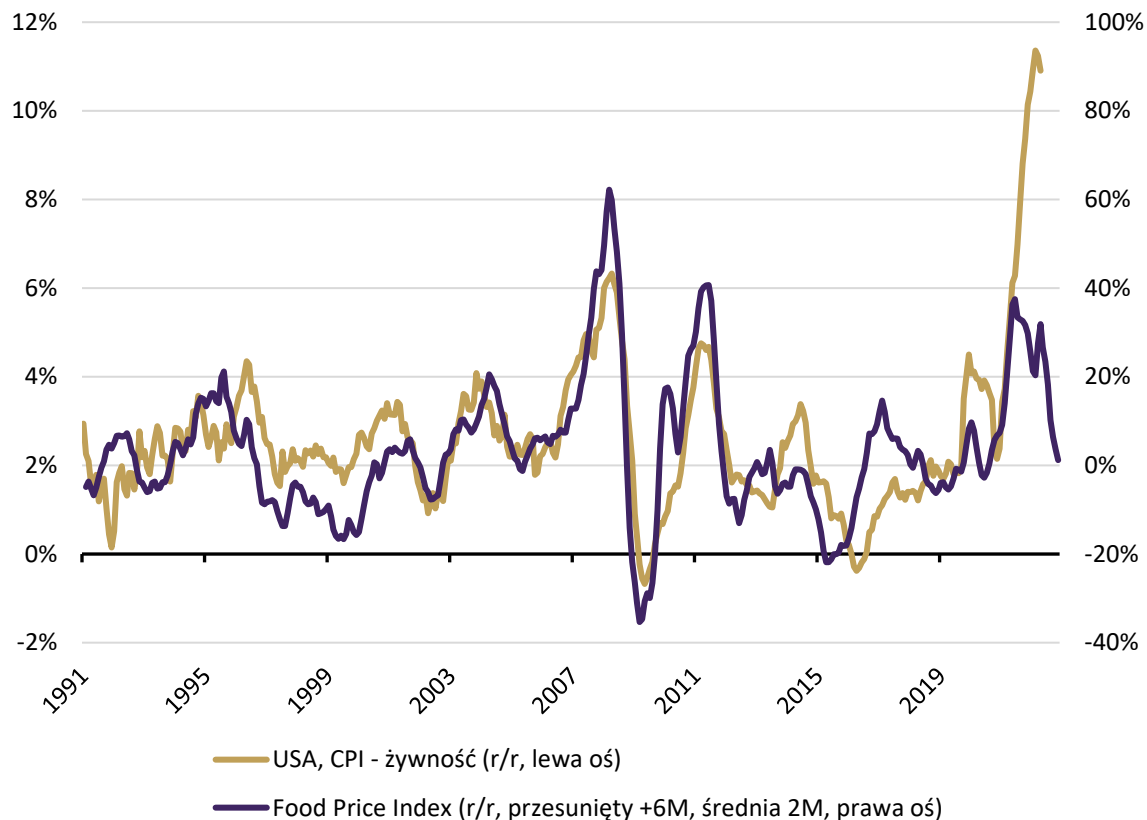
W USA aż 30% koszyka CPI jest powiązane ze stawkami najmu. Te z kolei są zależą od trendów na rynku nieruchomości. Opóźnienie pomiędzy tą kategorią CPI a cenami domów jest jednak wyjątkowo duże i wynosi ponad rok. Takich przykładów powiązań i opóźnień jest oczywiście więcej.

Konkretnie, co widzimy na tych różnych miarach wyprzedzających inflację CPI? Globalny indeks surowców rolnych FAO hamuje od czerwca i wskazuje na inflację żywności w USA bliżej poziomów 2% r/r, a nie +11%, jak obecnie (wykres). Indeks ten sugeruje większe hamowanie inflacji żywności również w Polsce. Stawki frachtów w 2021 r. były na poziomach nawet 6-7 razy wyższych jak przed pandemią. Teraz jest to „tylko” 1,5-2x. Globalny indeks frachtów spada aż o 70% r/r i ma przestrzeń do dalszej korekty. To też pokazuje, że istotnie poprawiła się sytuacja z łańcuchami dostaw, a jednocześnie wzrosły stany zapasów produktów.

