Millennium
fundusze inwestycyjne

MilleKompendium

10 listopada 2026 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | www.millenniumtfi.pl

Polska giełda: jedna historia czy wiele różnych światów?

35 lat GPW. Czas spojrzeć na polski rynek szerzej

W 2026 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie obchodzi 35-lecie działalności. To dobry moment, żeby spojrzeć na polski rynek kapitałowy z szerszej perspektywy i zastanowić się, jak bardzo zmienił się przez te lata.

Ostatnie lata przyniosły inwestorom na GPW długo wyczekiwaną poprawę koniunktury. Po okresie, w którym trudno było mówić o trwałym, szerokim trendzie wzrostowym, polski rynek akcji wszedł w fazę hossy, która w ostatnich dwóch latach wyraźnie nabrała tempa. Dla wielu inwestorów to powrót zainteresowania polskimi akcjami po kilkunastu latach rozczarowań i niewykorzystanych oczekiwań.

Ale czy rzeczywiście można mówić o jednej, wspólnej historii całej warszawskiej giełdy? Czy wyniki WIG20 dobrze opisują to, co działo się z polskimi akcjami? I czy inwestor, który chce zbudować ekspozycję na krajowy rynek, powinien patrzeć wyłącznie na największe spółki?

Żeby lepiej zrozumieć, gdzie na GPW kryją się szanse, a gdzie ryzyka, warto rozprawić się z kilkoma popularnymi mitami. Bo polska giełda to nie jeden rynek, lecz kilka segmentów o odmiennym charakterze.

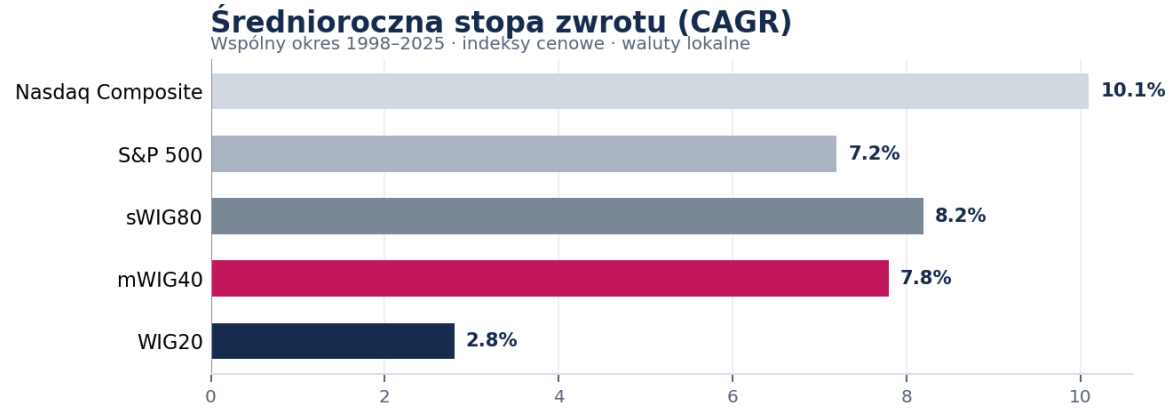
Mit 1. Na polskiej giełdzie trudno zarobić

To jeden z najczęściej powtarzanych zarzutów wobec GPW. Wystarczy spojrzeć na wykres WIG20, żeby znaleźć argumenty na jego poparcie: długie okresy słabości, głębokie spadki i relatywnie niewielki postęp w porównaniu z niektórymi największymi rynkami świata.

Problem zaczyna się jednak wtedy, gdy historię całej giełdy próbujemy opowiedzieć za pomocą jednego indeksu.

Dane historyczne pokazują, że w długim terminie wyniki poszczególnych segmentów GPW potrafiły istotnie się od siebie różnić. W okresie od końca 1997 roku do końca 2025 roku średnioroczna stopa zwrotu WIG20 wyniosła około 2,8%. Dla mWIG40 było to około 7,8%, a dla sWIG80 – około 8,2%.

