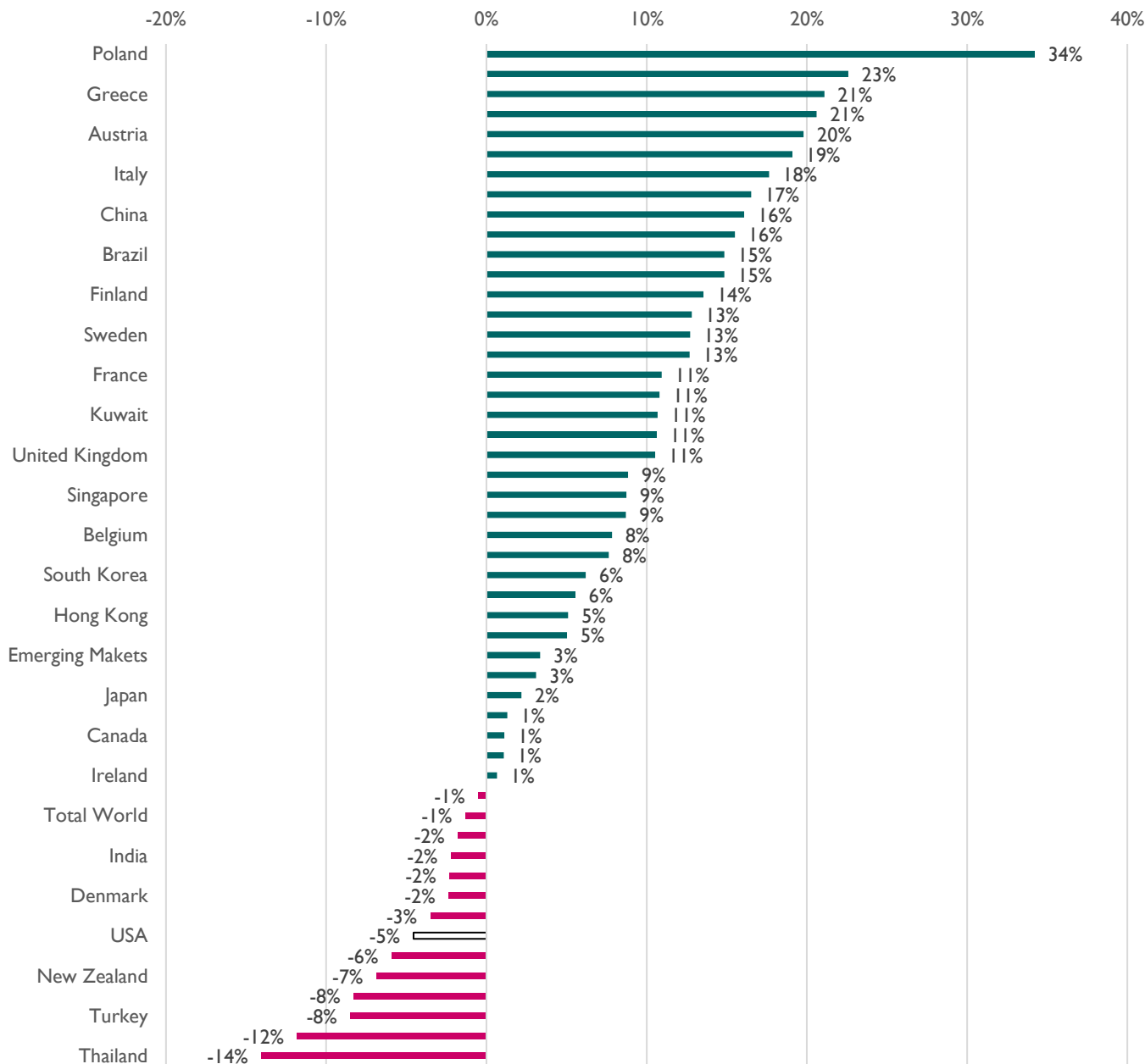




Bardzo dobry początek roku polskich akcji - anomalia czy trwała zmiana?

