



## Krzysztof Cesarz

zarządzający funduszami akcji

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na kierunku Finanse i Bankowość. Karierę zawodową rozpoczął w 2008 roku w IPOPEMA TFI. Kontynuował ją w EQUES Investment TFI na stanowisku Dyrektora Zespołu Akcji, a następnie w ESALIENS TFI na stanowisku Dyrektora Inwestycyjnego. Uzyskał Złoty Portfel za najlepszy fundusz akcji polskich w 2014 roku. Posiada licencję Doradcy Inwestycyjnego nr 319 oraz certyfikaty Chartered Financial Analyst (CFA) i Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

## Informacja reklamowa

### Komentarz do wyniku w kwietniu 2025 roku

#### Wyniki subfunduszu

Fundusz wypracował w kwietniu stopę zwrotu +2,53%. Zarówno pozycje długie jak i krótkie funduszu skoncentrowane są obecnie na rynku europejskim z dużym udziałem pozycji na rynku polskim. W portfelu znajdują się 26 spółek (pozycja długa) w stosunku do kluczowych indeksów (pozycja krótka w kontraktach na WIG20, mWIG40 czy Stoxx600). Od początku roku subfundusz stracił -2,51%.

Miesięczne stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych na koniec kwietnia 2025 r.

|        | Skarbiec<br>Market<br>Neutral | WIG<br>Indeks | WIG<br>20TR<br>Indeks | mWIG40TR<br>Indeks | sWIG80TR<br>Indeks |
|--------|-------------------------------|---------------|-----------------------|--------------------|--------------------|
| kwi 25 | 2,53%                         | 2,89%         | 1,94%                 | 5,81%              | 4,59%              |
| mar 25 | -2,14%                        | 4,30%         | 4,26%                 | 5,33%              | 3,20%              |
| lut 25 | -0,72%                        | 5,30%         | 5,99%                 | 3,19%              | 4,58%              |
| sty 25 | -2,13%                        | 9,79%         | 11,03%                | 8,01%              | 4,36%              |
| gru 24 | 0,17%                         | 0,26%         | 0,04%                 | 1,06%              | 1,26%              |
| lis 24 | 0,04%                         | -0,23%        | -0,65%                | 1,72%              | -1,43%             |
| paź 24 | 0,71%                         | -4,47%        | -4,97%                | -3,79%             | -2,17%             |
| wrz 24 | -1,56%                        | -1,88%        | -2,04%                | -1,90%             | -0,53%             |
| sie 24 | 2,56%                         | 0,62%         | 0,55%                 | 1,32%              | 0,86%              |
| lip 24 | 0,48%                         | -4,82%        | -5,46%                | -3,53%             | -3,15%             |
| cze 24 | -0,97%                        | 2,66%         | 3,23%                 | 0,76%              | 3,52%              |
| maj 24 | 3,19%                         | 2,06%         | 1,20%                 | 4,64%              | 2,10%              |
| kwi 24 | 2,82%                         | 2,20%         | 2,87%                 | 0,48%              | 0,24%              |
| mar 24 | -0,90%                        | 0,98%         | 0,74%                 | 1,40%              | 1,76%              |
| lut 24 | -0,03%                        | 5,85%         | 6,06%                 | 6,70%              | 4,15%              |
| sty 24 | -0,09%                        | -1,33%        | -2,30%                | 1,11%              | 0,14%              |
| gru 23 | 1,83%                         | 5,65%         | 6,05%                 | 4,54%              | 6,58%              |
| lis 23 | 0,38%                         | 3,75%         | 3,05%                 | 7,22%              | 3,31%              |
| paź 23 | -2,03%                        | 9,46%         | 12,22%                | 4,70%              | 0,85%              |
| wrz 23 | 0,51%                         | -4,43%        | -4,88%                | -4,78%             | -1,39%             |
| sie 23 | -0,74%                        | -5,31%        | -6,22%                | -2,92%             | -3,74%             |

