

# MilleKompendium

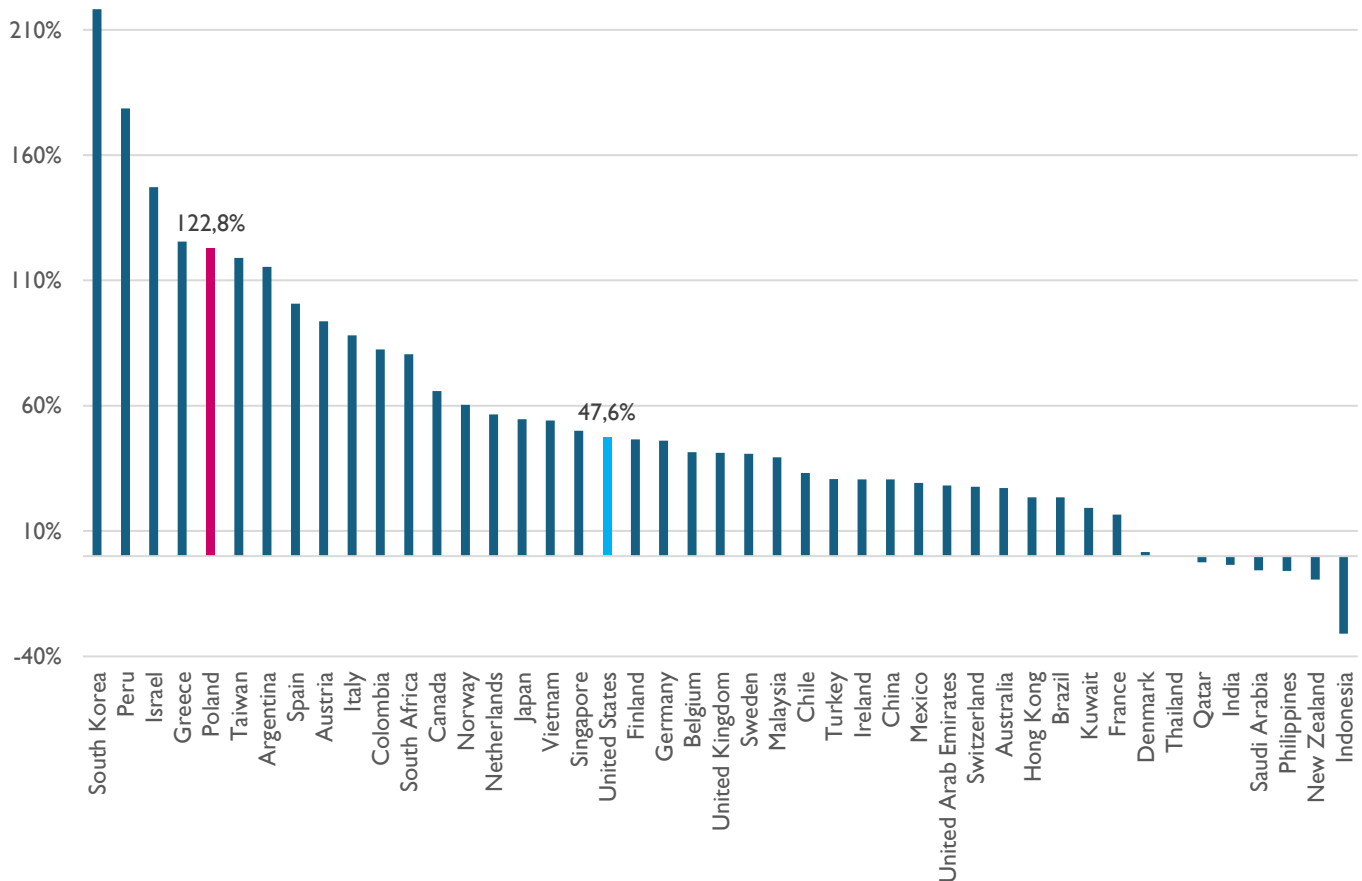
15 maja 2026 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | [www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl)

## Jak bardzo zaawansowana jest hossa na GPW?

W połowie 2022 roku nastroje na rynkach akcji były ponure, a tym bardziej wśród inwestorów nad Wisłą – we wrześniu 2022 roku indeks WIG wciąż znajdował się ok. 30% poniżej szczytu sprzed 1,5 dekady (czerwiec 2007). I jak to zwykle bywa fatalne nastroje pokrywały się wówczas z najniższymi cenami.