Przyzwyczajeni do tego, że polski rynek akcji przez lata mocno odstawał od wyników globalnego rynku akcji, a szczególnie od indeksów zza oceanu, w tym roku przecieramy oczy ze zdumienia, bo polskie akcje nie tylko daleko w tyle pozostawiły akcje z USA, ale są w tym roku w ogóle najlepszym rynkiem akcji na świecie.

Stopy zwrotu z rynków akcji w 2025 roku (w USD) na 31.03.2025



Źródło: Piotr Siegieda (opracowanie własne) na podst. danych ze stooq.pl z dnia 31.03.2025. Rynki akcji w postaci funduszy ETF w USD. Tickers: 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 = EWW, 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 = EWC, Arabia Saudyjska = KSA, Australia = EWA, Tajwan = EWT, Malezja = EWM, Nowa Zelandia = ENZL, Indie = INDA, Indonezja = EIDO, Tajlandia = THD.

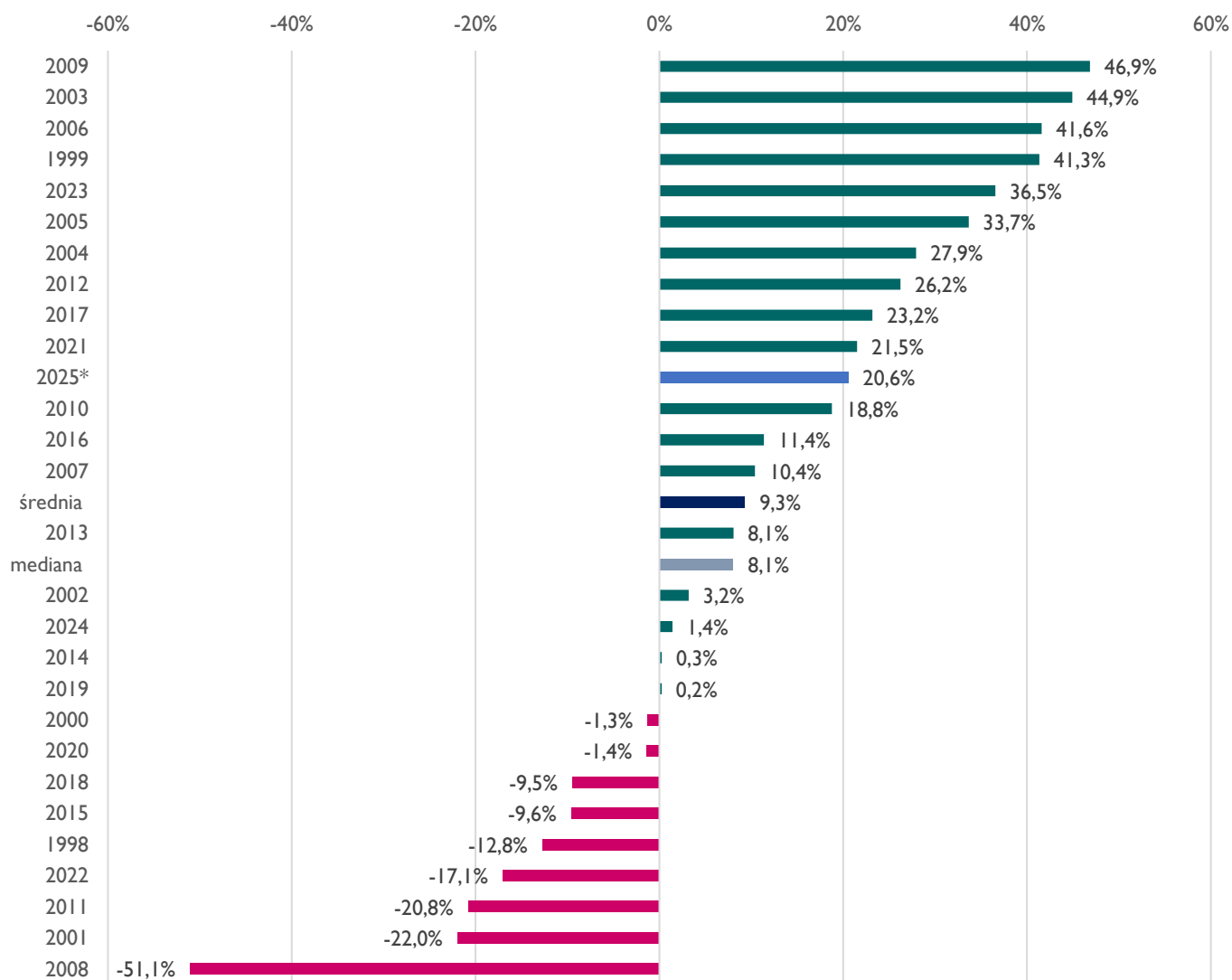


To dobra okazja do tego, aby się zastanowić nad pytaniem, które prawdopodobnie zadaje sobie obecnie wielu inwestorów, nie tylko nad Wisłą: czy ta piękna bajka na GPW ma szanse jeszcze trochę potrwać?

Czy tak dobry rok to anomalia?

Zacznijmy od historii. Indeks WIG wzrósł w tym roku o 20,6% i gdyby ten rok zakończył się już w marcu, to byłby to II najlepszy rok od 1998 roku, ale i tak znalazłby się poniżej średniej i mediany dla lat wzrostowych wynoszącej 22%.

Stopy zwrotu z indeksu WIG w latach 1998-2025*



Źródło: Opracowanie własne na podst. Stooq.pl. średnia i mediana z lat 1998-2024 *2025 wg stanu na 31.03.2025

