

Łukasz Siwekzarządzający
funduszami akcyjnymi**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 grudniu 2025 roku****Wyniki subfunduszu**

W minionym miesiącu subfundusz Skarbiec Stabilnego Wzrostu zyskał 1,92% (pierwszy kwartył, przy medianie w grupie porównawczej na poziomie 1,62% oraz benchmarku 1,78%).

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%.

Lokomotywami 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 Bloomberg. 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. Ekonomiści 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. Oczekiwane 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 NBP 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%	Bumech SA	-18,1%

W grudniu FOMC dokonał trzeciej w 2025 roku i szóstej od początku cyklu obniżki stóp procentowych. Cięcie o 25 pb sprowadziło 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 jednak 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 92 pb, a 2-letnich o 129 pb.

Pozycjonowanie subfunduszu

Alokacja w akcje wynosi na koniec miesiąca około 40%. Część akcyjna składa prawie wyłącznie z akcji notowanych na GPW (ok. 88%). Obecnie w udziałowej części portfel znajduje się około 23 spółek.

Na koniec grudnia spółki z indeksu WIG20 wyceniane były na wskaźniku cena do zysku na 2025 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.

Alokacja w instrumenty dłużne wynosi na koniec miesiąca około 84,2%. Część dłużna składa z SPW (ok. 89%). Duration części dłużnej portfela było w trakcie całego miesiąca na poziomie 5 lat, czyli 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 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 i 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

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.