

Czy amerykańskie akcje są drogie?

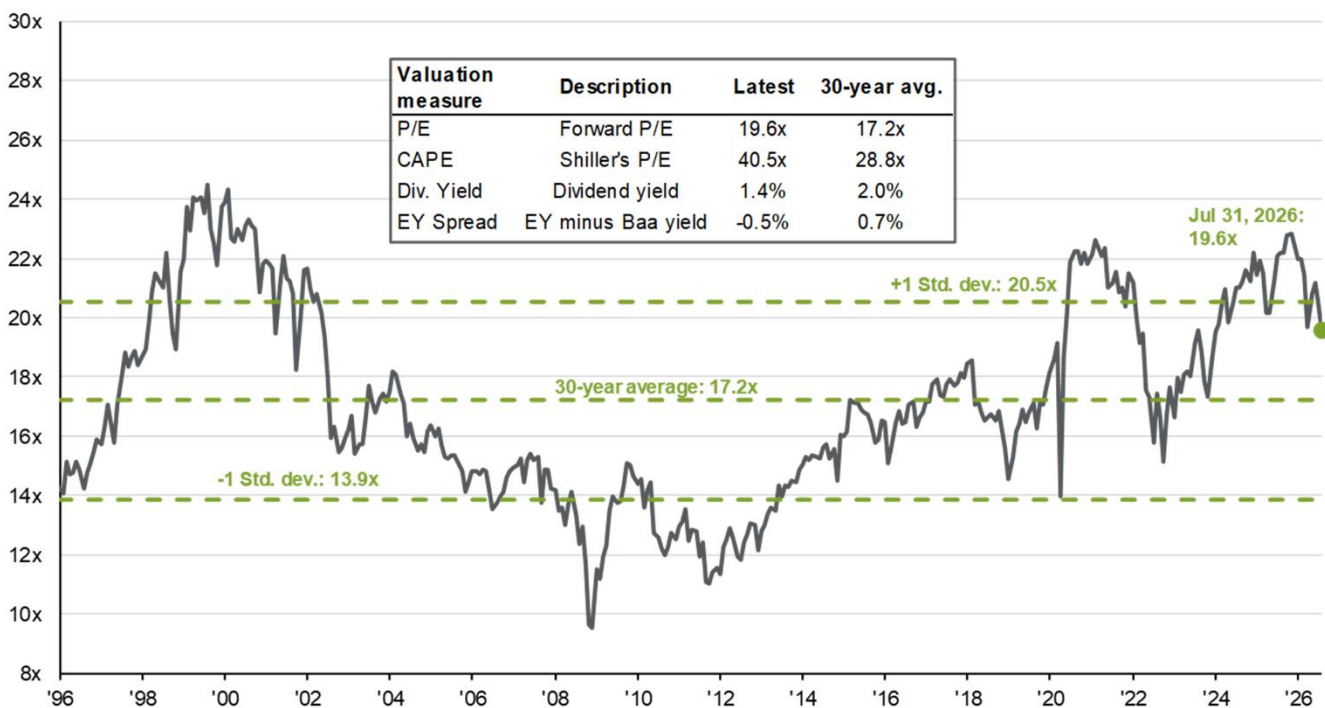
Amerykańskie akcje są drogie

To jeden z najczęściej powtarzanych argumentów, który pojawia się regularnie w komentarzach rynkowych, jako istotne źródło ryzyka dla inwestorów. Faktycznie, trudno zaprzeczyć, że wiele tradycyjnych wskaźników wyceny znajduje się powyżej swoich historycznych średnich.

Na koniec lipca wskaźnik cena do prognozowanych zysków spółek (forward P/E) dla indeksu S&P 500 wynosił 19,6x, podczas gdy średnia z ostatnich 30 lat to ok. 17,2x. Również inne miary wycen nie wyglądają szczególnie atrakcyjnie. Wskaźnik CAPE Roberta Shillera znajduje się na poziomie 40,5x wobec długoterminowej średniej 28,8x, stopa dywidendy wynosi zaledwie 1,4%, a premia zysku spółek względem obligacji korporacyjnych jest nawet ujemna.

Wskaźnik cena do prognozowanych zysków dla indeksu S&P 500 oraz inne wskaźniki wycen na tle 30 letnich średnich (w tabeli).

S&P 500 index: Forward P/E ratio



Źródło: JP Morgan „Guide to the Markets” 31.07.2026

Na pierwszy rzut oka wygląda więc na to, że amerykański rynek rzeczywiście jest drogi względem przeciętnych historycznych wycen.