Od tego czasu WIG zyskał ponad 190%, a GPW w ciągu ostatnich 3 lat była jednym z najlepszych kierunków inwestycyjnych na świecie.

3 letnie stopy zwrotu z krajowych rynków akcji w 2025 roku (w USD) na 14.05.2026



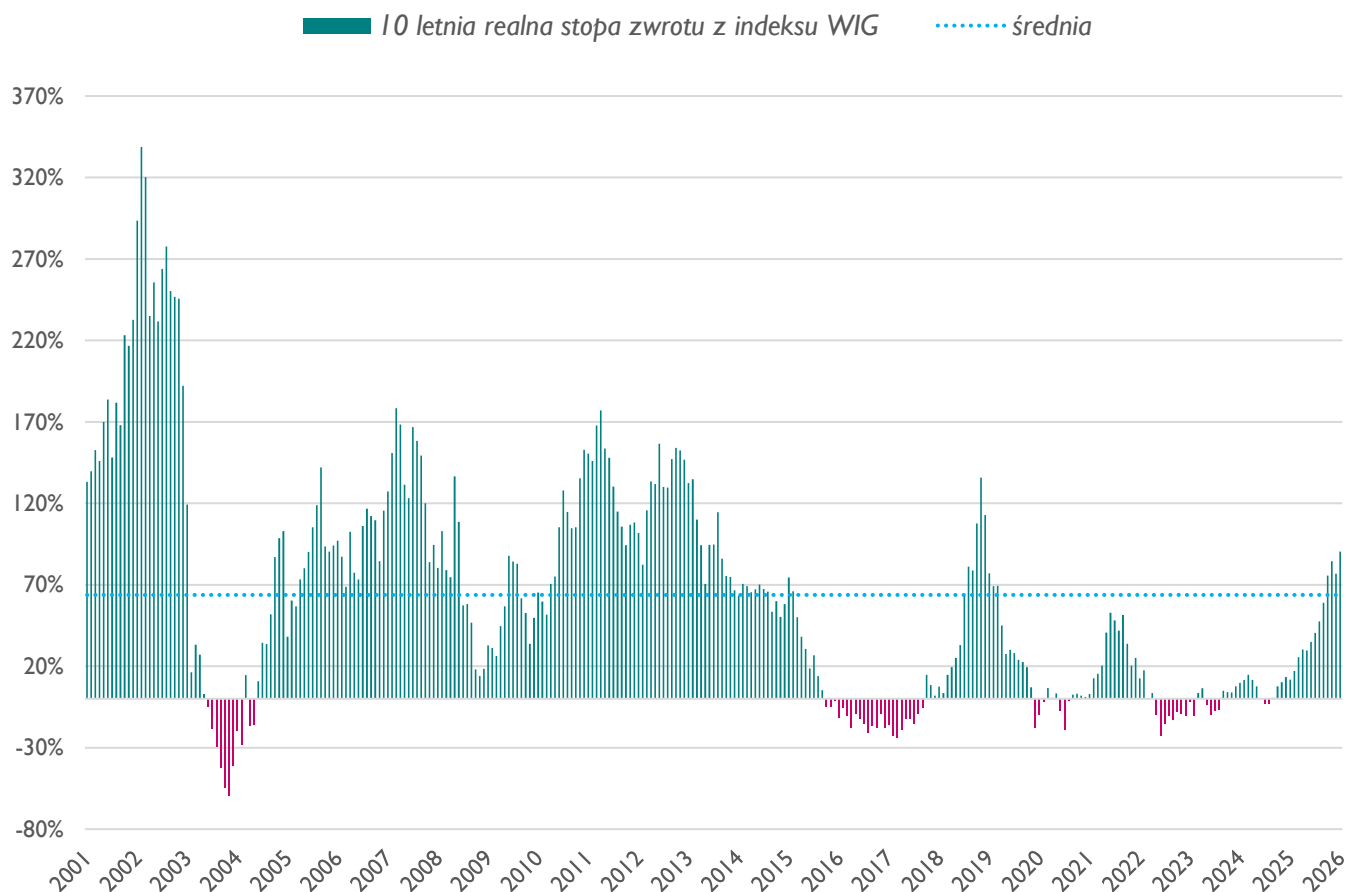
Źródło: Millennium TFI na podst. danych ze stooq.pl z dnia 14.03.2025. Rynki akcji w postaci funduszy ETF w USD. Tickery: Polska = EPOL, Chiny = MCHI, Strefa euro = EZU, Europa = VGK, Wielka Brytania = EWU, Świat bez USA = IXUS, Rynki wschodzące = IEMG, Japonia = EWJ, USA (S&P500) = SPY, Austria = EWO, Grecja = GREK, Hiszpania = EWP, Niemcy = EWG, Kolumbia = GXG, Chile = ECH, Włochy = EWI, Szwecja = EWD, Finlandia = EFNL, Francja = EWQ, Brazylia = EWZ, Szwajcaria + EWL, Norwegia = NORW, Afryka Płd. = EZA, Meksyk = EWWW, EAFE = IEFA, Korea Płd. = EWY, Wietnam = VNM, Belgia = EWK, Peru = EPU, Holandia = EWN, Hong Kong = EWH, Kuwejt = KWT, Turcja = TUR, Singapur = EWS, Irlandia = EIRL, Dania = EDEN, Zjednoczone Emiraty Arabskie = UAE, Filipiny = EPHE, Argentyna = ARGT, Izrael = EIS, Katar = QAT, Świat = VT, Kanada = EWCC, Arabia Saudyjska = KSA, Australia = EWA, Tajwan = EWT, Malezja = EWM, Nowa Zelandia = ENZL, Indie = INDA, Indonezja = EIDO, Tajlandia = THD.