Jak widać powyżej wysokie dwucyfrowe stopy zwrotu w danym roku nie są niczym niezwykłym w przypadku polskich akcji. Na 27 lat aż 10 razy (nie wliczając obecnego roku) indeks WIG zyskiwał min. 20%, czyli w 37% przypadków. Co prawda duża część tych tłustych lat dotyczyła okresu wielkiej hossy przed 2008 rokiem, ale także po Wielkim Kryzysie Finansowym WIG rósł o min. 20% czterokrotnie (w latach 2012, 2017, 2021, 2023), czyli statystycznie co 3-4 lata.

Odnosząc obecny rok do historii nie ma więc powodu, aby traktować ponad 20% stopę zwrotu z polskich akcji jako coś nietypowego. Oczywiście jeszcze $\frac{3}{4}$ tego roku przed nami, więc z ostatecznymi porównaniami obecnego roku do lat minionych lepiej się na razie wstrzymać.



Czy po dużych wzrostach należy spodziewać się korekty?

Zarówno po dużych wzrostach, jak i po znaczących spadkach często pojawia się jakaś korekta wcześniejszego ruchu, stąd także w tym przypadku intuicja podpowiada, aby sceptycznie patrzeć na przyszłe perspektywy wzrostu. Warto się więc przyjrzeć historii, czy po tak silnych wzrostach w jednym kwartale w kolejnych rynek korygował się w dół.

Kwartałne stopy zwrotu z indeksu WIG przekraczające 20% w latach 1998-2025*

Kwartał	Stopa zwrotu	3M później	6M później	9M później	12M później
4Q1999	26,8%	17,5%	8,6%	-6,6%	-1,3%
3Q2003	20,9%	7,7%	23,5%	23,9%	30,7%
2Q2009	26,6%	23,5%	31,5%	39,5%	29,5%
3Q2009	23,5%	6,4%	12,9%	4,8%	20,4%
4Q2022	25,0%	2,0%	17,1%	13,8%	36,5%
4Q2023	20,0%	5,5%	12,9%	6,1%	1,4%
1Q2025	20,6%	?	?	?	?
średnia		10,4%	17,8%	13,6%	19,5%
mediana		7,1%	15,0%	10,0%	24,9%