Źródło: Opracowanie własne, na podstawie Bloomberg

#### Komentarz rynkowy

Kwiecień był na światowych rynkach miesiącem ogromnej zmienności. Wszystko za sprawą ogłoszonych 2 kwietnia przez prezydenta Donalda Trumpa szeroko zakrojonych ceł na import z wielu krajów, określając ten dzień jako „Liberation Day” dla amerykańskiej gospodarki. Cła miały na celu promowanie krajowego przemysłu, ochronę miejsc pracy oraz zmniejszenie deficytu handlowego USA, który Trump uznał za zagrożenie dla bezpieczeństwa narodowego. Samo ich wprowadzenie nie było dla rynku zaskoczeniem, jednak ich skala i szerokość już tak. Ogłoszenie ceł wywołało gwałtowną wyprzedaż na amerykańskich giełdach, odzwierciedlając obawy inwestorów przed globalną wojną handlową, inflacją i potencjalną recesją. Indeksy odnotowały największe spadki od 2020 roku. Tydzień później Trump ogłosił 90-dniową pauzę w cłach wzajemnych dla większości krajów, obniżając stawki do 10% (z wyjątkiem Chin, gdzie cła podniesiono do 125%). Informacje te przełożyły się na ogromne wzrosty na giełdach. Tego dnia SP500 odnotowało największy jednodniowy wzrost od 2008 roku sięgający poziomu 9,5%. Pozostała część miesiąca przeplatana była informacjami o rozpoczynających się negocjacjach handlowych, oraz zmieniającymi się oczekiwaniami ekonomistów co do wpływu ceł na gospodarkę amerykańską.

Podobnie jak na całym świecie, również na GPW inwestorzy borykali się z podwyższoną niepewnością przekładającą się na wzrost zmienności. Na początku miesiąca oprócz wspomnianych czynników zewnętrznych lokalnych inwestorów zaskoczył Prezes Narodowego Banku Polskiego, Adam Glapiński. Podczas konferencji 3 kwietnia Glapiński zasugerował, że większość członków RPP zmieniła nastawienie na bardziej gołębie, dopuszczając możliwość pierwszej obniżki stóp procentowych już w maju 2025, wcześniej niż uprzednio prognozowany lipiec. Stwierdził, że w całym 2025 roku stopy mogą spaść o 1 punkt procentowy, a w całym cyklu o 2,25 pkt. proc., jeśli dane makroekonomiczne będą sprzyjające. Zapowiedź wcześniejszych obniżek stóp negatywnie wpłynęła na notowania banków. Indeks WIG-Banki tego dnia stracił 5,2%. Późniejsze uspokojenie globalnej sytuacji, przepływ kapitału z rynku amerykańskiego do Europy oraz na rynki wschodzące przełożyło się na wzrosty na książęcej. Symbolicznym momentem było osiągnięcie 24 kwietnia przez indeks WIG historycznego poziomu 100 000 pkt.

W ostatecznym rozrachunku, Indeks WIG20 zakończył kwiecień wzrostem o 1,82%. Uwzględniając umocnienie polskiego złotego w ujęciu dolarowym wynik ten to 4,44% co uplasowało WIG20 na 27 miejscu wśród 92 głównych indeksów na świecie, grupowanych przez Bloomberg. W horyzoncie od początku roku wynik ten to aż 36,15% w USD (24,90% w PLN), co daje polskim blue chipom pierwszą lokatę na świecie z blisko 5% nad drugą Słowenią. W zestawieniu miesięcznym lepiej wypadli przedstawiciele segmentu małych i średnich spółek. Grupujący najmniejsze spółki swig80 zanotował wynik 3,7%, zaś mWig40 wzrósł o 5,8%.

Z informacji z lokalnego rynku warto wspomnieć o kolejnej transakcji ABB na akcjach spółki Allegro. W ogłoszonej 16 kwietnia transakcji pierwotnie na sprzedaż miało być wystawionych 50 mln akcji, ale pulę zwiększono do 65 mln po ustalonej cenie 29,25 zł za walor, co daje wycenę pakietu na nieco ponad 1,9 mld zł. Po rozliczeniu transakcji trójce największych akcjonariuszy zostanie jeszcze blisko 477 mln akcji, czyli ponad 45,1% spółki. W połowie miesiąca pojawiły się także informacje o możliwym przejęciu części spółki Poundland z grupy Pepco Group przez fundusz Alteri. Informacja ta jest kierunkowo zgodna z ogłoszoną w marcu strategią o wycofaniu się grupy z obszaru FMCG i została entuzjastycznie przyjęta przez inwestorów. Od jej ogłoszenia kurs spółki wzrósł o około 20%. Pod koniec kwietnia pojawiły się także doniesienia dotyczące sprzedaży 49% udziałów w Santander Bank Polska przez hiszpański Banco Santander. Głównym kandydatem, który potwierdzał swoje zainteresowanie było Erste Group. Spekulowano także o zainteresowaniu innych banków europejskich, takich jak BNP Paribas czy z polskiego podwórka Pekao SA, które jednak oficjalnie wykluczyło udział w transakcji.

