



## 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 sierpniu 2026 roku

Fundusz wypracował w sierpniu stopę zwrotu -0,57%. Zarówno pozycje długie jak i krótkie funduszu skoncentrowane są obecnie na rynku europejskim z dużym udziałem pozycji na rynku polskim. W portfelu znajdują się 25 spółek (pozycja długa) w stosunku do kluczowych indeksów (pozycja krótka w kontraktach na WIG20, mWIG40 czy Stoxx600). Od początku roku subfundusz zarobił +1,91%.

### Miesięczne stopy zwrotu z wybranych indeksów giełdowych na koniec sierpnia 2026 r.

|        | Skarbiec<br>Market<br>Neutral | WIG Indeks | WIG 20TR<br>Indeks | mWIG40TR<br>Indeks | sWIG80TR<br>Indeks |
|--------|-------------------------------|------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| sie 26 | -0,57%                        | 3,50%      | 3,57%              | 3,66%              | 2,55%              |
| lip 26 | 1,21%                         | 8,67%      | 9,34%              | 8,73%              | 1,30%              |
| cze 26 | 1,88%                         | -0,99%     | -0,95%             | -0,68%             | -4,07%             |
| maj 26 | -1,47%                        | 6,61%      | 6,41%              | 8,32%              | 5,05%              |
| kwi 26 | 0,34%                         | 4,94%      | 4,51%              | 6,91%              | 3,70%              |
| mar 26 | -0,79%                        | -3,41%     | -2,87%             | -5,20%             | -5,38%             |
| lut 26 | -0,13%                        | 1,56%      | 2,38%              | -0,50%             | -1,28%             |
| sty 26 | 1,48%                         | 6,49%      | 5,53%              | 9,77%              | 7,15%              |
| gru 25 | -0,08%                        | 4,80%      | 6,06%              | 1,52%              | 1,57%              |
| lis 25 | 0,63%                         | 0,34%      | 0,49%              | 0,50%              | -1,20%             |
| paź 25 | -2,75%                        | 4,82%      | 5,78%              | 3,60%              | -0,86%             |
| wrz 25 | 0,76%                         | 1,52%      | 1,88%              | -0,29%             | 3,06%              |
| sie 25 | 0,29%                         | -2,88%     | -3,34%             | -2,64%             | 0,07%              |
| lip 25 | -0,71%                        | 3,05%      | 3,78%              | 1,00%              | 2,01%              |
| cze 25 | 0,07%                         | 3,17%      | 3,09%              | 3,90%              | 1,51%              |
| maj 25 | -2,28%                        | 2,79%      | 2,64%              | 2,97%              | 4,12%              |
| 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%              |

Źródło: Opracowanie własne, na podstawie Bloomberg

### Komentarz rynkowy

W sierpniu niemal wszystkie główne indeksy GPW ustanawiały historyczne maksima. Indeks WIG20 po blisko 19 latach przebił swój dotychczasowy rekord, osiągając poziom 4000 punktów, natomiast WIG pokonał kolejną psychologiczną barierę 150 tys. punktów. Sztuka ta nie udała się jedynie indeksowi sWIG80, grupującemu najmniejsze spółki, który od blisko roku porusza się w trendzie bocznym.

Istotnym wydarzeniem dla rynku była konferencja premiera Donalda Tuska i ministra finansów Andrzeja Domańskiego z 19 sierpnia, podczas której przedstawiono propozycję przebudowy systemu podatkowego od 2027 r. Zakłada ona podniesienie pierwszego progu podatkowego ze 120 tys. zł do 130 tys. zł, wprowadzenie nowej, pośredniej stawki 24 proc. dla dochodów między 130 tys. zł a 150 tys. zł oraz utrzymanie stawki 32 proc. dopiero dla dochodów przekraczających 150 tys. zł rocznie. Według rządu zmiany mają objąć około 3,5 mln podatników i zwiększyć dochód rozporządzalny gospodarstw domowych.

Z punktu widzenia inwestorów znacznie większe znaczenie miała jednak druga część pakietu, mająca sfinansować obniżenie obciążeń dla klasy średniej. Rząd zaproponował bowiem podwyższenie stawki CIT z 19 proc. do 22 proc. dla podmiotów osiągających przychody przekraczające 50 mln euro rocznie oraz dla podatkowych grup kapitałowych. Dodatkowo zapowiedziano wzrost daniny solidarnościowej z 4 proc. do 5 proc. dla osób osiągających dochody przekraczające 1 mln zł rocznie.