Źródło: Opracowanie własne na podst. Stooq.pl. wg stanu na 31.03.2025

Od 1998 roku indeks WIG 6 razy rósł o min. 20% w ciągu jednego kwartału (na 108 w analizowanym okresie), nie wliczając tegorocznych wzrostów. W każdym dotychczasowym przypadku także kolejny kwartał kończył się dodatnim zwrotem, a średnia i mediana tych zwrotów wynosiły odpowiednio 10,4% i 7,1%. W dłuższym terminie tylko po 4Q1999 roku, kiedy WIG wzrósł o 26,8% w horyzoncie 9 i 12 miesięcy opłacało się sprzedać akcję po ponad 20% kwartalnym wzroście. Wszystkie pozostałe przypadki wskazują na to, że korzystniej było te akcje nadal utrzymywać w portfelu. Średnia i mediana zwrotów w horyzoncie 12 miesięcznym wynosiły odpowiednio 19,5% i 24,9%, co oznacza, że w kolejnych 12 miesiącach przeciętnie można było osiągnąć zbliżoną stopę zwrotu, co w tych rekordowych kwartałach.

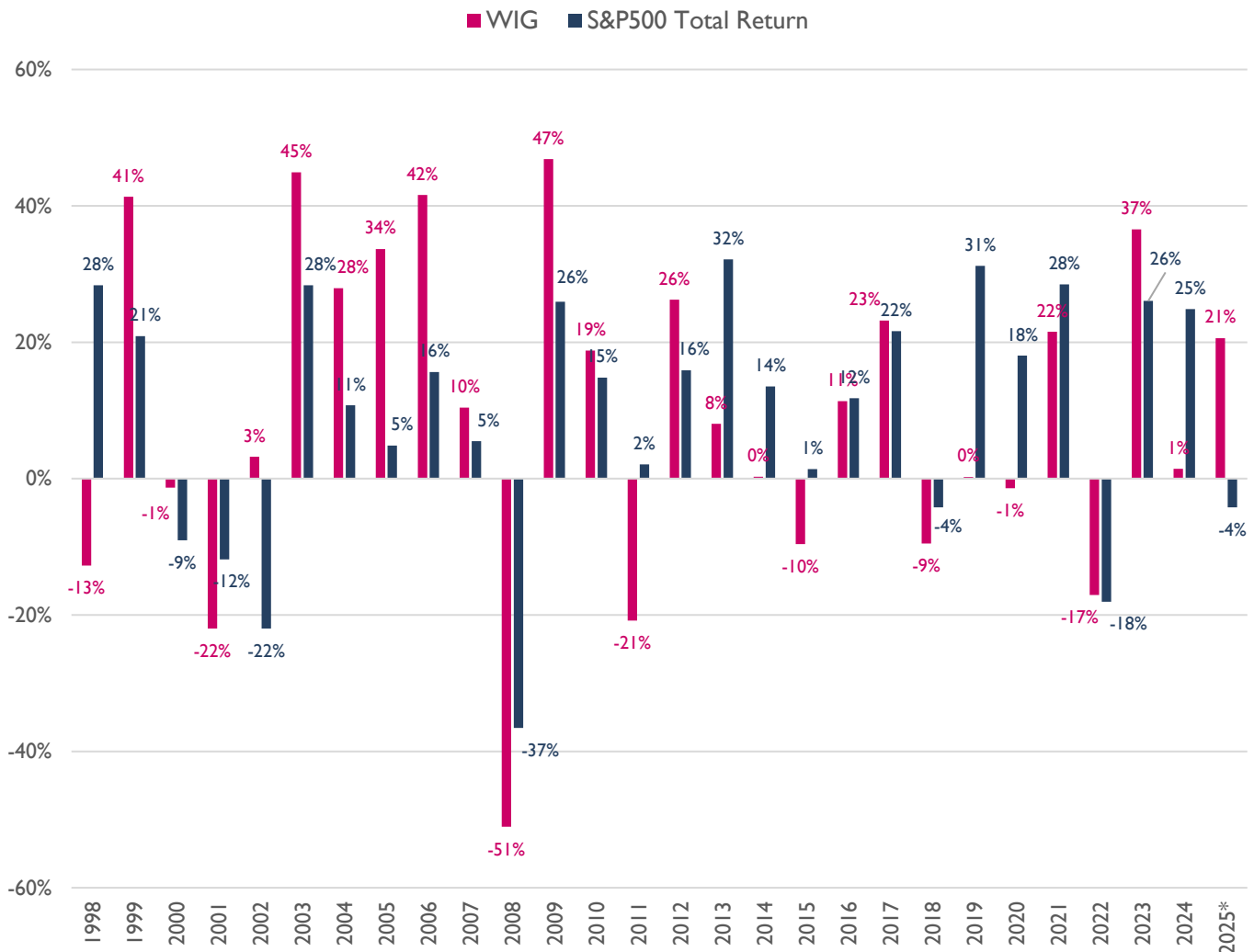
Podsumowując, 20% i wyższe zwroty w kwartale z indeksu WIG nie były zbyt częste, ale kiedy już się pojawiały zdecydowanie częściej były objawem dużego popytu na polskie akcje, który utrzymywał się dłużej niż jeden kwartał. Zamknięcie pozycji po tak dobrym kwartale z reguły było złą decyzją w kontekście kolejnego roku. **Czy GPW może rosnąć, kiedy Wall Street łapie zadyszkę?**