W kwietniu rynki odnotowały ekstremalną zmienność, odzwierciedlając chaotyczną komunikację Białego Domu i nieprzewidywalność polityki Donalda Trumpa. Pomimo panującej niepewności nasz rynek pokazał swoją siłę, ostatecznie wynosząc indeks WIG do historycznego poziomu 100 000 punktów. Jest to potwierdzeniem, trwającej od października 2022 roku, hossy na GPW. Warto przypomnieć, że Indeks WIG notowany jest od 16 kwietnia 1991 r. a jego poziom referencyjny to 1 000 pkt. Od tego czasu do swojego rekordu zyskał więc ponad 9 900%, co przekłada się na średnioroczny wskaźnik wzrostu na poziomie 14,5%. Ta statystyka jest idealnym dowodem na zasadność inwestowania długoterminowego. Pomimo krótkoterminowej niepewności co do rezultatów negocjacji handlowych, kształtu potencjalnego rozejmu na Ukrainie czy wyniku wyborów prezydenckich w Polsce w średnim i długim terminie pozostajemy optymistyczni co do perspektyw wzrostu lokalnych indeksów. Zapowiadany europejski wzrost wydatków na zbrojenia oraz potencjalne ograniczenia w zielonym ładzie, które mają wspomóc przemysł starego kontynentu wpływają na pozytywny sentyment do naszego regionu. Płynące do polski pieniądze z KPO i dobra sytuacja konsumenta przekładać się powinna na dalszy wzrost wyników notowanych spółek. Atrakcyjne poziomy wycen i oczekiwane najwyższe w historii dywidendy są kolejnymi argumentami za utrzymywaniem ekspozycji na polski rynek akcji.

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych indeksów wyliczanych dla notowanych na GPW akcji. Dane za kwiecień 2025.

| Indeks | kwi. 25 | ytd   | Indeks          | kwi. 25 | ytd   | Indeks     | kwi. 25 | ytd   |
|--------|---------|-------|-----------------|---------|-------|------------|---------|-------|
| WIG    | 2,9%    | 24,1% | WIG-BANKI       | 0,4%    | 30,3% | WIG-LEKI   | 0,9%    | 8,6%  |
| WIG20  | 1,8%    | 24,9% | WIG-BUDOW       | 8,2%    | 26,0% | WIG-MEDIA  | 5,3%    | 8,2%  |
| MWIG40 | 5,8%    | 24,1% | WIG-CHEMIA      | 0,6%    | 12,6% | WIG-MOTO   | 7,7%    | 5,9%  |
| SWIG80 | 3,7%    | 16,8% | WIG-ENERG       | 5,1%    | 29,7% | WIG-NRCHOM | 6,6%    | 19,7% |
| WIG30  | 2,7%    | 25,6% | WIG-GORNIC      | -3,9%   | 4,9%  | WIG-ODZIEZ | -9,2%   | 7,5%  |
| WIG140 | 2,9%    | 24,3% | WIG-INFO        | 2,9%    | 37,3% | WIG-PALIWA | 0,3%    | 43,5% |
|        |         |       | WIGtechTR Index | 7,4%    | 22,0% | WIG-SPOZYW | -1,0%   | 11,0% |

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych polskich indeksów oraz stopy zwrotu z 3 najlepszych i 3 najgorszych inwestycji w ramach wymienionych indeksów. Dane za kwiecień 2025.

| Indeks WIG20   | Zmiana | Indeks MWIG40     | Zmiana | Indeks SWIG80         | Zmiana |
|----------------|--------|-------------------|--------|-----------------------|--------|
| Pepco Group NV | 19,1%  | Eurocash SA       | 25,7%  | Boryszew SA           | 61,9%  |
| Dino Polska SA | 17,1%  | Cyfrowy Polsat SA | 22,4%  | Datawalk SA           | 49,6%  |
| Budimex SA     | 12,0%  | XTB SA            | 20,3%  | Polimex-Mostostal     | 30,1%  |
| CCC SA         | -7,1%  | Enea SA           | -6,9%  | Wittchen SA           | -15,4% |
| LPP SA         | -12,5% | AB SA             | -8,9%  | Captor Therapeutics   | -18,7% |
| Alior Bank SA  | -14,6% | Selvita SA        | -15,8% | Stalexport Autostrady | -21,2% |

Na koniec kwietnia spółki z indeksu WIG20 wyceniane były na wskaźniku cena do zysku na 2025 r. na poziomie 9,7 przy średniej dziesięcioletniej 10,7. Dla indeksu mWIG40 cena do zysku wyniosła 10,7 przy średniej 10-letniej 12,8.