Naturalnie więc pojawia się pytanie: jak długo może jeszcze trwać hossa polskich akcji?

Czy stopy zwrotu z ostatnich lat są tylko chwilową anomalią w strukturalnej słabości GPW, czy powrotem do normalności po okresie długiego marazmu?

10-letnia stopa zwrotu z indeksu WIG skorygowana o inflację na koniec kwietnia wynosiła 90%, przy wieloletniej średniej na poziomie 64%. Można więc powiedzieć, że obecna długoterminowa stopa zwrotu z polskich akcji jest nieco powyżej przeciętnej, ale nie jest to poziom ekstremalny. Pomijając nawet niezwykle dobre 10 letnie wyniki z początku XX wieku, obecny poziom nie wyróżnia się na tle jego pierwszej dekady. Natomiast w latach 2015-2025 10 letnie stopy zwrotu przez większość czasu były znacznie niższe niż obecnie.



Źródło: Millennium TFI, Objaśnienia: wartość WIG skorygowana o miesięczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wg GUS. Dane z okresu 30.04.1991-30.04.2026.

## Wyceny wymagające, ale nie ekstremalne.

Historyczna stopa zwrotu nie jest jednak informacją o tym, czy akcje są tanie czy drogie. Ceny akcji powinniśmy raczej odnosić do zysków generowanych przez spółki. Jeśli ceny akcji rosną, w tempie zbliżonym do tempa wzrostu zysków spółek, to takie wzrosty może uznać za w pełni uzasadnione. Dopiero ekspansja wskaźników cena zysk informuje nas o tym, że ceny znacząco wyprzedzają zyski.

Wskaźnik cena do prognozowanych zysków (forward P/E) dla indeksu MSCI Poland na koniec kwietnia wynosił 10,6, co jest wartością dość umiarkowaną na tle historycznym. Średnia od 2006 roku wynosi 11,7. W okresach kończących hossę na GPW ten wskaźnik zazwyczaj był znacznie wyższy:



- 16,9 w lipcu 2007,
- 14,1 w kwietniu 2011,
- 13,2 w grudniu 2017
- 14,1 w sierpniu 2021

Temperaturę wycen historycznych polskich akcji przedstawia poniższa tabela.

Wskaźnik cena do prognozowanych zysków (forward P/E) dla indeksu MSCI Poland.