Przyjęło się uważać, że wzrostom polskich akcji musi towarzyszyć hossa także na globalnych rynkach, szczególnie w USA, które są największym rynkiem akcji na świecie.

Patrząc wstecz rzeczywiście trudno się doszukać wysokich wzrostów na GPW bez wzrostów na Wall Street. Tylko raz w analizowanym poniżej okresie (w 2002 roku) WIG minimalnie zyskiwał (+3%), kiedy indeks S&P500 kończył rok pod kreską.



Stopy zwrotów z indeksów WIG i S&P500 Total Return



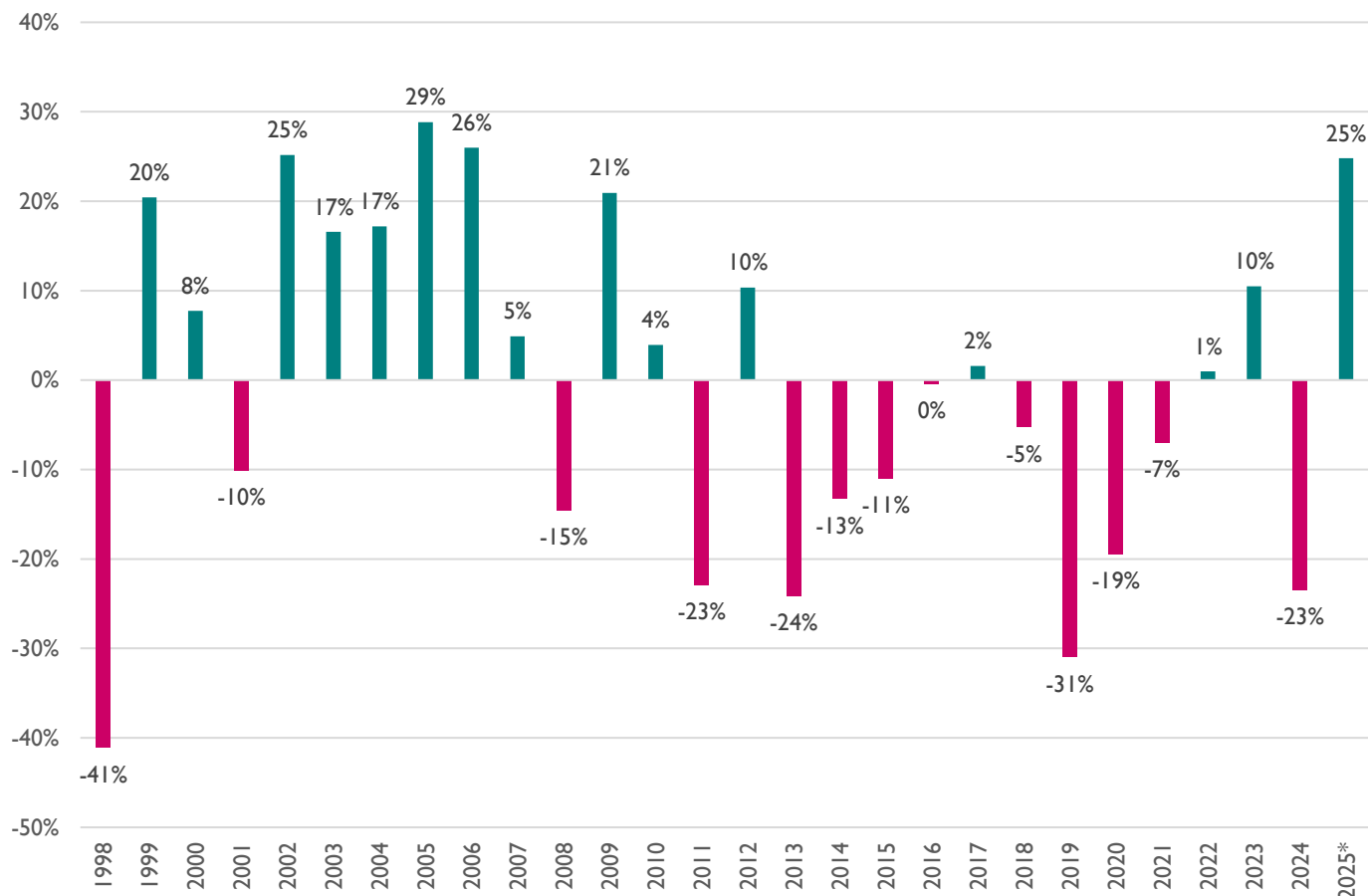
Źródło: Opracowanie własne na podst. danych Stooq.pl i yahoo!finance *wg danych na 31.03.2025