## Pozycjonowanie

Inwestujemy w spółki (pozycja długa), których potencjał oceniamy jako atrakcyjniejszy w stosunku do indeksu do którego spółka jest zaliczana (pozycja krótka). Ocena emitenta dokonywana jest w oparciu o krótko i średnioterminowy potencjał do poprawy wyników finansowych, z uwzględnieniem ryzyk politycznych i prawnych oraz ryzyk wynikających ze struktury akcjonariatu.

## Strategia Inwestycyjna

Inwestycja w akcje wyselekcjonowanych emitentów (pozycja długa) przy jednoczesnej sprzedaży kontraktów terminowych na odpowiednie indeksy (pozycji krótka) zapewnia eliminację ryzyka rynkowego. Skutecznie realizowana umożliwia zarabianie także podczas spadków indeksów rynkowych. Fundusz nie posiada benchmarku rynkowego.

## Nota prawna

Subfundusz Skarbiec Market Neutral wydzielony w ramach SKARBIEC FIO. Wymagane prawem informacje dotyczące Subfunduszu, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i dokumentach zawierających kluczowe informacje dostępne w siedzibie SKARBIEC TFI SA, w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusz nie gwarantuje realizacji określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Wartość Aktywów Netto Subfunduszu może się charakteryzować dużą zmiennością wynikającą ze składu portfela lub z przyjętej techniki zarządzania portfelem. Prezentowane wyniki inwestycyjne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym. Tabela opłat manipulacyjnych oraz informacje o podatku bezpośrednio obciążającym dochód z inwestycji dostępne są pod numerem infolinii: (22) 588 18 43, w serwisie skarbiec.pl.

## Opisy ryzyk

Ryzyka mające istotne znaczenie dla Subfunduszu, które nie są odpowiednio uwzględnione przez wskaźnik:

**Ryzyko kredytowe** Ryzyko związane z trwałą lub czasową utratą przez emitentów papierów wartościowych zdolności do wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań. W skład tej kategorii ryzyka wchodzi również ryzyko związane z obniżeniem ratingu kredytowego emitenta przez agencję ratingową i wynikający z niego spadek cen dłużnych papierów wartościowych emitenta. Pogorszenie się kondycji finansowej emitentów papierów wartościowych lub obniżenie ratingu dla tych papierów lub emitentów może w efekcie prowadzić do spadków wartości jednostek Uczestnictwa.

**Ryzyko płynności** Ograniczona płynność instrumentów finansowych związana z niskimi obrotami na giełdzie lub rynku, na którym dokonywany jest obrót, może negatywnie wpływać na wartość aktywów Subfunduszu.

**Ryzyko kontrahenta** Istnieje ryzyko związane z możliwością niewywiązania się kontrpartnerów Subfunduszu ze zobowiązań wynikających z zawieranych przez Subfundusz umów, co może prowadzić do spadku aktywów Subfunduszu.

**Ryzyko operacyjne** Istnieje ryzyko wystąpienia strat związanych z błędną lub opóźnioną realizacją transakcji w wyniku nieadekwatnych lub zawodnych procesów wewnętrznych, błędów ludzkich, błędów systemów, a także w wyniku zdarzeń zewnętrznych.

**Ryzyko związane z możliwością nabywania przez Subfundusz Instrumentów Pochodnych** W związku z tym, że Subfundusz może nabywać Instrumenty Pochodne, pojawią się dodatkowe ryzyka, w tym niewłaściwego zabezpieczenia, oznaczające, że zyski na Instrumencie Pochodnym nie zrekompensują strat na aktywie zabezpieczanym.

Inne istotne ryzyka Subfundusz dążąc do realizacji celu inwestycyjnego będzie inwestował Aktywa w akcje oraz będzie zajmował krótkie pozycje w instrumentach pochodnych dla których bazę stanowią indeksy giełdowe celem zabezpieczania ryzyka rynkowego posiadanych akcji. Ze strategią tą związane jest przede wszystkim ryzyko niedopasowania zabezpieczenia do zabezpieczanych aktywów, co oznacza że zabezpieczenie może nie być skuteczne oraz może powodować (również poprzez ryzyko bazy) zwiększenie zmienności wartości jednostek uczestnictwa, szczególnie w okresach wysokiej zmienności na rynku akcji.

Szczegółowe informacje dotyczące ryzyk znajdują się w prospekcie informacyjnym Funduszu w części dotyczącej Subfunduszu w punkcie opisującym ryzyka inwestycyjne związane z przyjętą polityką inwestycyjną Subfunduszu.