Rok	Sty	Lut	Mar	Kwi	Maj	Cze	Lip	Sie	Wrz	Paź	Lis	Gru
2006	13,8	13,7	13,9	14,4	13,2	13,2	13,7	14,1	14,3	14,6	14,8	14,5
2007	14,9	14,6	15,1	15,7	16,1	16,4	16,9	15,8	16,3	16,5	15,4	15,8
2008	14,1	14,4	13,9	14,2	14,5	13,1	12,7	12,3	10,8	7,5	7,6	8,1
2009	8,3	7,7	7,9	8,8	9,5	9,8	10,6	11,5	12,0	12,2	12,6	13,5
2010	13,6	13,4	14,0	14,3	13,2	13,4	14,1	13,9	14,4	14,6	14,1	14,2
2011	13,9	13,7	13,8	14,1	14,0	13,4	13,2	11,3	10,3	10,9	10,2	9,8
2012	10,3	10,7	10,8	10,5	9,7	10,2	10,4	10,8	11,2	11,1	11,3	11,5
2013	12,1	11,9	12,0	11,7	12,2	11,7	12,2	12,4	12,9	13,3	13,6	13,8
2014	13,3	13,6	13,5	13,5	13,7	13,9	13,5	13,3	13,1	13,4	13,2	13,1
2015	12,8	13,2	13,4	13,7	13,8	13,3	13,2	12,4	12,3	12,5	12,1	12,4
2016	11,2	11,4	11,9	11,9	11,6	11,1	11,5	11,8	11,6	11,8	11,4	11,9
2017	11,3	11,7	11,8	12,1	12,5	12,3	12,7	13,0	13,1	12,9	12,9	13,2
2018	12,9	12,4	12,2	12,3	11,8	11,4	11,7	11,5	11,7	10,9	11,2	10,8
2019	11,2	11,5	11,3	11,5	11,2	11,4	11,3	10,8	11,0	11,1	11,1	11,1
2020	11,4	10,2	8,5	9,8	10,5	11,2	11,6	11,9	11,6	11,1	12,8	13,9
2021	13,4	13,1	13,4	13,6	14,1	14,3	13,9	14,1	13,7	13,2	12,2	11,8
2022	11,2	9,4	8,9	8,5	8,5	7,8	8,0	7,6	6,8	7,0	7,2	7,1
2023	7,3	7,2	7,2	7,4	7,5	7,7	7,9	7,8	7,5	7,9	8,1	8,2
2024	8,4	8,5	8,7	8,7	8,9	8,9	9,1	9,1	9,3	9,2	9,3	9,5
2025	9,6	9,7	9,8	10,0	10,1	9,9	10,1	10,2	10,2	10,1	10,1	10,2
2026	10,4	10,6	10,6	10,6	10,6							

Źródło: Millennium TFI na podst. MSCI Poland Index Factsheet.

Jak widać powyżej obecnie na GPW jest drożej niż w ostatnich 3-4 latach, ale wciąż taniej niż przeciętnie w latach 2006-2021.

Wskaźnik cena do prognozowanych zysków ma jednak pewną strukturalną słabość opiera się na zyskach, które dopiero mają się pojawić, a przyszłość jak wiemy lub zaskakiwać. W sytuacji zmieniającej się koniunktury gospodarczej spółki mogą dokonywać rewizji swoich prognoz. Tak więc w sytuacji kiedy ceny akcji dyskontują optymistyczną przyszłość rzeczywistość może sprowadzić mianownik wyceny (zyski) na niższy poziom, a wówczas bez udziału inwestorów robi się drogo. Oczywiście zyski mogą być także korygowane w górę, co sprzyja wówczas kontynuacji wzrostów.

Tak więc z uwagi na to, że przyszłość jest z definicji nieznana, to ten klasyczny wskaźnik wycen ma swoje słabości, które musimy po prostu zaakceptować.