Warto jednak odnotować, że znaczące różnice pomiędzy polskimi, a amerykańskimi akcjami nie są wyjątkowe. Np. w ubiegłym roku indeks WIG zyskał zaledwie 1% podczas gdy S&P500 wzrósł o 24%. Obecny rok jak na razie jest niemal dokładnym odwróceniem sił z 2024 roku.

Jak widać poniżej znaczących różnic w stopach zwrotu nie brakowało także w przeszłości.



Różnice w stopach zwrotów z indeksów WIG i S&P500 Total Return



Źródło: Opracowanie własne na podst. danych Stooq.pl i yahoo!finance *wg danych na 31.03.2025

Do czasu WKF z 2008 roku częściej górą były polskie akcje, a stopy zwrotu z WIG często były nawet o 20% wyższe niż z indeksu S&P500. Średnia różnica w stopach zwrotu w latach 1998-2007 wynosiła +10% na korzyść polskich akcji. Po 2008 r. 9 razy wyższe zwroty przynosiły akcje z USA, a 6 razy (nie wliczając obecnego) akcje polskie. Przy tym średnia strata WIG-u do S&P500 w latach 2008-2024 wynosiła -7%.

Warto przy tym wziąć pod uwagę, że poniższe różnice nie uwzględniają zmiany kursu walutowego USD/PLN. Wobec tego do 2008 roku do stóp zwrotu po stronie WIG-u należałoby dopisać osłabiającego się dolara w stosunku do złotego, co wpływałoby na jeszcze wyższe zwroty z polskich akcji w porównaniu z akcjami amerykańskimi. Po 2008 roku ta relacja się odwróciła i przewaga S&P500 nad WIG-iem byłaby jeszcze większa, gdyby uwzględnić wpływ waluty.

Proste analogie historyczne bywają niekiedy pomocne w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, ale warto pamiętać, że przyszłe wyniki nie zależą od wyników historycznych. Dla rynku akcji w krótkim terminie ważny jest sentyment, w dłuższym fundamenty.

Czy można oczekiwać, że przewaga GPW nad Wall Street utrzyma się na dłużej?