Kolejny przykład – ceny ropy rosły po 100% r/r w pierwszej połowie roku. Teraz jest to bardziej +20%. W końcu ceny nieruchomości... te globalnie też zaczynają hamować.

To wszystko nie spowoduje, że problem inflacji szybko zniknie, lecz takie trendy są wspierające w odzyskaniu (z czasem) nad nią kontroli. By inflacja trwale zeszała na satysfakcjonujące poziomy, potrzebujemy jeszcze dezinflacji cen usług, a to wymaga schłodzenia na rynku pracy. A w obu przypadkach, zwłaszcza na cenach usług, spowolnienie może przyjść jako ostatnie.

Inflacja żywności w USA a globalny indeks cen surowców rolnych FAO



Źródło: FAO.org, U.S. Bureau of Labor Statistics, obliczenia własne Noble Funds TFI

RYNEK AKCJI

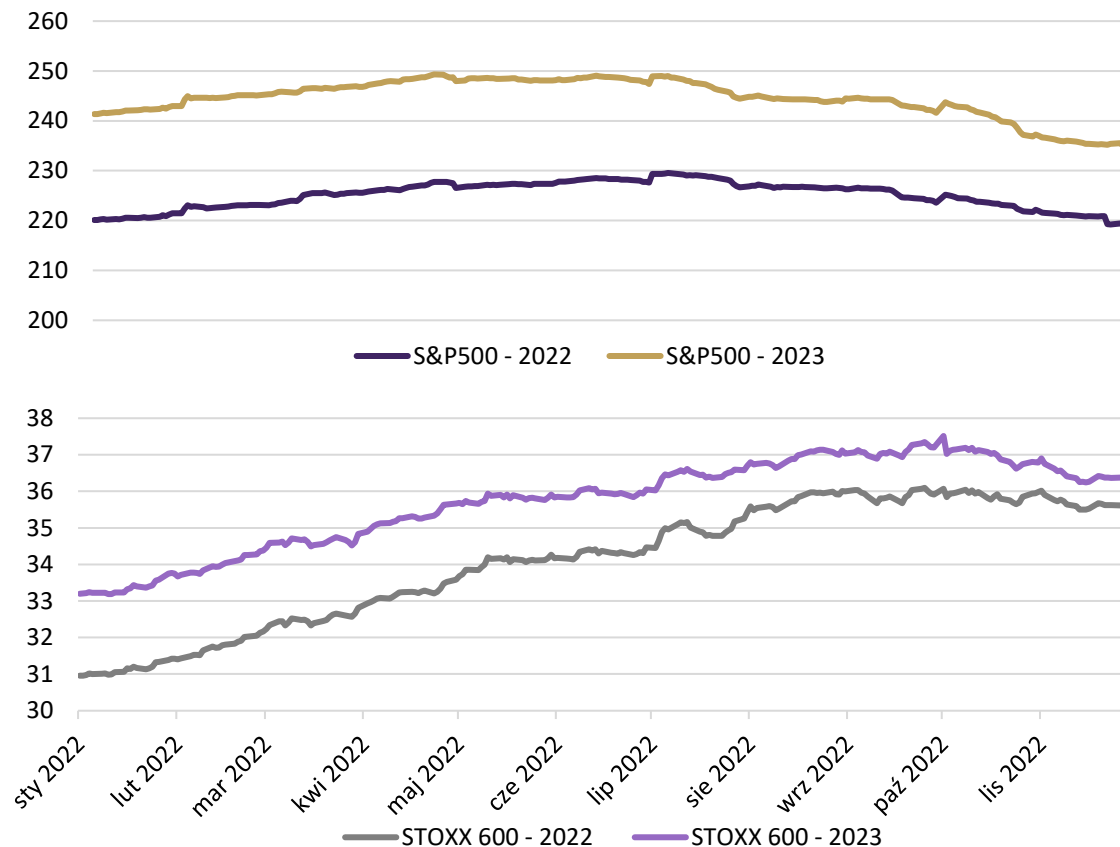
Przedostatni miesiąc roku był bardzo udanym miesiącem na rynkach akcji, w którym mieliśmy kontynuację odbicia zapoczątkowanego na początku października. Amerykański indeks S&P500 zyskał w listopadzie ponad 5%, a główne indeksy europejskie rosły o 7-9%. W efekcie ostatnia fala wzrostowa dość istotnie ograniczyła całoroczne straty za 2022 r. na miesiąc przed jego końcem. Na koniec listopada S&P500 tracił bowiem 14% od początku roku, podczas gdy jeszcze blisko dwa miesiące temu strata ta sięgała 27%. Region będący w epicentrum kryzysu energetycznego, czyli Europa, paradoksalnie wypada jak dotychczas jeszcze lepiej. A konkretnie zachodnia jej część. Strata indeksu STOXX 600 na koniec miesiąca wynosiła bowiem 7%, a jeszcze niedawno było to -22%. Różnica w zachowaniu indeksów to m.in. efekt innej kompozycji sektorowej indeksów: mniej spółek technologicznych w Europie, który to sektor w tym roku został mocno przeceniony. Z jednej strony jest to sektor bardziej wrażliwy na wyższe stopy procentowe, ale też jako jeden z pierwszych zaczął odczuwać skutki dekonjunktury. Ta kompozycja indeksów jest też w pewnym stopniu odzwierciedlona na prognozach zysków spółek w obu regionach (wykres). O ile prognozy dla S&P500 są powoli, ale jednak obniżane od połowy roku, to w Europie rewizje są prawie niezauważalne, zwłaszcza na bieżący rok.

