

## Michał Stawicki

dyrektor Zespołu  
Funduszy Dłużnych i  
zarządzający  
funduszami

## Wiktor Daniłow

zarządzający  
funduszami

## Dariusz Świniarski

strateg i  
zarządzający  
funduszami

### Informacja reklamowa

## Komentarz do wyniku w grudzień 2025 roku

W grudniu 2025 roku subfundusz osiągnął stopę zwrotu na poziomie 0,50 proc. Mediana w grupie porównawczej według Analiz Online była na poziomie 0,43 proc. Subfundusz osiągnął wynik powyżej bieżącej rentowności portfela.

### Wyniki inwestycyjne (30/12/2025 r.)

| MTD   | 3M    | 6M    | ytd   | 1R    |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 0,50% | 1,45% | 3,32% | 6,70% | 6,70% |

W grudniu najlepszy wynik osiągnęły polskie obligacje skarbowe o tenorze do 3 lat. Polskie obligacje skarbowe o dłuższym tenorze wypracowały wyższą stopę zwrotu od amerykańskich i niemieckich obligacji skarbowych o zapadalności od roku do 10 lat. Polskie obligacje skarbowe o zmiennym kuponie były relatywnie mocniejsze od stałokuponowych.

| Wskaźnik       | Opis                                                     | Zmiana<br>12.2025 r. |
|----------------|----------------------------------------------------------|----------------------|
| TBSP Index     | Indeks polskich obligacji o stałym kuponie               | 0,46 %               |
| GPWB1Y3Y Index | Indeks polskich obligacji o stałym kuponie (od 1Y do 3Y) | 0,56 %               |
| GPWB-BWZ Index | Indeks polskich obligacji o zmiennym kuponie             | 0,48 %               |
| BEUS10 Index   | Indeks amerykańskich obligacji skarbowych (1-10 lat)     | 0,12 %               |
| BEGR10 Index   | Indeks niemieckich obligacji skarbowych (1-10 lat)       | -0,43%               |

W grudniu FOMC dokonał trzeciej w 2025 roku i szóstej od początku cyklu obniżki stóp procentowych. Cięcie o 25 pb spowodowało stopy procentowe Fed do przedziału 3,50-3,75%. Obniżenie stóp wynikało ze zmniejszającego się zagrożenia wzrostu inflacji przy jednoczesnych obawach o ochłodzenie na rynku pracy, na co wskazywali niektórzy członkowie FOMC jeszcze przed posiedzeniem. Grudniowe posiedzenie pokazało dużą rozbieżność opinii wśród członków FOMC. Siedmiu z nich (spośród 19) uważa, że przestrzeni do kolejnych obniżek nie ma już w ogóle. Ośmiu spodziewa się co najwyżej dwóch cięć w 2026 r. a jedyny nominat D. Trumpa, Stephen Miran, widziałby stopę Fed na poziomie 2,0-2,25% na koniec 2026 r. (6 obniżek po 25 pb). Rentowności amerykańskich obligacji w grudniu spadły tylko na krótkim końcu krzywej dochodowości (o 12 bp), natomiast rentowności na długim końcu krzywej wzrosły (10-letnie o 8pb). W całym 2025 roku amerykańska krzywa wystromiła się (tzw. „bull steepener”), czyli spadek rentowności na całej długości krzywej z mocniejszym ruchem na krótkim końcu. W całym roku 2025 rentowność amerykańskiej 10-latki spadła o 37 pb, przy spadku 2-latki o 77 pb. W 2026 r. układ sił w Fed znacznie się zmieni. W lutym wymienionych zostanie dwunastu szefów regionalnych Fed, którzy uczestniczą rotacyjnie w FOMC, w maju upływa zaś kadencja J. Powella i z dużym prawdopodobieństwem jego następcą będzie zwolennik większych cięć stóp procentowych (rynek oczekuje obecnie ok. 2-3 25-punktowych obniżek).

Opublikowane w grudniu dane makroekonomiczne okazały się mieszane i zaskakiwały uczestników rynku. Odczyt inflacji CPI za listopad okazał się pozytywnym zaskoczeniem (odczyt 2,7% r/r przy oczekiwanym 3,1%), podobnie jak inflacji bazowej (2,6% r/r przy oczekiwanej 3%).