Euforia wywołana wygraną Donalda Trumpa, który przez rynki był postrzegany jako zwolennik deregulacji, obniżek podatków itp. melodii, które zawsze lubią inwestorzy już dawno się ulotniła. A jej miejsce zajęła niepewność związana z rozpoczętą przez jego administrację wojną handlową. Od początku tego roku analitycy obniżają prognozy zysków spółek z indeksu S&P500, co w połączeniu z coraz gorszymi wskaźnikami sentymentu amerykańskich konsumentów wywierało także presję na ceny amerykańskich akcji. Ponadto jeden z motorów napędowych hossy – spółki z branży



związanej z rozwojem sztucznej inteligencji (AI) przestały być postrzegane jako jedyne w swoim rodzaju po tym jak pojawiły się alternatywne rozwiązania w innych krajach.

Stąd po długim okresie przewagi akcji z USA nad resztą rynków inwestorzy dostrzegli potrzebę większej dywersyfikacji geograficznej swoich portfeli. A jednym z głównych kierunków inwestycyjnych, gdzie akcje były tańsze (oczywiście nie bez powodu) była Europa. W gospodarce starego kontynentu po okresie wyraźnego spowolnienia, pojawiły się pierwsze symptomy lekkiego ożywienia. Do tego doszły planowane gigantyczne wydatki na obronę w krajach europejskich, co wsparło mocno spółki z europejskiej branży zbrojeniowej.

Rynek polskich akcji skorzystał na dobrym sentymencie do Europy. Do tego przyczyniły się także przyczyny wewnętrzne, tj. perspektywa zawarcia pokoju w Ukrainie i perspektywa ożywienia w polskiej gospodarce. A to w połączeniu z atrakcyjnymi wycenami polskich spółek ściągnęła globalny kapitał także na GPW w Warszawie. Trudno powiedzieć jak trwałe będzie zainteresowanie polskimi akcjami przez globalnych inwestorów, ale patrząc na perspektywy naszej gospodarki (wysoki wzrost gospodarczy, spadająca inflacja i obniżki stóp procentowych NBP) wciąż można być ostrożnym optymistą.

W dłuższym terminie do głosu jednak muszą dojść fundamenty, a te wydają się być jednak po stronie akcji amerykańskich. Trwająca korekta lekko obniżyła wskaźniki wycen amerykańskich gigantów technologicznych, ale wciąż nie są to okazje cenowe jak w pandemii COVID-19, czy w dołku bessy 2022 roku.

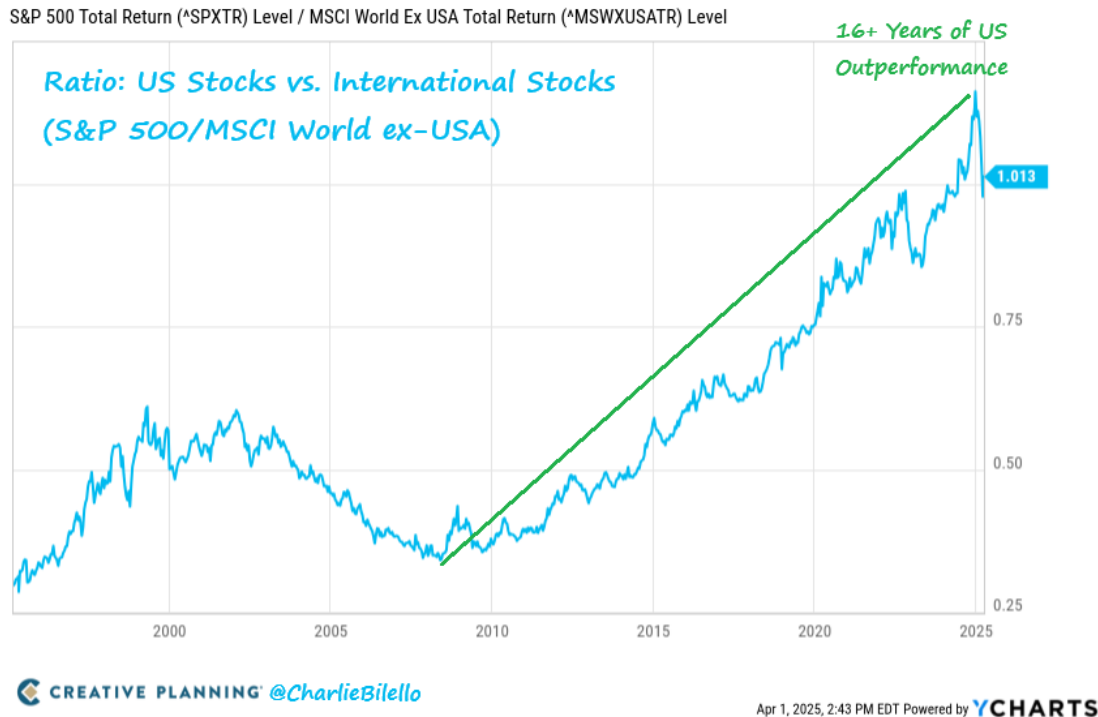
Spółki, które mają największy wpływ na indeks S&P500 należą jednak do spółek wysoce innowacyjnych. Co więcej są to spółki bardziej dochodowe niż z Europy. Ponadto nie można zapominać, że liderzy z Wall Street działają w skali globalnej, ich modele biznesowe są skalowalne, a więc i potencjał dalszych wzrostów jest znacznie większy niż polskich spółek.