Listopad był drugim z rzędu miesiącem, kiedy GPW wyróżniała się siłą na tle innych indeksów.

I ponownie było to zasługą największych spółek, czyli indeksu WIG20. Dzięki niemu indeks szerokiego rynku WIG wzrósł w ostatnim miesiącu o 11%, po blisko 10-procentowej zwwyżce w październiku. **Strata od początku roku na koniec listopada była ciągle dotkliwa: -19%, ale jest to sporo mniej niż -35%, jakie krajowy benchmark notował przy tegorocznym dołku.**

W ostatnich tygodniach rynek akcji ewidentnie pomagały sygnały o lekko hamującej inflacji, co z kolei powinno mieć przełożenie na decyzje banków centralnych. Z drugiej strony dyskusja o dezinflacji nie wybrzmiała tak, jak to jest obecnie, gdyby nie sygnały nadchodzącej dekonjunktury. I to jest drugi element, który ogranicza potencjał do podwyżek stóp procentowych. Tym samym znaleźliśmy się w sytuacji, gdy rynki już wiedzą z większym prawdopodobieństwem, jakie będą docelowe stopy procentowe głównych banków centralnych i że jesteśmy już blisko tych poziomów. Ale widzą też wzmacniające się sygnały zaistnienia recesji w trakcie 2023 r. Natomiast na chwilę obecną znajdujemy się w ciekawym „okienku”: wymęczone inflacją rynki przyjmują oznaki dezinflacji z większą ulgą, a oznaki pogorszenia koniunktury są jeszcze zbyt słabe, by na poważnie już je wyceniać. Zwłaszcza, że konsensus zakłada, że ewentualna recesja byłaby płytka. W efekcie widzimy na wykresie, że analitycy praktycznie nie zmieniali swoich prognoz zysków, a na 2023 r. ciągle widzą wzrosty. To się oczywiście może zmienić wraz z napływem kolejnych danych.

Prognozy zysków dla spółek z S&P500 i STOXX 600 na lata 2022 i 2023



Źródło: Bloomberg

RYNEK OBLIGACJI

W pojedynku pomiędzy obawami recesyjnymi, a inflacyjnymi na prowadzenie ponownie wyszły te pierwsze. W listopadzie poznaliśmy bowiem szereg danych z wielu zakątków świata wskazujących na spowolnienie gospodarcze i coraz wyraźniejsze procesy dezinflacyjne. W efekcie, bardzo dobrze zachowywały się ceny obligacji. Było to szczególnie widoczne w przypadku polskich papierów, gdzie m.in. wciąż ograniczona płynność rynku potęguje ruchy rentowności zarówno w górę, jak i w dół, w porównaniu do zachowania rynków bazowych (USA, Niemcy).

W USA wypowiedzi przedstawicieli Fed wskazują, że właściwie pewne jest już spowolnienie tempa podwyżek na grudniowym posiedzeniu amerykańskiego banku centralnego. Polityka monetarna powinna jednak być utrzymywana na restrykcyjnym poziomie jeszcze przez dłuższy czas. Podobny scenariusz jest najbardziej prawdopodobny również dla strefy euro.