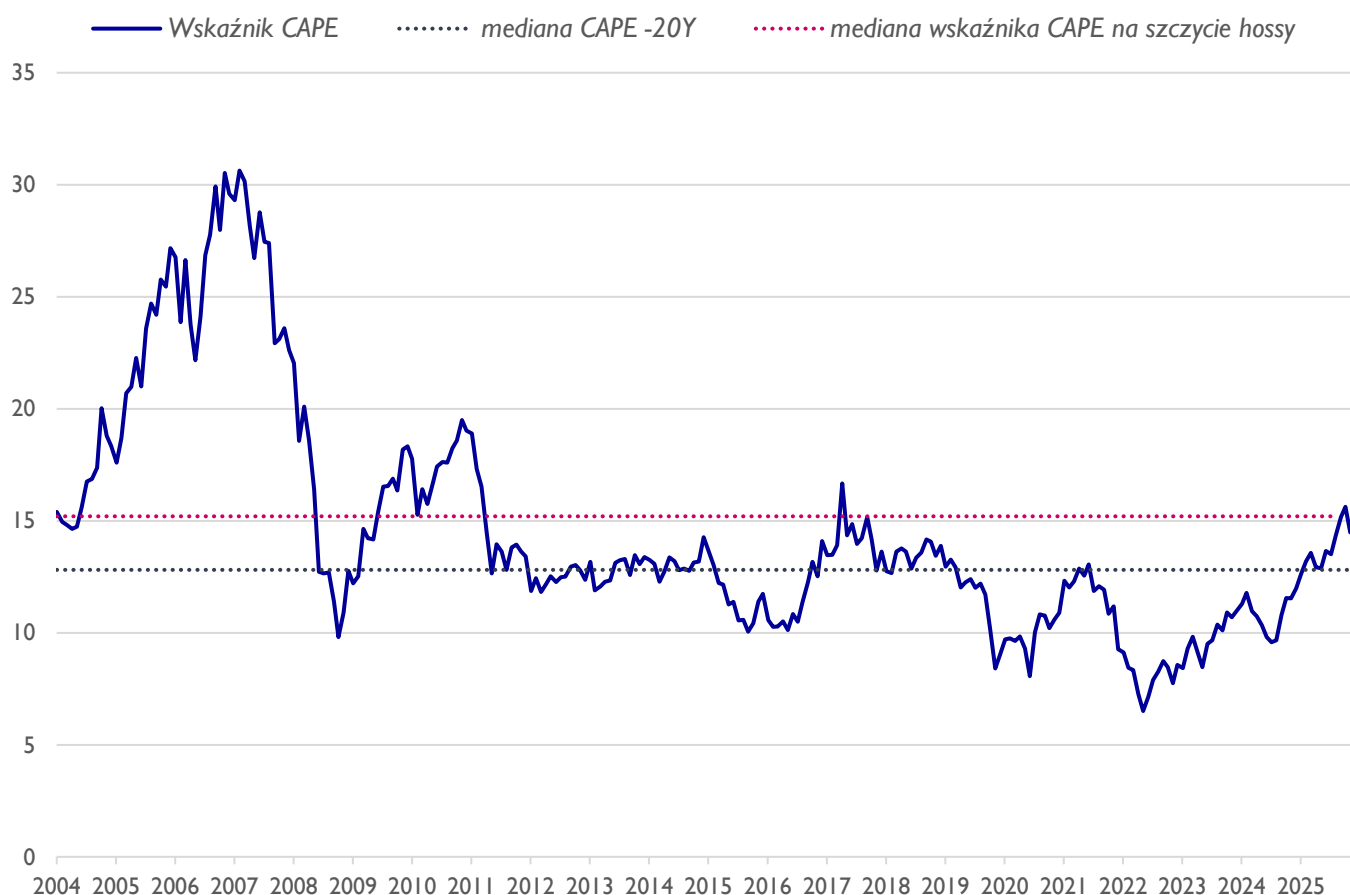


Ten problem eliminuje mniej podatny na okresowe zawirowania – wskaźnik CAPE (ang. Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio), czyli wskaźnik cena/zysk skorygowany cyklicznie, który został stworzony przez amerykańskiego ekonomistę i laureata Nagrody Nobla, Roberta Shillera.

Wskaźnik CAPE bierze pod uwagę średnie zyski spółek z ostatnich 10 lat. Dodatkowo wszystkie zyski z przeszłości są korygowane o wskaźnik inflacji (CPI), aby urealnić ich dzisiejszą wartość.

Na koniec kwietnia wskaźnik CAPE dla polskich akcji (MSCI Poland) wynosił 15, czyli powyżej 20-letniej mediany wynoszącej 12,8.

Wskaźnik CAPE dla indeksu MSCI Poland.



Źródło: Millennium TFI na podst. danych z Shiller Barclays CAPE® Index Family, dane na 30.04.2026

Co istotne, poziom ten jest bardzo zbliżony do mediany obserwowanej w historycznych szczytach hossy (ok. 15–15,2). Oznacza to, że choć wyceny nie są skrajnie wysokie (jak np. w 2007 roku, kiedy CAPE przekraczał 30), to rynek przestał być „relatywnie tani”.

