



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 grudniu 2025 roku

Wyniki subfunduszu

W grudniu subfundusz Skarbiec Akcji Polskich zyskał o +4,36% (trzeci kwartył, przy medianie w grupie porównawczej na poziomie +4,61%). Od początku roku subfundusz zyskał +25,73%. Grudzień był miesiącem, który mocnym akcentem zwieńczył znakomity rok na warszawskiej giełdzie.

Indeks WIG ustanowił w ostatnim dniu sesyjnym nowy rekord, przekraczając poziom 117 tys. punktów, a cały miesiąc zakończył się blisko 5-procentowym wzrostem. Trwająca od nieco ponad trzech lat hossa przyniosła łącznie wzrost o około 157%, zaś w samym 2025 roku indeks WIG zyskał 47,3%.

Locomotywami grudniowych wzrostów były sektory górniczy i odzieżowy. Wśród spółek górniczych wyróżniał się przede wszystkim KGHM - lider wzrostów na GPW. Kurs akcji spółki regularnie pokonywał lokalne szczyty, osiągając na ostatniej sesji roku poziom 281 zł za akcję, co w skali miesiąca podniosło wycenę spółki o prawie 33%. Imponujący rajd wynikał między innymi z rosnących cen metali przemysłowych, w szczególności miedzi. Wyższy popyt był efektem wzrostu zapotrzebowania na energię, postępującej transformacji energetycznej oraz problemów podaży, które windowały ceny czerwonego metalu w górę. Dodatkowym wsparciem dla kursu była aprecjacja cen srebra, którego KGHM jest jednym z czołowych producentów na świecie. W ujęciu całorocznym kurs KGHM wzrósł aż o około 144% względem końca 2024 r., co czyni go zdecydowanym liderem wśród największych emitentów na GPW. Wzrost w sektorze odzieżowym zawdzięczany był głównie wyższe notowań LPP. Giełdowa reakcja na publikację wyników za III kwartał 2025 roku była jednym z kluczowych wydarzeń rynkowych grudnia: kurs spółki dynamicznie wzrósł w dniu publikacji raportu, osiągając historyczne maksima. Spółka wykazała nieznacznie lepsze od oczekiwań przychody, ale szczególnie mocno zarezonowały wśród inwestorów pozytywne zaskoczenia dotyczące marż oraz zaprezentowane przez zarząd średnioterminowe prognozy.

Ważnym wydarzeniem na warszawskim parkiecie były również transakcje ABB (przyspieszonej budowy księgi popytu). Już pierwszego dnia grudnia, po sesji, na rynek trafiła oferta sprzedaży akcji Santander Bank Polska. Banco Santander sprzedał ponad 3,5% akcji po 482 zł za sztukę, co dało łączną wartość około 1,72 mld zł. Transakcja była oczekiwana, po tym jak Banco Santander sprzedał 49% udziałów Santander Bank Polska na rzecz Erste Group Bank, jednak rynek spodziewał się, że podaż akcji pojawi się dopiero po uzyskaniu wszystkich zgód regulatorów i przejęciu pakietu przez Erste. 12 grudnia BNP Paribas ogłosił rozpoczęcie oferty sprzedaży 9,2 mln akcji BNP Paribas Bank Polska, stanowiących ok. 6,2% kapitału zakładowego, w drodze przyspieszonej budowy księgi popytu. Wartość transakcji wyniosła około 1,1 mld zł, przy cenie 120 zł za akcję. Po rozliczeniu sprzedaży większościowy akcjonariusz nadal posiadał około 75% udziałów w banku.

Podsumowując, indeks WIG20 zakończył grudzień wzrostem o 6,1%. Uwzględniając umocnienie złotego wobec dolara, w ujęciu walutowym wynik ten wyniósł 7,8%, co uplasowało WIG20 na 10. miejscu wśród 92 głównych indeksów świata według Bloombergu. Od początku roku stopa zwrotu WIG20 sięgnęła 66,4% w USD (45,3% w PLN), dając polskim blue chipom jedenastą pozycję na świecie. W zestawieniu miesięcznym słabsze wyniki osiągnęły spółki o małej i średniej kapitalizacji. Indeks mWIG40 zyskał 1,4%, zaś sWIG80, grupujący najmniejsze podmioty, wzrósł o 0,9%. W ujęciu całorocznym widać zależność: im mniejsza kapitalizacja spółki, tym niższa stopa zwrotu. Indeks mWIG40 zakończył 2025 r. stopą zwrotu prawie 12% niższą niż blue chipy, a w przypadku sWIG80 różnica sięgnęła blisko 20%. W ostatnich 20 latach tak istotne odchylenia na niekorzyść mniejszych spółek pojawiały się zaledwie cztery razy. Duża dysproporcja uwidacznia wpływ inwestorów zagranicznych, którzy koncentrują się na większych, płynnych spółkach, podczas gdy brak napływów do lokalnych funduszy i niższa aktywność inwestorów indywidualnych odbijały się na słabszej postawie mniejszych emitentów.