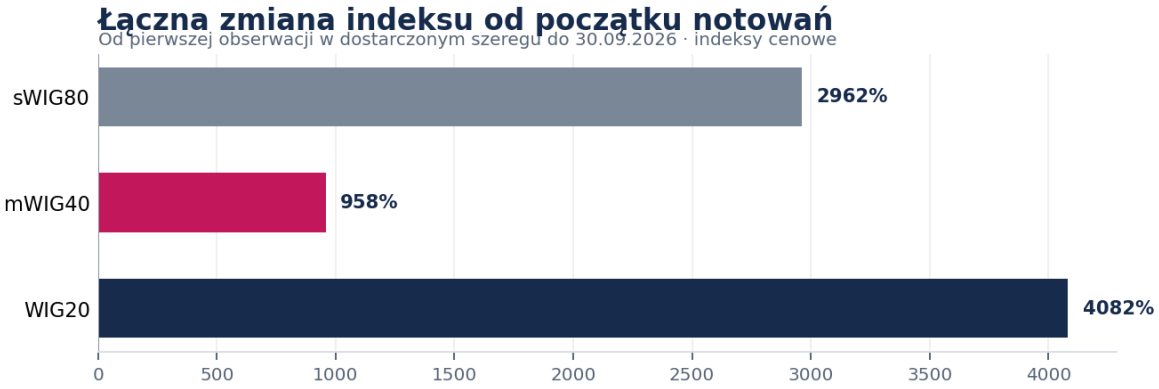
Dla porównania, w tym samym okresie S&P 500 osiągnął średnioroczną stopę zwrotu na poziomie około 7,2%, a Nasdaq Composite około 10,1%. Oznacza to, że największe polskie spółki wyraźnie ustępowały amerykańskim indeksom, ale segment średnich i małych spółek prezentował się już zupełnie inaczej.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych historycznych indeksów GPW oraz historycznych rocznych stóp zwrotu indeksów amerykańskich.

Warto pamiętać, że jest to porównanie indeksów cenowych, bez uwzględnienia dywidend, i w walutach lokalnych. Nie pokazuje więc wyniku inwestora z Polski po przeliczeniu na złote. Dane dla Nasdaq Composite opierają się na rocznych zmianach indeksu liczonych na podstawie średnich miesięcznych poziomów z grudnia, dlatego porównanie ma charakter orientacyjny.

Warto też spojrzeć na pełną historię poszczególnych indeksów. W dostarczonym szeregu danych WIG20 jego wartość wzrosła od 100 punktów w kwietniu 1991 roku do 4181,83 punktu we wrześniu 2026 roku. Oznacza to łączną zmianę o ponad 4080%, czyli średniorocznie około 11,1%. W przypadku mWIG40, licząc od końca 1997 roku, średnioroczna stopa zwrotu do września 2026 roku wyniosła około 8,6%, a sWIG80 – od końca 1994 roku – około 11,4%.



Źródło: Źródło: obliczenia własne na podstawie danych historycznych indeksów GPW (www.stooq.pl).

Te liczby wymagają jednak właściwego kontekstu. W przypadku WIG20 szczególnie mocno na wynik całego okresu wpływa początkowy etap historii indeksu, w tym wyjątkowo silny wzrost w 1993 roku. Dlatego tak istotne jest, by nie opierać oceny rynku wyłącznie na jednej liczbie ani nie pomijać tego, jak bardzo zmienia się obraz w zależności od przyjętego horyzontu.

Wniosek? Stwierdzenie, że na polskiej giełdzie trudno zarobić, jest zbyt dużym uproszczeniem. Wiele zależy od tego, w które spółki inwestujemy, jaki przyjmujemy horyzont i z jakim rynkiem dokonujemy porównania. Historia GPW nie jest jedną historią – a WIG20 nie opowiada jej w całości.