Warto również wspomnieć o opublikowanych założeniu ustawy mającej finansować wsparcie dla przemysłu energochłonnego. Projekt zakłada czasowe podwyższenie CIT dla największych przedsiębiorstw z sektora paliwowego i energetycznego do 30% w 2027 r., a następnie stopniowe obniżanie stawki do 26% w 2028 r. i 23% w 2029 r.

Na propozycje te inwestorzy zareagowali jednak pozytywnie, gdyż część rynku obawiała się bardziej kosztownych dla budżetu rozwiązań oraz tego, że źródłem finansowania reform mogłyby stać się dodatkowe, istotnie wyższe, podatki sektorowe.

Dodatkowe zainteresowanie wzbudziły wypowiedzi ministra aktywów państwowych Wojciecha Bałczuna, który podczas prezentacji projektu budżetu wskazywał, że MAP oczekuje zdecydowanie wyższych wpływów z dywidend niż rok wcześniej. Jednocześnie podkreślał, że państwo nie planuje sprzedaży pakietów akcji spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa, a większe wpływy mają pochodzić z poprawy efektywności oraz aktywnej polityki właścicielskiej.

Interpretacja analityków była jednoznaczna. Skoro na skutek weta Prezydenta, nie udało się sięgnąć bezpośrednio po zyski koncernów paliwowych poprzez wprowadzenie podatku od nadzwyczajnych zysków (windfall tax), rząd może próbować pozyskać te środki pośrednio, poprzez wyższe dywidendy ze spółek pozostających pod kontrolą Skarbu Państwa.

Wśród wydarzeń korporacyjnych na uwagę zasługuje zachowanie kursu Dino Polska. Choć wyniki za II kwartał były zbliżone do oczekiwań, zysk netto okazał się nieznacznie wyższy od konsensusu. Inwestorzy pozytywnie ocenili komentarze zarządu dotyczące perspektyw sprzedaży w drugiej połowie roku. Dodatkowo rosnące oczekiwania związane z powrotem inflacji żywności sprawiły, że podczas sesji następującej po publikacji raportu kurs akcji wzrósł o blisko 8 proc., czyniąc spółkę jednym z najmocniejszych komponentów WIG20.

Negatywnym wydarzeniem sierpnia była informacja CD Projektu dotycząca premiery „Wiedźmina 4”. Zarząd potwierdził, że gra trafi na rynek dopiero w 2028 r., podczas gdy część inwestorów nadal zakładała premierę w 2027 r. Jednocześnie spółka poinformowała, że nie zaprezentuje gry podczas targów Gamescom, co zostało odebrane jako brak krótkoterminowych katalizatorów marketingowych. Reakcja rynku była natychmiastowa. W dniu ogłoszenia kurs momentami tracił ponad 8 proc. Późniejsze zapowiedzi remastera „Wiedźmina 3” oraz prezentacja dodatku „Pieśni przeszłości” nie zdołały odwrócić negatywnego sentymentu, a notowania pozostawały pod presją do końca miesiąca.

Indeks WIG ma za sobą znakomity okres. Od początku roku wzrósł o ponad 30 proc., a od dołka z jesieni 2022 r. zyskał blisko 235 proc. Czy wraz ze schłodzeniem temperatur na warszawski parkiet zawita korekta? Jeśli tak, jej katalizatorem może być jeden lub kilka czynników jednocześnie, zarówno tych dobrze znanych, jak i obecnie trudnych do przewidzenia. Zamknięcie cieśniny Ormuz wpływające na wzrost cen ropy, utrzymująca się podwyższona inflacja, rosnące rentowności obligacji, dobrze znana inwestorom sezonowość czy potencjalna eskalacja konfliktu w Ukrainie to jedynie część ryzyk, które mogłyby doprowadzić do pogorszenia nastrojów na rynkach.

Z drugiej strony większość tych zagrożeń jest obecna w świadomości rynku od dłuższego czasu, a mimo to obserwowaliśmy dynamiczne wzrosty cen akcji. Dlatego, dopóki otoczenie fundamentalne pozostaje korzystne, utrzymujemy pozytywne nastawienie do polskiego rynku akcji, a ewentualną korektę traktowalibyśmy jako okazję do zwiększenia zaangażowania.

Wsparciem dla koniunktury pozostaje solidne tempo wzrostu polskiej gospodarki, napływ środków z KPO oraz rosnące nakłady na obronność. Wyniki spółek za II kwartał 2026 r. w wielu przypadkach przewyższyły oczekiwania rynku, a perspektywy na kolejne kwartały pozostają optymistyczne. Dodatkowym impulsem dla krajowego rynku akcji będzie przyjęty przez rząd projekt OKI, który w naszej ocenie może istotnie wpłynąć na saldo napływu kapitału, zwłaszcza do segmentu małych i średnich spółek. Przy wciąż atrakcyjnych wycenach polskich przedsiębiorstw utrzymujemy pozytywne średnio- i długoterminowe nastawienie do krajowego rynku akcji.

