

**Łukasz Siwek**zarządzający  
funduszami akcyjnymi**Michał Stawicki**dyrektor Zespołu  
Funduszy Dłużnych i  
zarządzający  
funduszami**Wiktor Daniłow**zarządzający  
funduszami**Dariusz  
Świniarski**strateg i zarządzający  
funduszami**Paweł  
Regulski**zarządzający  
funduszami

## Informacja reklamowa

### Komentarz do wyniku w kwietniu 2025 roku

#### Wyniki subfunduszu

W minionym miesiącu subfundusz Skarbiec Stabilnego Wzrostu zyskał 3,33% (pierwszy kwartyl, przy medianie w grupie porównawczej na poziomie 2,66% oraz benchmarku 3,02%).

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 docelowo 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 Księżęcej. 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 kolejne 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 punktów. 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% |

Pomimo ogłoszenia 2-go kwietnia przez prezydenta Trumpa ceł na towary sprowadzane do USA z ponad 180 krajów, kwiecień był pozytywnym miesiącem na rynku długu skarbowego na świecie. Spośród krajów z naszego spektrum inwestycyjnego rentowności spadły wszędzie poza Rumunią. Główna stopa procentowa w Rumunii pozostaje na niezmiennym poziomie od 9 miesięcy tj. 6,5%. Inflacja CPI utrzymuje się na podwyższonym poziomie 4,9% r/r, a PPI z poziomu -3,1% r/r w październiku 2024 r. urosła na koniec lutego do 4% r/r. BNR wstrzymuje się z obniżkami stóp z uwagi na utrzymującą się siłę rumuńskiego konsumenta, wśród dwucyfrowej dynamiki wzrostu wynagrodzeń. Deficyt na rachunku obrotów bieżących i deficyt budżetowy utrzymują się niewiele powyżej 10% rumuńskiego PKB, co wymusza zapotrzebowanie na środki spoza kraju. Suma tych czynników, które wywierają presję na ceny rumuńskich papierów skarbowych, została w kwietniu spotęgowana przez ryzyko niepożądanego rozwoju wydarzeń w wyborach prezydenckich. Odsuwanie reformy fiskalnej w czasie może się zmaterializować, w przypadku zwycięstwa kandydata spoza rządzącego obecnie obozu koalicyjnego. Inwestorzy pozbywali się rumuńskich papierów zarówno w walucie lokalnej jak i również tych denominowanych w EUR i USD. Spread kredytowy w EUR rozszerzył się w środku miesiąca, po czym zawęził się dając miejsce na zamknięcie pozycji przed zaplanowanymi na 4 maja wyborami.

Na rynkach bazowych panował optymizm. Krzywe dochodowości w USA, Niemczech i Węgrzech wystromiły się, z uwagi na mocniejszy spadek krótkiego końca wobec mniejszych spadków na długim końcu. W USA zmienność była kolejny miesiąc podwyższona, nakręcana idiosynkratycznymi czynnikami. Decyzja Trumpa w ramach „Liberation Day” nie spotkała się z aprobatą inwestorów. Doszło do niecodziennej sytuacji, czyli wzrostu rentowności amerykańskich Treasuries i osłabiania się USD. Ryzyko spadku dynamiki amerykańskiego PKB w wyniku napięć w globalnej wymianie handlowej przy rosnących oczekiwaniach inflacyjnych wypchnęło rentowność amerykańskiego benchmarku 10-letniego na poziom 4,5%. Intuicyjnie w momencie pojawienia się perspektywy spadku PKB, rentowności powinny maleć. W tym przypadku inwestorzy zaczęli wyprzedawać amerykańskie aktywa, z uwagi na osłabienie zaufania do amerykańskiego rządu kierowane nieprzewidywalnością w zakresie podejmowanych decyzji. Wspomniany poziom 4,5% na rentowności 10-letniego benchmarku był progiem bólu i Białe Dom ogłosił zamrożenie wprowadzenia ceł na 90 dni. W tym okresie USA będą prowadziły bilateralne negocjacje z poszczególnymi krajami, których celem będzie podpisanie nowych porozumień dotyczących warunków wymiany handlowej. Postanowienie nie objęło Chin, stąd reakcja na rynku długu amerykańskiego nie wymazała całej skali przeceny. Tym elementem, który sprawił, że na koniec kwietnia rentowności były niższe niż miesiąc wcześniej była publikacja danych o amerykańskim PKB za I kw. 2025 r., która pokazała spadek o 0,3% kw/kw, mocniej niż oczekiwał rynek. Rozczarowujące dane z USA spowodowały spadki rentowności na świecie, poza m.in. omawianym przypadkiem Rumunii.

W minionym miesiącu kolejną decyzję o obniżce w bieżącym cyklu podjął EBC, obniżając stopy procentowe o 25 pb. Obecnie poziom głównej stopy procentowej EBC wynosi 2,4%. Nie było decyzyjnych posiedzeń banków centralnych w USA i Czechach. Na Węgrzech i w Rumunii poziom stóp nie zostały zmienione.