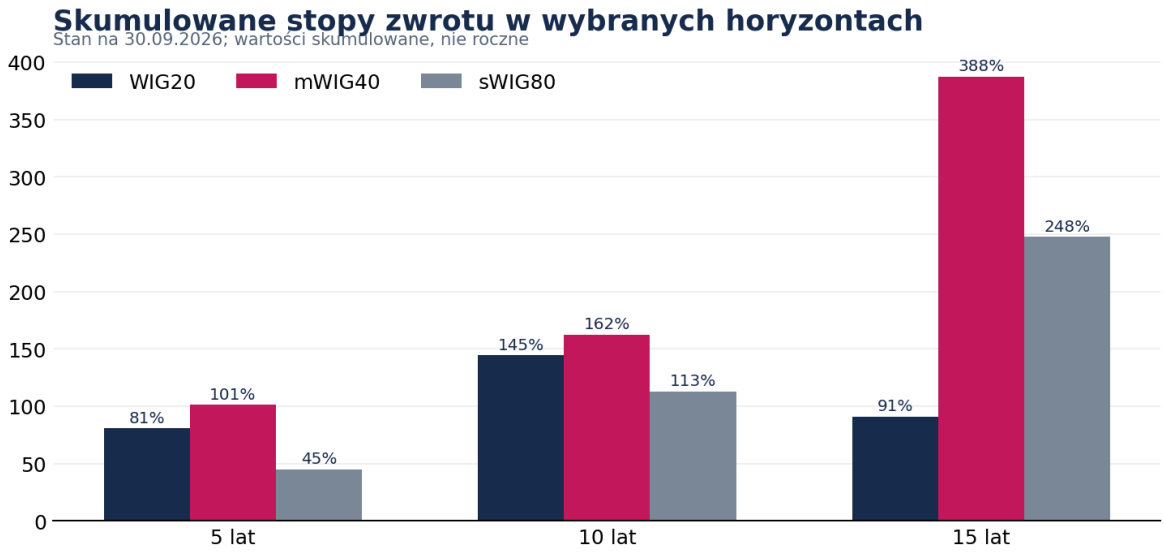
Z perspektywy zarządzanych przez nas aktywów, nie obserwujemy na ten moment istotnego wpływu tego konfliktu na fundamenty, a tym samym nie zmieniamy swojego podejścia inwestycyjnego. W przypadku pogłębienia przeceny nasze potencjalne działania mogą zmierzać do zwiększania alokacji w ryzykowne aktywa.

Mit 2. WIG20 to cała polska giełda

W tym przekonaniu jest ziarno prawdy. WIG20 skupia największe i najbardziej rozpoznawalne spółki notowane na warszawskim parkiecie. To właśnie one mają największą wagę w indeksach szerokiego rynku, przyciągają uwagę mediów i inwestorów zagranicznych, a ich notowania często nadają ton komentarzom dotyczącym GPW.

Nie oznacza to jednak, że WIG20 jest reprezentatywnym obrazem całego rynku.

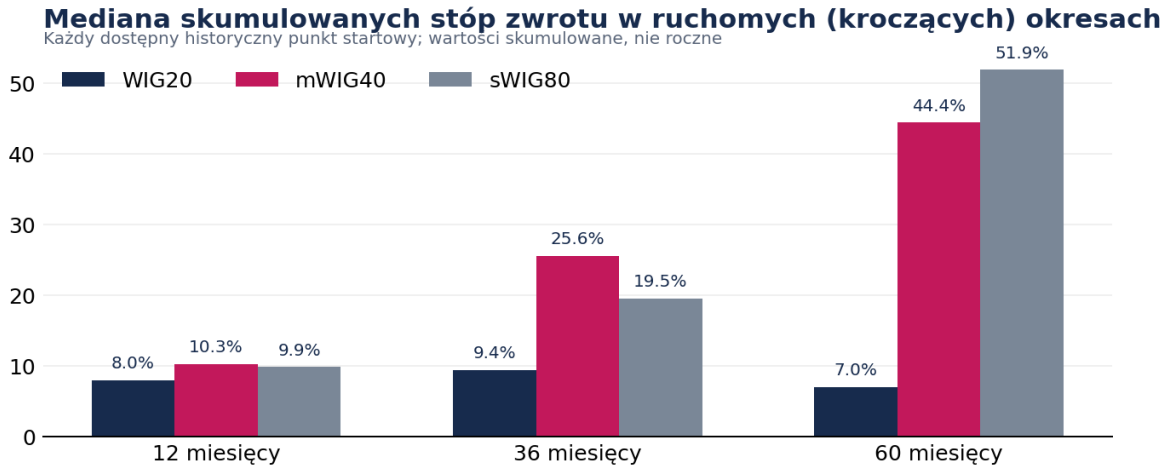
Polska giełda obejmuje również segment średnich i małych spółek, których zachowanie może być zupełnie inne niż największych podmiotów. Widać to szczególnie dobrze, gdy porównamy stopy zwrotu w różnych horyzontach inwestycyjnych.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych historycznych indeksów GPW (www.stooq.pl).