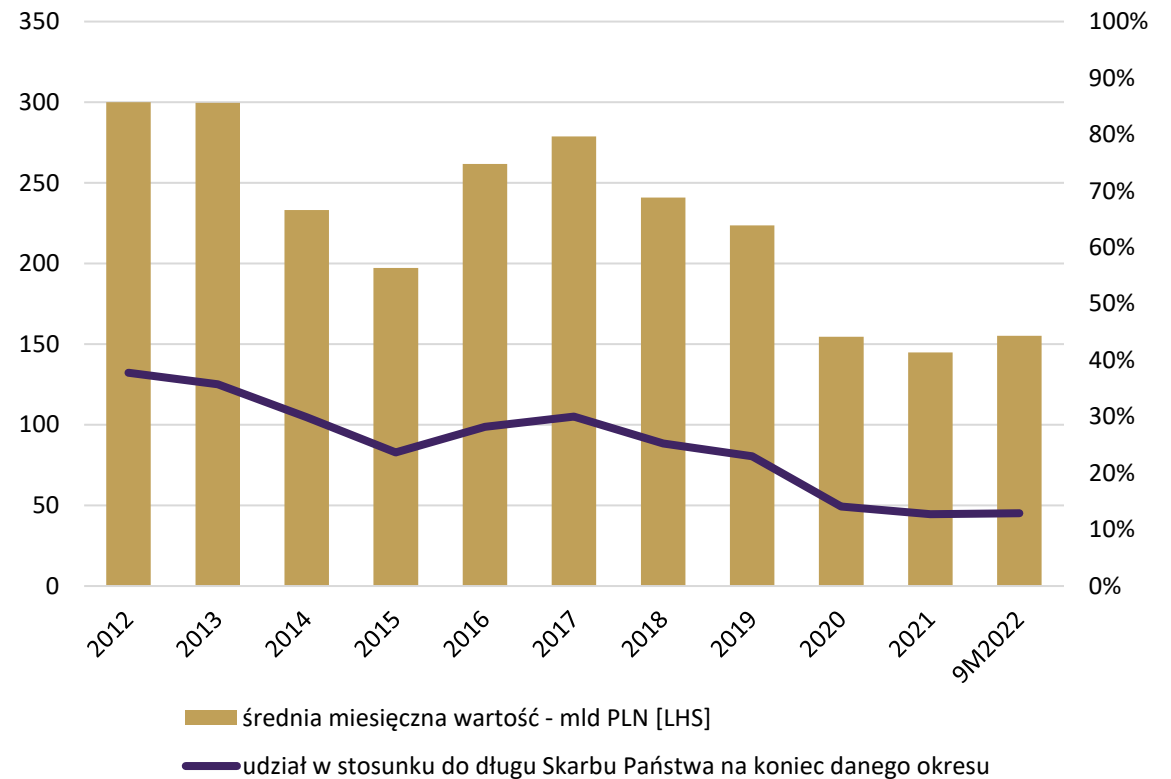
Polska Rada Polityki Pieniężnej w listopadzie nie podniosła stóp procentowych i wydaje się, że nieoficjalnie można już mówić o zakończeniu cyklu podwyżek w naszym kraju (przynajmniej na najbliższe miesiące). Zdaniem prezesa NBP skala podwyżek dokonanych w Polsce jest już duża, w walce z inflacją wspierać będzie nas polityka głównych banków centralnych świata, a pogorszenie koniunktury i ryzyko recesji jest widoczne zarówno w Polsce, jak i u naszych partnerów handlowych. Takie podejście w ostatnich tygodniach było też wspierane przez

dane makroekonomiczne z naszej gospodarki. W Polsce mogą się pojawić jeszcze wyższe odczyty inflacji w najbliższych miesiącach, ale nie ulega wątpliwości, że słowo dezinflacja tak u nas, jak i na świecie będzie w kolejnych kwartałach odmieniane przez wszystkie przypadki. Rynkowa wycena stóp procentowych zakłada nawet, że w przyszłym roku zobaczymy obniżki stopy referencyjnej w Polsce.