Za nami znakomity rok dla posiadaczy polskich akcji. Indeks WIG sukcesywnie poprawiał swoje historyczne szczyty, by na koniec roku przebić poziom 117 tys. co dało roczną stopę zwrotu na poziomie 47,3%. Trwająca od nieco ponad trzech lat hossa przyniosła wzrosty o blisko 157%.

Patrząc na 2026 rok nadal jesteśmy pozytywni, choć w krótkim terminie pewne schłodzenie nastrojów nie byłoby według nas niczym zaskakującym. Perspektywy dla polskiego rynku akcji pozostają korzystne i opierają się na solidnych fundamentach makroekonomicznych. Ekonomisci oczekują, że Polska utrzyma jedno z najwyższych temp wzrostu gospodarczego w Europie także w kolejnych latach. Potencjalne ożywienie gospodarcze w Niemczech, po okresie stagnacji, stanowiłoby dodatkowy impuls dla krajowej koniunktury, wzmacniając popyt zewnętrzny i aktywność inwestycyjną. Silna gospodarka powinna sprzyjać dalszej poprawie wyników finansowych spółek notowanych na GPW. Wzrost zysków ma szansę być widoczny w wielu sektorach, co tworzy sprzyjające warunki do wzrostu wycen akcji. Jednocześnie trudno oczekiwać, aby spółki z dominującym udziałem Skarbu Państwa po wyjątkowo dobrym okresie nadal wyraźnie przewyższały szeroki rynek. Taki scenariusz zwiększa prawdopodobieństwo szerszego uczestnictwa spółek prywatnych w dalszych wzrostach indeksów. Polski rynek akcji pozostaje atrakcyjny pod względem wycen. Indeksy giełdowe notowane są na poziomach korzystnych zarówno w relacji do własnej historii, jak i na tle innych rynków. Choć trzy ostatnie lata wzrostów zmniejszyły dyskonto wobec rynków wschodzących, nadal pozostaje ono istotne i może sprzyjać dalszej konwergencji wycen. Istotnym elementem pozytywnego scenariusza pozostaje wysoki potencjał dywidendowy. Oczekiwanie wysokie zyski spółek powinny przełożyć się na atrakcyjne wypłaty dla akcjonariuszy, których łączna wartość w 2026 roku może zbliżyć się do 50 mld zł. W połączeniu ze spadającymi stopami procentowymi zwiększa to atrakcyjność rynku akcji jako źródła dochodu. Dodatkowym wsparciem dla notowań będą systematyczne napływy kapitału z programów emerytalnych. Spadek stóp procentowych oraz wprowadzenie nowego instrumentu finansowego (OKI) stwarzają szansę na dodatnie saldo przepływów do krajowych funduszy akcji, wzmacniając popyt na lokalne aktywa. Zainteresowanie polskim rynkiem akcji ze strony inwestorów zagranicznych stopniowo rośnie, co poprawia płynność i sprzyja stabilniejszemu wzrostowi wycen. Na szczególną uwagę, w naszej ocenie zasługują spółki o średniej i mniejszej kapitalizacji. Skład indeksów mWIG40 i sWIG80 w większym stopniu odzwierciedla strukturę krajowej gospodarki, dlatego utrzymujące się pozytywne momentum wzrostu PKB powinno wspierać ich wyceny. Historycznie segment ten zachowywał się lepiej niż największe spółki, co zwiększa jego atrakcyjność w horyzoncie 2026 roku.

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

Indeks	gru	ytd	Indeks	gru	ytd	Indeks	gru	ytd
WIG	4,8%	47,3%	WIG-BANKI	6,1%	55,3%	WIG-LEKI	-5,7%	-9,0%
WIG20	6,1%	45,3%	WIG-BUDOW	3,7%	38,0%	WIG-MEDIA	5,0%	-2,4%
MWIG40	1,4%	33,6%	WIG-CHEMIA	-2,4%	0,4%	WIG-MOTO	-0,1%	1,1%
SWIG80	0,9%	25,4%	WIG-ENERG	-8,0%	59,9%	WIG-NRCHOM	1,9%	35,1%
WIG30	5,8%	45,7%	WIG-GORNIC	30,5%	131,5%	WIG-ODZIEZ	12,7%	14,6%
WIG140	4,8%	47,9%	WIG-INFO	9,0%	76,5%	WIG-PALIWA	2,2%	115,7%
			WIGtechTR Index	1,9%	29,0%	WIG-SPOZYW	-2,4%	9,0%