Wyniki pokazują, że w zależności od przyjętego horyzontu przewaga poszczególnych segmentów może się zmieniać. W ostatnich pięciu latach najlepiej wypadł mWIG40, ale w perspektywie 15 lat zdecydowanie wyższe stopy zwrotu osiągnęły indeksy średnich i małych spółek niż WIG20.

Podobny obraz otrzymujemy, gdy zamiast jednego punktu początkowego analizujemy wiele możliwych momentów rozpoczęcia inwestycji. Mediana stóp zwrotu z ruchomych (kroczących) okresów pokazuje, jaki wynik osiągał inwestor w typowym historycznym scenariuszu, niezależnie od tego, czy rozpoczął inwestycję w szczególnie dobrym, czy słabym momencie.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych historycznych indeksów GPW (www.stooq.pl).

Wartości przedstawiają medianę skumulowanych stóp zwrotu dla ruchomych (kroczących) okresów 12, 36 i 60 miesięcy. Nie są to stopy roczne.

Wyniki te pokazują, że różnice pomiędzy indeksami nie są wyłącznie efektem wyboru jednego, szczególnie korzystnego punktu startowego. W dłuższych horyzontach średnie i małe spółki historycznie oferowały wyższe mediany stóp zwrotu niż największe podmioty z WIG20. Nie oznacza to jednak, że zawsze zachowywały się lepiej – w krótszych okresach, a także w poszczególnych fazach cyklu rynkowego, relacje te potrafiły wyglądać zupełnie inaczej.

Wniosek jest prosty: WIG20 jest ważną częścią GPW, ale nie jest jej pełnym obrazem. Inwestor, który ocenia polski rynek wyłącznie przez pryzmat największych spółek, może przeoczyć znaczną część jego potencjału, ale również część ryzyk.

Trzy indeksy, trzy różne światy

Różnice pomiędzy WIG20, mWIG40 i sWIG80 nie ograniczają się do wielkości spółek. Każdy z tych indeksów reprezentuje nieco inny profil działalności, inne źródła wzrostu, a także odmienne rodzaje ryzyka.

WIG20 – najwięksi gracze i globalne otoczenie

WIG20 skupia największe i najbardziej płynne spółki warszawskiej giełdy. Znajdziemy w nim podmioty z sektorów finansowego, energetycznego, paliwowego, surowcowego czy handlowego. Są to często firmy o dużej skali działalności, istotnym znaczeniu dla gospodarki i rozpoznawalnych markach.

Ich przewagą jest skala, dostęp do kapitału i relatywnie wysoka płynność akcji. Wiele z nich prowadzi działalność również poza Polską, dlatego ich wyniki mogą zależeć nie tylko od krajowej koniunktury, lecz także od globalnych cen surowców, sytuacji na rynkach finansowych czy nastrojów inwestorów zagranicznych.

WIG20 ma jednak swoją specyfikę. Znaczący udział spółek z udziałem Skarbu Państwa sprawia, że część indeksu może być bardziej narażona na ryzyka polityczne i regulacyjne. Decyzje właścicielskie, zmiany priorytetów państwa czy otoczenia regulacyjnego mogą mieć istotny wpływ na sposób funkcjonowania tych przedsiębiorstw i ich wyceny giełdowe.

mWIG40 – średnie spółki i krajowy cykl gospodarczy

mWIG40 obejmuje średniej wielkości przedsiębiorstwa, często o ugruntowanej pozycji rynkowej, ale wciąż posiadające przestrzeń do dalszego rozwoju. To segment bardziej zróżnicowany pod względem branżowym, w którym można znaleźć firmy przemysłowe, informatyczne, handlowe, usługowe czy finansowe.

Wiele z tych przedsiębiorstw jest mocniej związanych z krajowym rynkiem niż największe spółki z WIG20. Ich wyniki mogą więc w większym stopniu zależeć od kondycji polskich konsumentów, inwestycji przedsiębiorstw, rynku pracy czy dostępności finansowania.