Indeksy WIG i WIG 20 są zdominowane przez spółki z tradycyjnych branż (finanse, handel detaliczny, branża budowlana, przemysł wydobywczy) gdzie trudno o szybko rosnące spółki działające na większą skalę niż lokalny rynek. W związku z tym ich zyski także mają ograniczone możliwości wzrostu. A to właśnie tempo wzrostu zysków jest czynnikiem, który w największym stopniu determinuje wzrosty cen akcji.

Tym niemniej nie można wykluczyć, że po okresie wieloletniej dominacji USA globalni inwestorzy dostrzegą jednak potrzebę trwałej dywersyfikacji geograficznej swoich portfeli, a w tym zakresie pozostaje jeszcze wiele do zrobienia. Nawet najlepsza passa kiedyś się kończy. Czy już w tym roku będziemy świadkami detronizacji USA jako globalnego lidera globalnej hossy? Wkrótce się przekonamy, czy mamy do czynienia z nowym trendem, czy tylko z największą od 2008 roku korektą w dotychczasowym trendzie.



Siła relatywna akcji amerykańskich nad pozostałymi rynkami akcji



CREATIVE PLANNING® @CharlieBilello

Źródło: Creative Planning by Charlie Bilello

Podsumowanie

Obecny sentyment rynkowy wciąż może preferować polskie i europejskie akcje. Prowadzenie wojny handlowej przez administrację Donalda Trumpa z niemal całym światem może nadal negatywnie wpływać na postrzeganie amerykańskich spółek. W dłuższej perspektywie fundamenty powinny przemawiać jednak na korzyść spółek zza oceanu, o ile oczywiście tamtejsi politycy tych fundamentów trwale nie uszkodzą.

Jeśli tak się nie stanie, to z każdym kolejnym punktem procentowym przewagi polskich akcji nad akcjami amerykańskimi będą pogarszały się perspektywy dalszych wzrostów na GPW i poprawiały na Wall Street.

Warto jednak pamiętać, że w inwestowaniu inaczej niż w hazardzie, można obstawiać wielu wygranych, a i tak wciąż dobrze na tym zarobić. Dywersyfikacja geograficzna portfela w ostatnich latach nie przynosiła dodatkowych punktów w stopach zwrotu, bo przewaga USA nad resztą rynków była niekwestionowana. Nikt jednak nie wygrywa przez cały czas. Ten rok pokazuje, że w dobie wojen handlowych i rosnącej niepewności zamiast szukać we mgle przyszłych jej zwycięzców, warto odkurzyć zapomniane w ostatnich latach słowo na D.

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 dla inwestorów 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” 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 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.