W kontekście walki z inflacją musimy pamiętać jednak o rozgraniczeniu dwóch rzeczy: czym innym jest spadek inflacji z wysokich poziomów, a czym innym utrzymanie inflacji w celu banku centralnego w dłuższym terminie. Zwraca na to uwagę m.in. ekonomista Olivier Blanchard, który trafnie przewidział wpływ luźnej polityki monetarnej i fiskalnej w trakcie pandemii na przyszłą inflację. Również w Polsce konieczna może być duża determinacja ze strony polityki monetarnej i fiskalnej, aby sprowadzić inflację do celu. W ostatnim czasie ze strony polskiego rządu płyną coraz częstsze sygnały o pewnej konsolidacji fiskalnej, jednak za słowami muszą pójść również czyny.

Obligacje skarbowe dostały ostatnio dużo wspierających informacji z realnej gospodarki. Bardzo prawdopodobne, że w najbliższym czasie obecna narracja o dezinflacji dalej będzie wspierana przez nadchodzące dane. Widzimy jednak konieczność zachowania szczególnej ostrożności do czasu, kiedy nie będziemy mieli pewności, że wojna z inflacją rzeczywiście zakończy się sukcesem.

Dane dotyczące wartości transakcji outright (bezwarunkowych) przeprowadzanych na obligacjach Skarbu Państwa



Źródło: Ministerstwo Finansów, opracowanie własne Noble Funds TFI

PODSUMOWANIE MAKRO

Punktem wyjścia jest listopadowa projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego NBP. Analitycy zakładają w niej wyraźne spowolnienie gospodarcze w USA i Europie na skutek zacieśniania polityki pieniężnej i wysokich cen energii. W Polsce spadający dochód rozporządzalny gospodarstw domowych (wyższe ceny energii, większe raty kredytów) ma przełożyć się na zmniejszanie konsumpcji. Przedsiębiorstwa, według projekcji, będą ograniczały inwestycje, siądzie eksport (zwłaszcza do Niemiec). Kwestią otwartą jest utrzymanie lub modyfikowanie w kolejnym roku (wyborczym) dotychczasowych ostonowych programów rządowych. Jednocześnie sytuacja na rynku pracy jest i będzie korzystna. Inflacja CPI swój szczyt ma osiągnąć na początku roku, następnie będzie stopniowo się obniżać, aż do osiągnięcia górnego przedziału celu inflacyjnego NBP (tj. 3,5%) za 2 lata. Taki scenariusz mają potwierdzać:

- obniżanie się cen surowców energetycznych i rolnych,
- spowolnienie krajowego popytu (projekcja zakłada recesję na koniec '23 r.),
- ustępowanie napięć w łańcuchach dostaw,
- spowolnienie inflacji za granicą,
- obniżająca się dynamika kosztów pracy.

W rezultacie aktualny poziom stóp procentowych w Polsce Rada Polityki Pieniężnej oceniła jako wystarczający do sprowadzenia inflacji do celu (2,5% +/- 1 punkt procentowy).

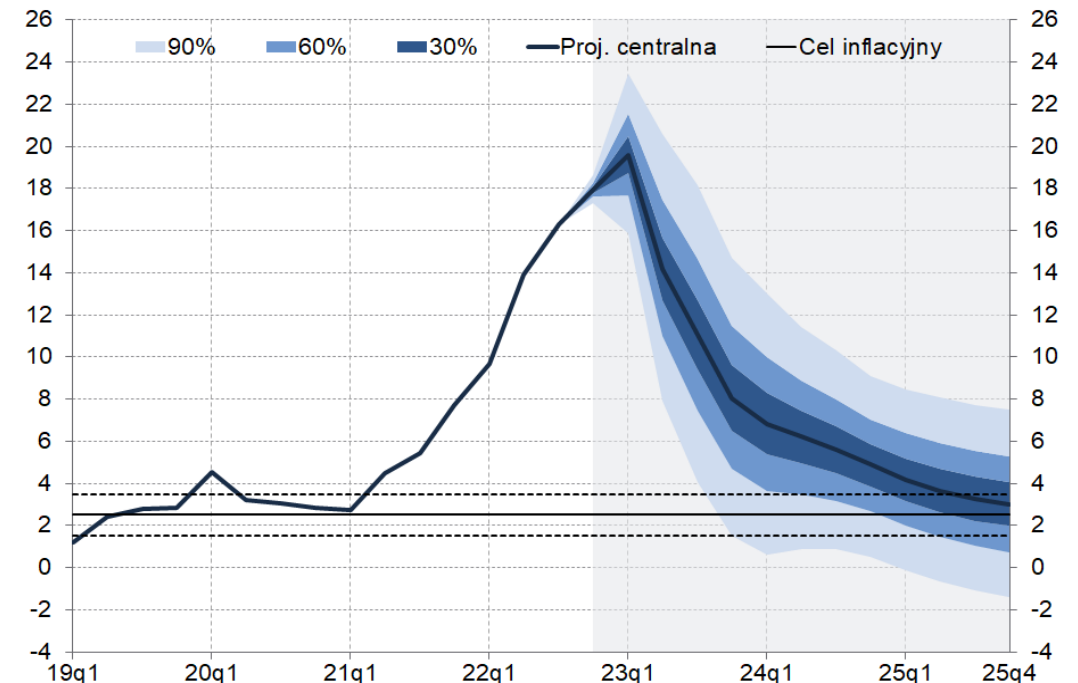
Brak podwyżki stóp na listopadowym posiedzeniu i zawieszenie cyklu kolejnych podwyżek oraz akcentowanie spowolnienia gospodarczego jako czynnika dezinflacyjnego wysłało rynkowi gołębi sygnał, choć komunikat został początkowo przyjęty jako życzeniowy.