Z punktu widzenia inwestora mniejsze rozmiary oznaczają jednak również inne wyzwania. Akcje spółek z mWIG40 są na ogół mniej płynne niż walory największych firm. W okresach pogorszenia nastrojów może to utrudniać szybkie zawieranie większych transakcji i zwiększać wrażliwość kursów na przepływy kapitału.

sWIG80 – mniejsze firmy i większy potencjał, ale także znaczenie selekcji spółek

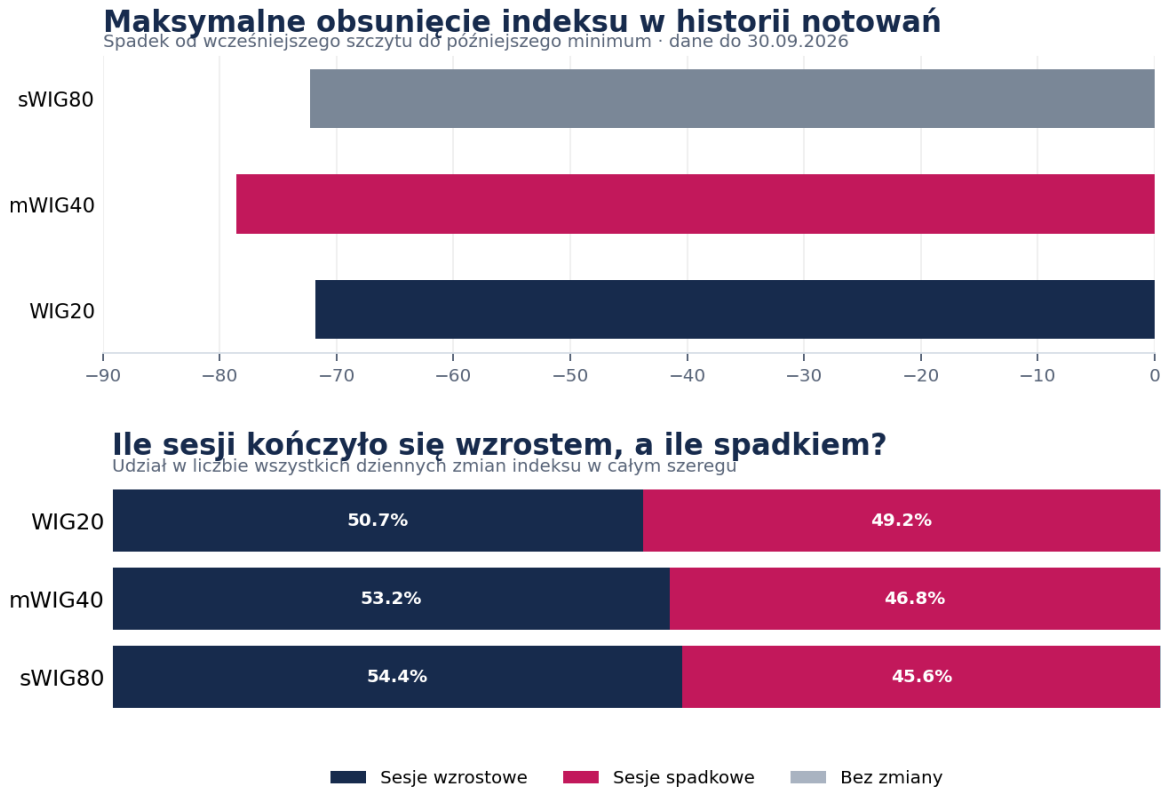
sWIG80 obejmuje najmniejsze spółki spośród trzech analizowanych indeksów. To segment, w którym można znaleźć przedsiębiorstwa działające w niszowych branżach, rozwijające nowe produkty, zdobywające kolejne rynki lub budujące pozycję w wyspecjalizowanych obszarach gospodarki.

Mniejsze firmy mogą mieć większą przestrzeń do wzrostu niż dojrzałe, duże przedsiębiorstwa. Jednocześnie ich działalność bywa bardziej wrażliwa na zmiany popytu, koszty finansowania, dostępność kapitału czy sytuację pojedynczych kontrahentów.