Warto jednak zwrócić uwagę na to, że w ostatnich 30 latach indeks S&P500 przez niemal połowę tego okresu, a szczególnie w latach 20. wyceniany był powyżej przeciętnej. Stąd sam fakt pozostawania wycen powyżej przeciętnej nie jest jeszcze sygnałem alarmowym, choć ekstremalne odchylenia od tej średniej często poprzedzały szczyt hossy.



A może jednak jest tanio?

Jednak główny problem ze wskaźnikiem P/E i innymi tradycyjnymi wskaźnikami wycen polega na tym, że są one zupełnie statyczne. Nie mówią one o tym, czy spółki rozwijają się dynamicznie, czy drepczą w miejscu. I właśnie na ten aspekt zwracał uwagę Peter Lynch, jeden z najbardziej cenionych inwestorów w historii. Według niego sam wskaźnik P/E nie wystarcza do oceny atrakcyjności wyceny. Trudno bowiem oczekiwać, aby rynek płacił taką samą wielokrotność zysków za spółkę w której zyski rosną w tempie 20-30% rocznie, jak za spółkę, której zyski rosną w tempie kilku procent rocznie.

Z tego powodu Lynch spopularyzował wskaźnik PEG (Price/Earnings-to-Growth), który powstaje przez podzielenie wskaźnika P/E przez oczekiwane tempo wzrostu zysków. W praktyce pozwala on spojrzeć na wycenę w kontekście potencjału wzrostowego spółek.

A jak sytuacja wygląda obecnie?

Wskaźnik PEG (cena do prognozowanych zysków spółek podzielona przez oczekiwane tempo wzrostu zysków) dla indeksu S&P 500 oraz okresy bessy (różowe obszary)



Źródło: LSEG Datastream and © Yardeni Research.

* Forward P/E divided by LTEG, which is 5-year forward consensus expected annual earnings growth. Monthly through 2005, then weekly.

**Corrections are declines of 10% or more (blue shades). Bear markets are declines of 20% or more (red shades). Number of days in parentheses.

Źródło: Yardeni Research, 30.07.2026

Obecny PEG dla S&P 500 wynosi około 0,83. To poziom, który w ciągu ostatnich trzech dekad pojawiał się niezwykle rzadko. Co więcej, z historycznego punktu widzenia odczyty poniżej 1,0 częściej występowały w pobliżu rynkowych dołków.

Na wykresie widać również coś jeszcze. W czasie większości historycznych bess wskaźnik PEG znajdował się wyraźnie wyżej niż obecnie. Podczas bańki internetowej przekraczał 1,5, w latach 2015-2018 utrzymywał się w przedziale 1,3-1,6, a po pandemicznym odbiciu chwilowo zbliżył się nawet do 2,5. Dzisiaj znajdujemy się na przeciwnym krańcu tego zakresu.

Skąd tak niski wynik?

Rynek zakłada bardzo wysokie tempo wzrostu zysków przedsiębiorstw w kolejnych pięciu latach. W dużej mierze dotyczy to największych spółek technologicznych i potencjalnych beneficjentów rewolucji związanej ze sztuczną



inteligencją. Trwający obecnie sezon wyników w USA póki co potwierdza, że rzeczywistość często nie tylko dogania oczekiwania inwestorów, ale nawet je wyprzedza.

Tym niemniej, wskaźnik PEG ma pewną strukturalną słabość, bowiem opiera się on na konsensusie prognoz analityków. Jeśli prognozy zysków zostaną zrewidowane w dół, wskaźnik może bardzo szybko wzrosnąć bez jakiegokolwiek zmiany cen akcji. Innymi słowy, obecne wyceny są atrakcyjne w relacji do ambitnych prognoz dotyczących przyszłych wyników spółek.

Podsumowanie

Teza, że amerykańskie akcje są „tanie”, opiera się na optymistycznych prognozach przyszłych zysków i byłaby zbyt daleko idącym uproszczeniem. Ale równie dużym uproszczeniem jest stwierdzenie, że są one jednoznacznie „drogie”, ponieważ klasyczne wskaźniki wycen znajdują się powyżej historycznych średnich.

Być może najtrafniejsze podsumowanie brzmi więc: amerykański rynek jest tani jeśli uwzględnimy fakt, że nie jest on wyceniany na podstawie tego, czym amerykańskie firmy, szczególnie technologiczne są dzisiaj. Jest wyceniany na podstawie tego, czym wg inwestorów będą za 5-10 lat. Kluczowe pytanie nie brzmi więc, czy wyceny są wysokie, czy niskie, tylko czy oczekiwania wobec przyszłych zysków są realistyczne.

To właśnie odpowiedź na to pytanie może w najbliższych latach zdecydować o kierunku, w jakim będzie zmierzała amerykańska giełda.

Piotr Siegieda, MPW

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 osiągnięcia celów inwestycyjnych, ale dokończą 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.