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych indeksów wyliczanych dla notowanych na GPW akcji. **Dane za sierpień 2026.**

| Indeks | sie  | ytd   | Indeks          | sie   | ytd   | Indeks     | sie   | ytd   |
|--------|------|-------|-----------------|-------|-------|------------|-------|-------|
| WIG    | 3,5% | 30,1% | WIG-BANKI       | 3,0%  | 36,4% | WIG-LEKI   | 4,9%  | 7,7%  |
| WIG20  | 2,6% | 26,3% | WIG-BUDOW       | 1,8%  | 12,0% | WIG-MEDIA  | -2,7% | 13,0% |
| MWIG40 | 3,7% | 29,8% | WIG-CHEMIA      | 11,9% | 17,5% | WIG-MOTO   | 4,8%  | 70,7% |
| SWIG80 | 2,4% | 6,4%  | WIG-ENERG       | 0,6%  | 9,2%  | WIG-NRCHOM | 0,4%  | 10,9% |
| WIG30  | 2,9% | 25,6% | WIG-GORNIC      | 16,5% | 28,3% | WIG-ODZIEZ | -3,9% | -2,2% |
| WIG140 | 3,5% | 30,3% | WIG-INFO        | 11,7% | 15,4% | WIG-PALIWA | 4,3%  | 70,3% |
|        |      |       | WIGtechTR Index | 0,0%  | 15,8% | WIG-SPOZYW | -1,7% | 5,4%  |

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 sierpień 2026.**

| Indeks WIG20      | Zmiana | Indeks MWIG40 | Zmiana | Indeks SWIG80      | Zmiana |
|-------------------|--------|---------------|--------|--------------------|--------|
| KGHM Polska Miedz | 16,0%  | JSW           | 32,0%  | Sygnity            | 24,8%  |
| Dino Polska       | 12,5%  | XTB           | 23,8%  | Selena FM          | 22,7%  |
| PGE               | 9,8%   | ASBIS         | 23,0%  | Ryvru Therapeutics | 19,9%  |
| KRUK SA           | -6,1%  | Orange Polska | -10,2% | Cognor Holding     | -10,5% |
| CD Projekt        | -6,2%  | Polenergia    | -13,7% | Atrem              | -11,1% |
| Modivo            | -6,4%  | Text          | -16,8% | Datawalk           | -14,8% |

Na koniec sierpnia spółki z indeksu WIG20 wyceniane były na wskaźniku cena do zysku na 2026 r. na poziomie 11,1 przy średniej dziesięcioletniej 10,6. Dla indeksu mWIG40 cena do zysku wyniosła 14,5 przy średniej 10letniej 12,4.

## 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

Z inwestycją w Subfundusz związane jest ryzyko rynkowe wynikające z faktu inwestowania przez Subfundusz większości swoich aktywów w akcje, z czym wiążą się określone kategorie ryzyka charakterystyczne dla danego rodzaju papierów wartościowych. Dodatkowo ryzyko lokat Subfunduszu wynika z ryzyka związanego z zajmowaniem przez Subfundusz krótkiej pozycji w instrumentach pochodnych, dla których bazę stanowią indeksy giełdowe. Z uwagi na politykę inwestycyjną Subfunduszu polegającą na zabezpieczaniu ryzyka rynkowego posiadanych akcji poprzez zajmowanie krótkiej pozycji w instrumentach pochodnych, ryzyko rynkowe będzie minimalizowane, przy czym z uwagi na występujące niedopasowanie instrumentów zabezpieczanych oraz bazy instrumentów zabezpieczających pojawiać się będą dodatkowo ryzyka związane z zastosowaniem tej strategii (ryzyko bazy, ryzyko niedopasowania, i inne ryzyka charakterystyczne dla instrumentów pochodnych). Ceny papierów wartościowych i innych instrumentów na giełdzie lub rynku, na którym są notowane, w większym lub mniejszym stopniu podlegają zmianom w zależności od ogólnej sytuacji na rynku, czyli od stanu koniunktury giełdowej. Pogorszenie się koniunktury giełdowej może prowadzić do spadku cen większości notowanych papierów wartościowych i instrumentów finansowych, co z kolei może wpływać na spadki wartości jednostek uczestnictwa.

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