Dane z rynku pracy za listopad potwierdzały obawy członków Fed - wzrost stopy bezrobocia do 4,6% (przy oczekiwanej 4,5%), co sugerowałoby schłodzenie koniunktury, jednak odczyt dynamiki PKB za III kwartał 2025 r. okazał się dużo większy niż oczekiwane 3,3% i wyniósł 4,3% kw/kw. Po danych o PKB nieznacznie zmniejszyła się skala wycenianych przez rynek obniżek stóp Fed na 2026 r., lecz na koniec grudnia powróciła ona do poziomu sprzed publikacji danych o wzroście gospodarczym, czyli dwóch obniżek po 25 pb w 2026 r.

W strefie euro dane makro w grudniu były zgodne z oczekiwaniami. Ani grudzień, ani cały 2025 r. nie przyniosły przełomu w zakresie impulsu pro wzrostowego, na który inwestorzy czekali po lutowej decyzji o stimulusie fiskalnym ze strony niemieckiego rządu. Ekspansja fiskalna przyniosła przecenę obligacji niemieckich w grudniu i całym 2025 r. Rentowność niemieckiej 10-latki wzrosła w grudniu i całym 2025 r. odpowiednio o 17 pb i 49 pb, zamykając ubiegły rok na poziomie 2,86%. Grudniowe posiedzenie rady dyrektorów ECB nie przyniosło zmian parametrów polityki monetarnej w strefie euro. Po ośmiu obniżkach stóp ECB, od czerwca stopa depozytowa ECB pozostaje na poziomie 2%, a rynkowa wycena pokazuje, że większe prawdopodobieństwo kolejnego ruchu to kierunek w górę, niż w dół jednak dopiero w 2027 roku.

W Rumunii, Czechach i na Węgrzech stopy procentowe pozostały na niezmiennym poziomie. W grudniu rentowności rumuńskich oraz węgierskich 10-letnich obligacji spadły odpowiednio o 17 pb do 6,74% i o 23 pb do 6,77%, podczas gdy w Czechach wzrosły o 8 pb do poziomu 4,62%. Rentowności węgierskich obligacji spadły w reakcji na obniżającą się presję inflacyjną (CPI za listopad 3,8% r/r przy oczekiwaniach 3,9%, 4,3% w październiku).

W grudniu Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, po raz 5 z rzędu podjęła decyzję o obniżce stóp procentowych, ponownie o 25 pb. Obecnie stopa referencyjna wynosi 4%. Według wstępnych danych GUS inflacja CPI w Polsce w grudniu spadła do poziomu 2,4% r/r, pozostając w przedziale celu inflacyjnego NBP (1,5–3,5%). Inflacja bazowa obniżyła się w listopadzie do 2,7% r/r. Prezes NBP na konferencji przekazał, że czuje się komfortowo z obecnym poziomem stóp procentowych NBP i „ceteris paribus” nie widzi dużej przestrzeni do kolejnych obniżek, a także wskazał, że Rada będzie teraz chciała przejść w tryb „wait-and-see”, aby ocenić efekty dotychczasowych obniżek. Podobne podejście sygnalizują również inni członkowie RPP. Na przestrzeni miesiąca polskie papiery skarbowe zanotowały niewielkie zmiany w rentownościach – dochodowość 2-letnich obligacji spadła o 8 pb, natomiast dla papierów 5- i 10-letnich wzrosła kolejno o 5 pb oraz 2 pb. Rynek wyceniał na koniec grudnia dwie obniżki po 25 pb w całym 2026 r.

Rok 2025 był dobrym okresem dla polskiego rynku dłużnego. Obniżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej o łącznie 175 pb sprzyjały wzrostom cen krajowych obligacji skarbowych. Rentowności obligacji 10-letnich spadły o 72 pb, 5-letnich o 95 pb, a 2-letnich o 129 pb.

#### Pozycjonowanie subfunduszu

| Alokacja aktywów                                                                          | Udział w aktywach brutto |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| Obligacje zmiennokuponowe emitowane i gwarantowane przez Skarb Państwa                    | 53 %                     |
| Obligacje stałokuponowe emitowane i gwarantowane przez Skarb Państwa                      | 13 %                     |
| Obligacje Złotowe Pozostałe                                                               | 12 %                     |
| Obligacje Złotowe Bankowe                                                                 | 9 %                      |
| Obligacje Unii Europejskiej lub obligacje skarbowe państw członkowskich innych niż Polska | 7 %                      |
| Obligacje nieskarbowe walutowe                                                            | 5 %                      |
| Obligacje Samorządowe                                                                     | 1 %                      |
| Gotówka, Depozyty oraz Ekwivalenty środków pieniężnych                                    | 1 %                      |

# Skarbiec Krótkoterminowy Uniwersalny

poziom ryzyka 2

## Nota prawna

Subfundusz 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 wiążą 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.