Niemniej napływające w kolejnych dniach dane z polskiej gospodarki potwierdzały pesymistyczny obraz z projekcji NBP. Słabsza sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, niższy indeks cen producentów oraz realnie spadające płace i dawno nie widziany wzrost stopy bezrobocia (BAEL), a także mocno hamująca akcja kredytowa – jakby na życzenie prezesa Głapińskiego, uprawdopodobniła założenia projekcji i nieuchronnie zbliżającą się recesję w Polsce.

Podobne sygnały otrzymaliśmy w listopadzie z Europy i Stanów Zjednoczonych. Inflacja zaczęła spadać (nie tylko w wyniku spadku cen energii i żywności, ale co ważniejsze - również przez ceny usług), a rozgrzany rynek pracy notuje pierwsze oznaki normalizowania.

W efekcie „dezinflacja” stała się głównym motywem w listopadzie i na dobre zagościła w komentarzach ekonomistów. Po zachowaniu rynków (zwłaszcza instrumentów dłużnych) widać, że zostało to przyjęte z pewną ulgą i wyczekiwaniem, zwłaszcza po całym roku pod dyktando obaw o „inflację”. Pamiętajmy jednak, że szczyt ciągle przed nami. Nawet w projekcji.

Bieżąca projekcja inflacji i PKB
(opublikowana 14 listopada 2022 r.)



Źródło: NBP (dane GUS, obliczenia NBP)

RYNEK PRIVATE DEBT

W listopadzie spready kredytowe na europejskim i amerykańskim rynku obligacji korporacyjnych o ratingach spekulacyjnych zanotowały drugi miesiąc z rzędu spadki, schodząc do przedziału 420-460 pkt. bazowych. Mimo korekty nadal są to podwyższone poziomy, które ewidentnie wyceniają ryzyko istotnego spowolnienia w największych gospodarkach i oczekiwania inwestorów odnośnie wyższych stóp zwrotu z tytułu inwestycji w dług korporacyjny.

Patrząc na nasze lokalne otoczenie, to w listopadzie stawki IRS w Polsce zanotowały istotne spadki, kończąc miesiąc na poziomach z połowy wakacji (odpowiednio okolice 6,8% dla instrumentów 2-letnich oraz 5,9% dla 5-letnich). Spadki stawek IRS w ostatnich tygodniach oraz bardzo duża korekta na rentownościach polskich obligacji skarbowych (korekta rentowności polskiej 10-latki z poziomu ok. 8,4% na koniec października do poziomu ok. 6,6% na koniec listopada) pokazują, że rynek finansowy zaczyna wyceniać scenariusz istotnego spowolnienia również i w Polsce.