Rynek SPW w kwietniu przyniósł wyczekiwane zmiękczenie retoryki ze strony prezesa NBP. Szef NBP stwierdził, że ostatnie publikacje danych makro wskazują na złagodzenie presji inflacyjnej, m.in. ze względu na rewizję koszyka konsumpcyjnego GUS oraz hamowanie dynamiki płac, co stwarza przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej. Gołębi zwrot w komunikacji z rynkiem, który wybrzmiał na konferencji po kwietniowym posiedzeniu, otworzył drzwi do obniżek stóp NBP jeszcze w I połowie br. Szef NBP zasugerował, że możliwe dwie obniżki stóp NBP po 50 pb. będą dostosowaniem, a nie początkiem cyklu obniżek. Rynek SPW zareagował optymistycznie i w skali całego miesiąca krajowe rentowności w tenorze 10-cio i 2 letnim spadły o odpowiednio 51 pb. i 71 pb. Stawka WIBOR 6M spadła w kwietniu o 66 pb. co przełożyło się na relatywnie słaby performance papierów zmiennekuponowych na tle stałokuponowych. Krajowe asset swapy rozszerzyły się, za sprawą silniejszych spadków stawek IRS vs. rentowności SPW. Wstępny odczyt CPI za kwiecień przyniósł spadek do poziomu 4,2% r/r oraz poniżej oczekiwań. Rynkowa wycena zakładała na koniec kwietnia spadek stóp na koniec 2025 r. o 200 pb. Pomimo naszego pozytywnego nastawienia do krajowego rynku instrumentów dłużnych, nie zakładamy realizacji takiego scenariusza i dlatego ograniczyliśmy poziom przeważenia w duracji, realizując zyski po skokowym spadku rentowności w horyzoncie całego miesiąca.

## Pozycjonowanie subfunduszu

Alokacja w akcje wynosi na koniec miesiąca około 42%. Część akcyjna składa się prawie wyłącznie z akcji notowanych na GPW (ok. 92%). Obecnie w udziałowej części portfela znajduje się około 21 spółek.

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.

Duration części dłużnej portfela było w trakcie całego miesiąca powyżej benchmarku.

## Strategia inwestycyjna

Skarbiec Stabilnego Wzrostu to subfundusz stabilnego wzrostu o udziale akcji od 10% do 50% inwestując przede wszystkim na rynku polskim z możliwą alokacją na rynki zagraniczne. Zarządzający skupiają się na selektywnym wyborze ograniczonej liczby spółek (ok. 20-30) o najwyższym oczekiwanym potencjale wzrostu. Zarządzający funduszem wykorzystują także pomysły z innych funduszy z oferty Skarbiec TFI, w tym Skarbcia Akcji Polskich, Skarbcia MIŚ. Część dłużna subfunduszu korzysta z najlepszych pomysłów subfunduszu Skarbiec Obligacji.

Zarządzający skupiają się na selektywnym wyborze ograniczonej liczby spółek o najwyższym oczekiwanym potencjale wzrostu, skupiając się przede wszystkim na krajowych blue chipach oraz „misiach”. Zarządzający funduszem dokonuje selektywnego wyboru ograniczonej liczby spółek, poprzedzonego dogłębną analizą fundamentalną spółki, rynku, na którym działa, otoczenia konkurencyjnego, składu zarządu oraz struktury akcjonariatu, jak również analizując potencjalne zdarzenia korporacyjne mogące dotyczyć analizowanej firmy. Aby zrównoważyć ryzyko inwestycyjne, część środków lokowana jest w papierach dłużnych.

Część dłużna jest aktywnie zarządzana, w szczególności poprzez pozycjonowanie na polskim rynku obligacji, w większości w obligacjach skarbowych, ale też obligacjach gwarantowanych przez SP. Możliwe są również niewielkie pozycje na rynkach bazowych.

Realizowana strategia inwestycyjna charakteryzuje się istotnymi odchyleniami od benchmarku. Wyróżnikiem funduszu jest także wysoka waga przypisywana płynności walorów nabywanych do portfela. Jest to niezwykle ważne w momentach, gdy następuje osłabienie sentymentu lub pojawiają się nagłe korekty bądź okazje rynkowe.

## Nota prawna

Subfundusz Skarbiec Stabilnego Wzrostu 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 stosuje strategię alokacji aktywów, która zakłada, że udział części akcyjnej wynosi nie mniej niż 10% i nie więcej niż 50% aktywów. Oznacza to, że nawet w okresach dekonjunktury na rynku akcji w skład portfela inwestycyjnego Subfunduszu będą wchodzić akcje oraz inne instrumenty o wysokim ryzyku inwestycyjnym. Może to prowadzić, wobec utrzymującej się dekonjunktury na giełdzie, do wahań i spadków wartości Jednostki Uczestnictwa Subfunduszu.

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.