W tym segmencie szczególnie istotna jest selekcja spółek. Mniejsza płynność, ograniczona skala działalności i większa podatność na pojedyncze zdarzenia gospodarcze sprawiają, że potencjał wzrostu może iść w parze z podwyższonym ryzykiem. Nie każda mała spółka stanie się przyszłym liderem rynku.

Różne profile ryzyka – nie tylko różne rozmiary

Jednym z najtrudniejszych doświadczeń inwestora spadek wartości portfela. Historia trzech głównych segmentów GPW pokazuje, niekiedy inwestowanie na polskim rynku wymagało od inwestorów cierpliwości.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych historycznych indeksów GPW (www.stooq.pl).

Wykres pokazuje najgłębszy historyczny spadek każdego indeksu od wcześniejszego szczytu do późniejszego minimum. W każdym przypadku skala przeceny przekroczyła 70%. To ważne przypomnienie, że nawet długoterminowy inwestor musi być przygotowany na okresy, w których wartość inwestycji może znacząco odbiegać od wcześniejszych maksimów.

Co wynika z różnorodności GPW dla inwestora?

Skoro poszczególne segmenty polskiego rynku różnią się pod względem struktury, czynników wpływających na wyniki i profilu ryzyka, to ich wybór ma znaczenie dla charakteru całego portfela.

Inwestor, który chce zwiększyć udział największych polskich przedsiębiorstw, może kierować uwagę w stronę WIG20. To segment o relatywnie wysokiej płynności, z dużym udziałem spółek o międzynarodowej skali działalności. Ich wyceny mogą być silnie uzależnione od globalnego sentymentu, przepływów kapitału zagranicznego, cen surowców i decyzji regulacyjnych.

Z kolei większa ekspozycja na średnie i małe spółki może oznaczać silniejsze powiązanie portfela z krajową koniunkturą, inwestycjami przedsiębiorstw i kondycją polskiego konsumenta. W tym segmencie inwestor może uczestniczyć w rozwoju firm, które mają jeszcze przestrzeń do zwiększania skali działalności. Musi jednak brać pod uwagę mniejszą płynność i większe znaczenie selekcji poszczególnych przedsiębiorstw.

Nie oznacza to oczywiście, że WIG20 jest indeksem „zagranicznym", a mWIG40 i sWIG80 są prostym odzwierciedleniem polskiej gospodarki. Każdy z segmentów zawiera spółki o różnym profilu działalności, a zależności między rynkiem akcji a koniunkturą gospodarczą potrafią zmieniać się w czasie. Taki podział warto więc traktować jako wskazówkę, a nie sztywną regułę.

Istotna jest również dywersyfikacja. Połączenie dużych, średnich i małych spółek może pozwolić zbudować bardziej zróżnicowaną ekspozycję na polski rynek. Nie daje to gwarancji ograniczenia strat – w okresach silnych spadków wszystkie segmenty mogą tracić jednocześnie – ale może zmniejszyć uzależnienie portfela od jednego rodzaju przedsiębiorstw i jednego zestawu czynników rynkowych.

W praktyce inwestor nie musi więc rozstrzygać, który indeks jest najlepszy. Ważniejsze jest pytanie, jaką rolę poszczególne segmenty mają pełnić w jego portfelu.

Jak uzyskać ekspozycję na różne segmenty polskiego rynku?

Jednym ze sposobów budowania ekspozycji na GPW jest samodzielny wybór spółek lub instrumentów odwzorowujących indeksy. Wymaga to jednak czasu, wiedzy i regularnego monitorowania sytuacji rynkowej. Alternatywą mogą być fundusze inwestycyjne, w których doborem spółek zajmuje się zespół zarządzających.

Przykładem dwóch różnych podejść do polskiego rynku akcji są subfundusze Millennium Akcji i Millennium Dynamicznych Spółek.

Millennium Akcji koncentruje się przede wszystkim na dużych spółkach z warszawskiej giełdy, w szczególności z indeksu WIG20. Zgodnie z polityką inwestycyjną udział tych spółek wynosi co najmniej 35% aktywów, a zazwyczaj mieści się w przedziale 45–55%. Portfel jest uzupełniany o wybrane spółki małe i średnie, a także – w ograniczonym zakresie – o spółki zagraniczne. To rozwiązanie dla inwestora, który chce mieć przede wszystkim ekspozycję na największe polskie przedsiębiorstwa, z możliwością uzupełnienia portfela o inne segmenty rynku.