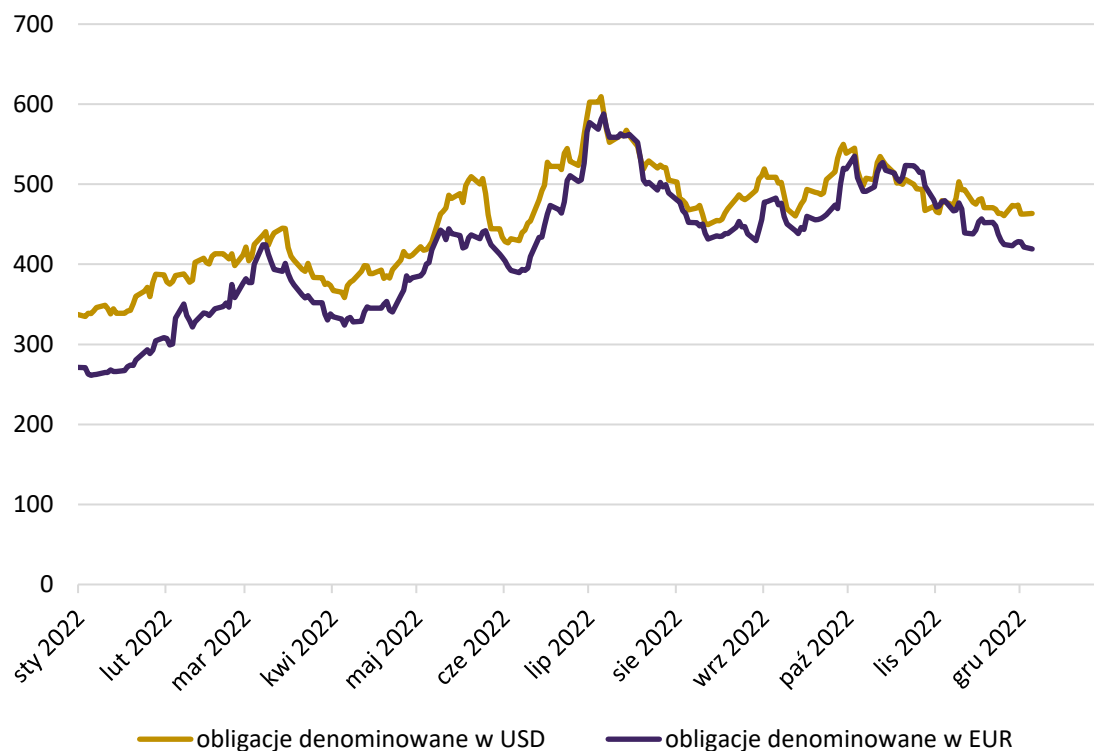
Obecnie bacznie obserwujemy wyniki emitentów instrumentów, jakie mamy w naszych portfelach private debt oraz mezzanine. Widząc to, co się dzieje z polską oraz europejską gospodarką, cenami surowców energetycznych i inflacją kosztów **spodziewamy się ogólnego pogorszenia się standingów finansowych naszych emitentów,**

ale do poziomów, które w dalszym ciągu będą pozwalały na bezproblemową obsługę swojego zadłużenia. Duże znaczenie dla postrzegania naszych ekspozycji mają niewątpliwie restrykcyjne pakiety zabezpieczeń dla finansowań, które udzieliliśmy.

Listopad był kolejnym miesiącem bez istotnych emisji na rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Jednak już w grudniu możemy być świadkami plasowania co najmniej kilku ofert obligacji. Emisje są bowiem sygnalizowane przez czołowego przetwórcę stali w Europie Centralnej, dewelopera mieszkaniowego, spółkę z branży windykacyjnej oraz dostawcę usług telekomunikacyjnych. Za wyjątkiem tej pierwszej spółki, reszta prawdopodobnie skieruje swoją ofertę do inwestorów instytucjonalnych. W każdym z tych przypadków mówimy jednak o emitentach, którzy na polskim rynku są liderami lub należą do ich grona. Nawet jeżeli emisje zakończą się sukcesem to nie poprawi to sytuacji z dostępem do finansowania dłużnego dla małych i średnich przedsiębiorstw, które w przypadku naszych funduszy private debt i mezzanine są docelową grupą emitentów.

W listopadzie fizycznie nie zrealizowaliśmy żadnego projektu inwestycyjnego, ale pracowaliśmy nad kilkoma projektami finansowania, które być może pojawią się w grudniu i następnych miesiącach.