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 grudzień 2025.**

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks SWIG80	Zmiana
KGHM Polska Miedz SA	32,6%	Benefit Systems SA	17,4%	Captor Therapeutics SA	51,0%
Zabka Group SA	22,3%	Neuca SA	14,3%	Selvita SA	36,6%
Orange Polska SA	12,1%	Mirbud SA	13,0%	Ryvu Therapeutics SA	36,3%
Dino Polska SA	-6,0%	Asseco Poland SA	-14,6%	Elektrotim SA	-13,6%
CCC SA	-10,8%	Text SA	-14,7%	Cognor Holding SA	-17,5%
PGE SA	-11,5%	Cyfrowy Polsat SA	-14,8%	Bumec SA	-18,1%

Obecnie portfel składa się z 32 pozycji. Oczekuję, że w przyszłości liczba emitentów w portfelu będzie utrzymywać się w przedziale od 30 do 40. Nie jest to jednak cel sam w sobie i będzie brać pod uwagę aktualną sytuację rynkową.

Od dłuższego czasu fundusz posiada tylko i wyłącznie akcje polskich spółek w związku z rosnącymi obrotami oraz poprawiającą się płynnością. Wzrost obrotów na polskim rynku powoduje również, że nie ma potrzeby utrzymywania rezerwy płynnościowej w walorach zagranicznych, dzięki czemu fundusz może w 100% koncentrować się na walorach, którym jest dedykowany.

Strategia inwestycyjna

Subfundusz łączy ze sobą atrakcyjne inwestycyjnie blue chipy oraz perspektywiczne i dobrze zarządzane firmy z segmentu średnich i małych spółek. Udział spółek z indeksu WIG20 stanowi co najmniej 50% portfela.

W 2026 r. dynamika PKB powinna wynieść powyżej 3,0%. Wzrost gospodarczy będzie bazował na inwestycjach, które powinny przełożyć się na wzrost akcji kredytowej w sektorze bankowym oraz wpłynąć na poprawę sytuacji w polskim przemyśle oraz usługach budowlanych. Cały czas ważnym elementem będzie wzrost konsumpcji wspierający wyniki spółek detalicznych. Uważamy, że GPW sprzyjać będzie zmiana postrzegania Polski na arenie międzynarodowej, co przełoży się na wzrost wycen akcji (tzw. spadek premii za ryzyko). W kolejnych latach Polska gospodarka będzie także beneficjentem procesów związanych z przenoszeniem produkcji z Azji do Europy.

Aktualne wyceny w dalszym ciągu są bardzo atrakcyjne dla inwestorów średnio i długoterminowych. Na koniec grudnia spółki z indeksu WIG20 wyceniane były na wskaźniku cena do zysku na 2026 r. na poziomie 11,8 przy średniej dziesięcioletniej 10,6. Dla indeksu mWIG40 cena do zysku wyniosła 12,5 przy średniej 10-letniej 12,5.

Czynnikiem, który wspierać będzie cały rynek jest dopływ kapitału na polską giełdę. Reformy OFE została na razie zawieszona, a wzrost aktywów w ramach różnych programów oszczędnościowych gwarantuje powtarzalny popyt na akcje. Duży potencjał też drzemie w oszczędnościach Polaków zgromadzonych w bankach na lokatach.

Z roku na rok poprawia się także atrakcyjność notowanych emitentów. Rośnie liczba prywatnych przedsiębiorstw o średniej i dużej skali przychodów, oferujących przy tym interesujące perspektywy wzrostu biznesu w kolejnych latach. Jest to ważny czynnik wspierający zainteresowanie giełdą w Warszawie zarówno wśród lokalnych inwestorów jak i tych międzynarodowych.

W naszych inwestycjach skupiamy się na firmach prywatnych posiadających zdiagnozowane przewagi konkurencyjne, unikalne kompetencje lub działających w perspektywicznych sektorach gospodarki. Możliwość rozwoju poza Polską będzie tutaj ważnym atutem.

Nota prawna

Subfundusz Skarbiec Akcji Polskich 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 dostępnych 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 emitowane przez spółki publiczne, z czym wiąże się określone kategorie ryzyka charakterystyczne dla danego rodzaju papierów wartościowych oraz dla dokonywania inwestycji na rynkach zagranicznych. 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.