CAPE nie jest jednak także wolny od wad. Odnosi się on bowiem do zysków historycznych. Spółki które dynamicznie zwiększają tempo wzrostu zysków (np. z sektora IT) w wycenach wg CAPE zawsze będą wyglądały na drogie. Dotyczy to także całych sektorów i indeksów akcji silnie zależnych od dynamiki wzrostu zysków. W przypadku polskich akcji tempo wzrostu zysków jest jednak dużo mniejsze, niż amerykańskich i azjatyckich czempionów hossy AI.



Ponadto CAPE nie jest narzędziem do timingu rynkowego – wysoki CAPE nie oznacza, że giełda spadnie jutro lub za miesiąc. Rynek może pozostać „drogi” przez wiele lat (tak jak w USA w latach 90. lub po 2020 roku). CAPE jest raczej miarą długoterminowego potencjału stóp zwrotu.

Podsumowując, obecny poziom wycen polskich akcji nie wysyła sygnału „sprzedaj” (nie do tego służą wskaźniki wycen), tylko „obniż oczekiwania”.

## Podsumowanie

Zestawienie obu perspektyw prowadzi do kilku kluczowych wniosków.

1. Wysokie stopy zwrotu z ostatnich lat – zarówno w Polsce, jak i na wielu innych rynkach – w dużej mierze skonsumowały wcześniejszy potencjał wynikający z niskich wycen.
2. Po drugie, obecny poziom wycen sugeruje, że rynek wchodzi w bardziej zaawansowaną fazę cyklu, w której dalsze wzrosty mogą być trudniejsze do osiągnięcia i bardziej zmienne. Nie oznacza to jednak jednoznacznego sygnału końca hossy. Historycznie podobne poziomy wycen nie zawsze zwiastowały natychmiastowe spadki, lecz raczej przejście do okresu niższych, bardziej umiarkowanych stóp zwrotu. Innymi słowy, rynek może nadal rosnąć, ale oczekiwana premia za ryzyko jest już istotnie niższa niż na wcześniejszym etapie cyklu.
3. W praktyce warto rozważyć zmianę podejścia inwestycyjnego. W środowisku wyższych wycen i bardziej dojrzałej fazy rynku większego znaczenia nabiera selekcja spółek oraz dywersyfikacja geograficzna. Inwestorzy szukający okazji mogą się skierować na rynki, które nie uczestniczyły w pełni w dotychczasowej hossie, bowiem te mogą oferować relatywnie lepszy profil ryzyka i potencjalnych zwrotów, podczas gdy te najsilniejsze – w tym Polska – mogą w kolejnych latach raczej „oddawać” część swojej przewagi poprzez niższe niż dotychczas tempo wzrostu.

Podsumowując, polski rynek akcji jest przykładem rynku, który przeszedł długą drogę od niedowartościowania do poziomów bliższych równowadze. W obecnych warunkach nie jest to już rynek „okazji”, lecz raczej rynek wymagający bardziej selektywnego i ostrożnego podejścia, z realistycznymi – niższymi niż w ostatnich latach – oczekiwaniami co do przyszłych stóp zwrotu.

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 działalność na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN I-4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Inwestycja dotyczy nabycia jednostek uczestnictwa subfunduszu, a nie aktywów, w które inwestuje subfundusz, gdyż te są własnością subfunduszu. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału, jak również (z wyjątkiem Millennium PPK SFIO) z obowiązkiem uiszczenia opłat manipulacyjnych. 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 zysków kapitałowych. Opodatkowanie przyszłych wyników zależy od sytuacji osobistej każdego inwestora i może ulec zmianie w przyszłości.

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: Cyklu Koniunkturalnego, Stabilnego Wzrostu, Instrumentów Dłużnych i Obligacji Klasyczny, wydzielone w ramach Millennium FIO oraz subfundusze wydzielone w ramach Millennium PPK SFIO 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.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy. Zawarte w nim informacje nie mogą być jedyną podstawą do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu, zawierającym informacje o tym funduszu, w tym dane finansowe i opis czynników ryzyka, a także z Dokumentem Zawierającym Kluczowe Informacje (KID) oraz informacją dla klienta AFI (w przypadku Millennium SFIO i Millennium PPK SFIO), które wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszy i subfunduszy są dostępne w języku polskim na stronie [www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl) oraz w przypadku Millennium SFIO i Millennium FIO w punktach prowadzących dystrybucję jednostek uczestnictwa tych funduszy. Towarzystwo publikuje streszczenie praw inwestorów w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa.

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 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 w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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 aktualności, dokładności i kompletności.