Spready kredytowe dla obligacji korporacyjnych o ratingu spekulacyjnym dane w punktach bazowych (0,01%)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Fundusze dłużne korzystały w listopadzie na dobrym zachowaniu obligacji. Zysk osiągnięty przez **Noble Fund Obligacji** był jednak niższy niż benchmarku TBSP z uwagi na obniżoną alokację w polskie obligacje, co nie zostało zrekomensowane przez ekspozycję na rynek USA. Do wyniku **Noble Fund Konserwatywny** pozytywnie kontrybuowała zdecydowana większość ekspozycji, jednak największe zasługi można przypisać stałokuponowym obligacjom skarbowym oraz obligacjom korporacyjnym. Na plusie miesiąc zamknął również **Noble Fund Strategii Dłużnych**, gdzie oprócz jednostek uczestnictwa Noble Funds FIO na uwagę zasługuje wkład do wyniku m.in. ETF na długoterminowe amerykańskie obligacje skarbowe.

Fundusze akcyjne:

Listopad przyniósł kontynuację dobrej passy na rynkach akcyjnych. Poprawa sentymentu oraz mniejszy niepokój o odczyty inflacyjne sprzyjały apetytowi na ryzyko. Subfundusz **Noble Fund Akcji Polskich** osiągnął stopę zwrotu na poziomie 9,1%, która jednak okazała się niższa od benchmarku. Na warszawskiej giełdzie widoczna była szeroka rotacja do spółek, które do tej pory najmniej zyskały na odbiciu oraz bardziej selektywne podejście do podmiotów o średniej kapitalizacji. Nieco słabszy rezultat subfunduszu wynikał z ograniczania ryzyka i większej koncentracji portfela w porównaniu do nadspodziewanie szerokiego charakteru zwyżek. Subfundusz **Noble Fund Małych i Średnich Spółek** zyskał 5,7% i minimalnie pobił benchmark. Wynikowi

szczególnie pomogła dobra selekcja spółek na rynku polskim.

Subfundusze **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Amerykańskich** były również beneficjentami lepszego nastroju inwestorów. Obydwa subfundusze zarobiły odpowiednio 6,5% oraz 4,6%. W obydwu przypadkach ostateczny rezultat okazał się niższym od odpowiednich benchmarków, co m.in. wynikało ze strategii stopniowego ograniczania ryzyka i zmniejszania alokacji. Na rynku amerykańskim nadal bardzo mocny był niedoważony w portfelu sektor przemysłowy (pomimo ryzyk spowolnienia). Z kolei słabiej zachowywał się przeważony sektor energii. Te elementy przyczyniły się największym stopniu do wyniku poniżej benchmarku. Z kolei akcje europejskie zaskoczyły nas silną postawą spółek konsumenckich.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zyskał w listopadzie 5,5%, **Noble Fund Stabilny** zyskał 6,4%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** 4,3%.

Co przed nami? Przełom roku, to czas podsumowań oraz analizy strategii na kolejny rok rynkowych zmagani. Spodziewamy się próby konsolidacji ostatnich zwyżek, co przy dynamice ostatnich dwóch miesięcy może się okazać nie lada wyzwaniem. Ryzyka nadal są wszechobecne, aczkolwiek przy sprzyjającej trajektorii malejącej inflacji oraz widocznej póki co odporności wyników spółek, konstruktywny optymizm, co do „miękkiego lądowania” gospodarek ma szansę się ukorzeni.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	2,87%	0,30%	-0,14%	-6,52%	-6,83%	-2,88%
Noble Fund OBLIGACJI	4,52%	-1,22%	-1,37%	-21,58%	-24,09%	-17,21%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	3,41%	-0,69%	-2,02%	-15,02%	-	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	5,54%	-0,84%	-2,20%	-22,02%	-22,47%	-
Noble Fund STABILNY	6,40%	-0,55%	-1,95%	-22,28%	-18,04%	-22,88%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	4,29%	0,12%	-2,00%	-16,24%	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	4,58%	3,05%	-0,39%	-12,39%	-	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	6,48%	6,97%	2,57%	-2,84%	-	-
Noble Fund AKCJI POLSKICH	9,12%	8,20%	-2,46%	-12,82%	11,16%	-7,93%
Noble Fund AKCJI MIŚS	5,73%	2,06%	-2,02%	-16,14%	8,76%	-10,47%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	2,03%	9,22%	10,65%	8,06%	16,86%	27,05%

ZESPÓŁ



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.