Millennium Dynamicznych Spółek stawia akcent na małe i średnie przedsiębiorstwa notowane na GPW. Ich udział w portfelu wynosi co najmniej 70% aktywów netto, a zazwyczaj mieści się w przedziale 70–80%. Pozostała część może być inwestowana między innymi w spółki z WIG20 i wybrane przedsiębiorstwa zagraniczne. To podejście pozwala mocniej uczestniczyć w potencjale wzrostu mniejszych firm, ale wiąże się również z charakterystycznymi dla tego segmentu ryzykami, w tym mniejszą płynnością.

Oba rozwiązania mogą być rozważane osobno lub jako elementy jednego portfela. Oba stawiają na maksymalizację zysku przy akceptacji wysokiego ryzyka utraty części lub całości kapitału oraz wiążą się z przynajmniej 5 letnim rekomendowanym horyzontem inwestycyjnym. Wybór zależy od tego, na którym segmencie rynku inwestor chce się skoncentrować i jaką zmienność jest gotów zaakceptować.

Najważniejsze jest jednak to, by znać charakterystykę poszczególnych rozwiązań i rozumieć, jakie ryzyka oraz możliwości się z nimi wiążą. Sam fakt, że dwa fundusze inwestują na polskiej giełdzie, nie oznacza, że zapewniają taką samą ekspozycję na rynek.

Polska giełda to więcej niż jeden indeks

Historia GPW pokazuje, że nie ma jednej odpowiedzi na pytanie, czy polski rynek akcji jest atrakcyjnym miejscem do inwestowania. Wiele zależy od tego, na który jego fragment patrzymy, jaki przyjmujemy horyzont i jaką rolę polskie akcje mają pełnić w portfelu.

WIG20, mWIG40 i sWIG80 to nie tylko trzy indeksy o różnej liczbie spółek. To trzy segmenty o odmiennych źródłach potencjalnego wzrostu, innych czynnikach ryzyka i różnej charakterystyce inwestycyjnej. Dlatego zamiast pytać wyłącznie, czy warto inwestować na GPW, lepiej zadać sobie inne pytanie: w którą część polskiego rynku chcę inwestować – i dlaczego?



Michał Trojanowski, EFA

Dyrektor ds. komunikacji inwestycyjnej

Ważne informacje:

Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000014564, o numerze REGON 011191974, o numerze NIP 526-10-31-858, w pełni opłaconym kapitale zakładowym w wysokości 10.300.000,00 PLN (dalej: **„Towarzystwo"**) prowadzi na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN1-4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Dotychczasowe wyniki zarządzania osiągnięte przez fundusze nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Zyski z inwestycji osiągane przez osoby fizyczne mogą podlegać opodatkowaniu podatkiem od dochodów kapitałowych.

Niniejszy materiał nie stanowi świadczenia usługi doradztwa prawnego, finansowego, podatkowego, a także usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji jak również usługi oferowania instrumentów finansowych oraz nie ma na celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia.

Subfundusze Millennium (z wyłączeniem Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego) mogą inwestować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe, których emitentem, poręczycielem lub gwarantem są: Skarb Państwa, NBP, państwo członkowskie UE, jednostka samorządu terytorialnego państwa członkowskiego UE, państwo należące do OECD lub międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym funduszy oraz Kluczowymi Informacjami oraz informacją dla klienta AFI, które są dostępne w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa pod adresem https://millenniumtfi.pl/dokumenty.html, w zakładce „Dokumenty" (odpowiednio w zakładce „Prospekty", „Kluczowe Informacje dla Inwestorów" oraz „Informacje dla Inwestora").

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Subfundusze zarządzane przez Towarzystwo, w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej mogą inwestować część lub większość swoich aktywów w akcje. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się lub może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Subfundusze nie gwarantują osiągniecia celów inwestycyjnych, ale dołożą najlepszych starań, aby je osiągnąć. Środki zainwestowane w Subfundusze nie są objęte systemem gwarantowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Zaprezentowane materiały służą jedynie celom informacyjnym i nie stanowią oferty. Wszelkie prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Informacje zawarte w materiale są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.