



Komentarz miesięczny

Zarządzającego Funduszami Investors TFI

Jarosław Niedzielewski

Dyrektor Departamentu Inwestycji

Wrzesień 2025



Podsumowanie

- ✦ W ostatnich dziesięciu tygodniach inwestorzy na Wall Street byli świadkami istnego wakacyjnego festiwalu rekordów – średnio co trzecia sesja giełdowa kończyła się nowym szczytem. Oczywiście na takim tle nie mogło zabraknąć Donalda Trumpa, który przypisał sobie choćby sprawstwo hossy na akcjach Nvidii. Wielki powrót tej spółki – po niemal 40-procentowym spadku kursu akcji na początku roku – stał się jednocześnie triumfalnym powrotem rewolucji AI w amerykańskim wydaniu, zakwestionowanej w momencie debiutu chińskiego modelu DeepSeek.
- ✦ Obawy inwestorów budzą ostatnio twierdzenia o narastającej bańce spekulacyjnej oraz opinie kwestionujące realną efektywność sztucznej inteligencji. Co istotne, są to głosy płynące z samego źródła – na przykład od Sama Altmana. Prezes OpenAI stwierdził niedawno, że ekscytacja i oczekiwania inwestorów wobec sztucznej inteligencji coraz bardziej przypominają bańkę spekulacyjną z końca XX wieku. Pozostając zwolennikiem szukania analogii między ostatnimi trzema latami a drugą połową lat 90. XX wieku, nie jestem jednak przekonany, czy dzisiejszy stan rynku i nastroje wśród inwestorów można już określić mianem nabrzmiałej bańki spekulacyjnej, gotowej do pęknięcia. Moim zdaniem rewolucja AI ma wystarczający – choć wciąż niewykorzystany – potencjał, by przewyższyć skalę spekulację sprzed trzech dekad. Aby tak się stało, amerykańska gospodarka musi uniknąć recesji, tak jak udało się jej to w latach 1995–1999.
- ✦ Słabsze dane z rynku pracy, które ostatnio zaniepokoiły nawet szefa Fedu, nie mogą okazać się zapowiedzią załamania, a jedynie kolejnym przejawem utrzymującej się stagnacji. Póki co, skala zwolnień w firmach nie rośnie, podobnie jak liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Stopa bezrobocia wśród osób powyżej 45. roku życia wciąż utrzymuje się blisko rekordowo niskich poziomów. Trudniej jest natomiast osobom dopiero wchodzącym na rynek pracy lub tracącym zatrudnienie z różnych powodów – znalezienie nowej pracy staje się dla nich coraz większym wyzwaniem. Rynek pracy – i to nie tylko w Stanach Zjednoczonych – znalazł się w stagnacji, podobnie jak przemysł na całym świecie.
- ✦ Tak jak rynek pracy ma wystarczającą siłę, by wykoleić giełdowy „pociąg z forszą”, tak politycy mogą co najwyżej spowolnić jego bieg, zaciągając ręczny hamulec. Z takim właśnie politycznie zainicjowanym hamowaniem mamy ostatnio do czynienia we Francji i w Polsce. W obu przypadkach wynika ono z trudności w łagodzeniu narastającej dziury fiskalnej. Problemom tym mogłoby zaradzić przyspieszenie wzrostu gospodarczego i poprawa produktywności – tak jak w latach 90. XX wieku – ale dziś coraz częściej będziemy musieli wspierać ekspansję gospodarczą dodatkowymi bodźcami fiskalnymi. Jest jednak jedna klasa aktywów, której takie otoczenie sprzyja w szczególności – metale szlachetne.

Komentarz miesięczny: Wrzesień 2025

Odrabianie strat z pierwszych trzech miesięcy rządów Donalda Trumpa zajęło nowojorskiej giełdzie więcej czasu niż parkietom w Warszawie czy Frankfurtach. Gdy jednak pod koniec czerwca wreszcie się to udało, worek z rekordami rozwiązał się na dobre. Hossa pokazała swoją siłę mimo wojen handlowych, braku rozejmu na Ukrainie, rosnących wątpliwości co do rewolucji sztucznej inteligencji oraz oznak słabości na rynku pracy w USA. Może się jednak okazać, że dotychczasowa narracja – im gorzej na rynku pracy, tym lepiej dla giełdy (bo niższe stopy Fed) – zacznie się zmieniać. To mogłoby nieco przyhamować rozpędzony pociąg giełdowy w USA, który w Europie Zachodniej i w Polsce pod koniec sierpnia został zmuszony do „awaryjnego” hamowania.

W ostatnich dziesięciu tygodniach inwestorzy na Wall Street byli świadkami istnego wakacyjnego festiwalu rekordów – średnio co trzecia sesja giełdowa kończyła się nowym szczytem (wykres 1). Oczywiście na takim tle nie mogło zabraknąć Donalda Trumpa, który przypisał sobie choćby sprawstwo hossy na akcjach Nvidii. Jej kapitalizacja zrównała się niedawno z łączną rynkową wartością 50 największych europejskich czempionów (wykres 2). Wielki powrót tej spółki – po niemal 40-procentowym spadku kursu akcji na początku roku – stał się jednocześnie triumfalnym powrotem rewolucji AI w amerykańskim wydaniu, zakwestionowanej w momencie debiutu chińskiego modelu DeepSeek (wykres 3).



Donald J. Trump  
@realDonaldTrump

Tech Stocks, Industrial Stocks, & NASDAQ, HIT ALL-TIME,
RECORD HIGHS! CRYPTO, "Through the Roof." NVIDIA IS UP 47%
SINCE TRUMP TARIFFS. USA is taking in Hundreds of Billions of
Dollars in Tariffs. COUNTRY IS NOW "BACK." A GREAT CREDIT!
FED SHOULD RAPIDLY LOWER RATE TO REFLECT THIS
STRENGTH. USA SHOULD BE AT THE "TOP OF THE LIST." NO
INFLATION!!!

8.89k ReTruths **39.5k** Likes

Jul 10, 2025, 4:28 PM

<https://truthsocial.com/@realDonaldTrump/posts/114829408208555940>

Wykres 1: Po pokazie podwyższonej rynkowej zmienności nastąpił wakacyjny festiwal rekordów na Wall Street.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Jedna amerykańska spółka jest dziś warta tyle samo co 50 europejskich czempionów razem wziętych.



źródło: <https://insight.sgmarkets.com/>

Wykres 3: Imponujące odreagowanie Nvidii, przywróciło wiarę w rewolucję AI w jej amerykańskim wydaniu.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne



W efekcie trwających pięć miesięcy niemal nieprzerwanych wzrostów, indeks obejmujący 10 największych spółek ściśle związanych z branżą sztucznej inteligencji zyskał ponad 60 procent – dwukrotnie więcej niż S&P 500 i aż czterokrotnie więcej niż średnio pozostałe 490 czołowych firm z Wall Street (wykres 4). Ten pokaz siły, oprócz odreagowania wcześniejszych spadków, miał solidne uzasadnienie w wynikach finansowych. Większość spółek zaliczanych do „Wspaniałej Siódemki” pozytywnie zaskakiwała inwestorów zarówno danymi za pierwszy, jak i za drugi kwartał bieżącego roku. Imponujący, blisko 30-procentowy roczny wzrost zysków tych firm usprawiedliwiał ich dominację rynkową w ostatnich miesiącach (wykresy 5-6).

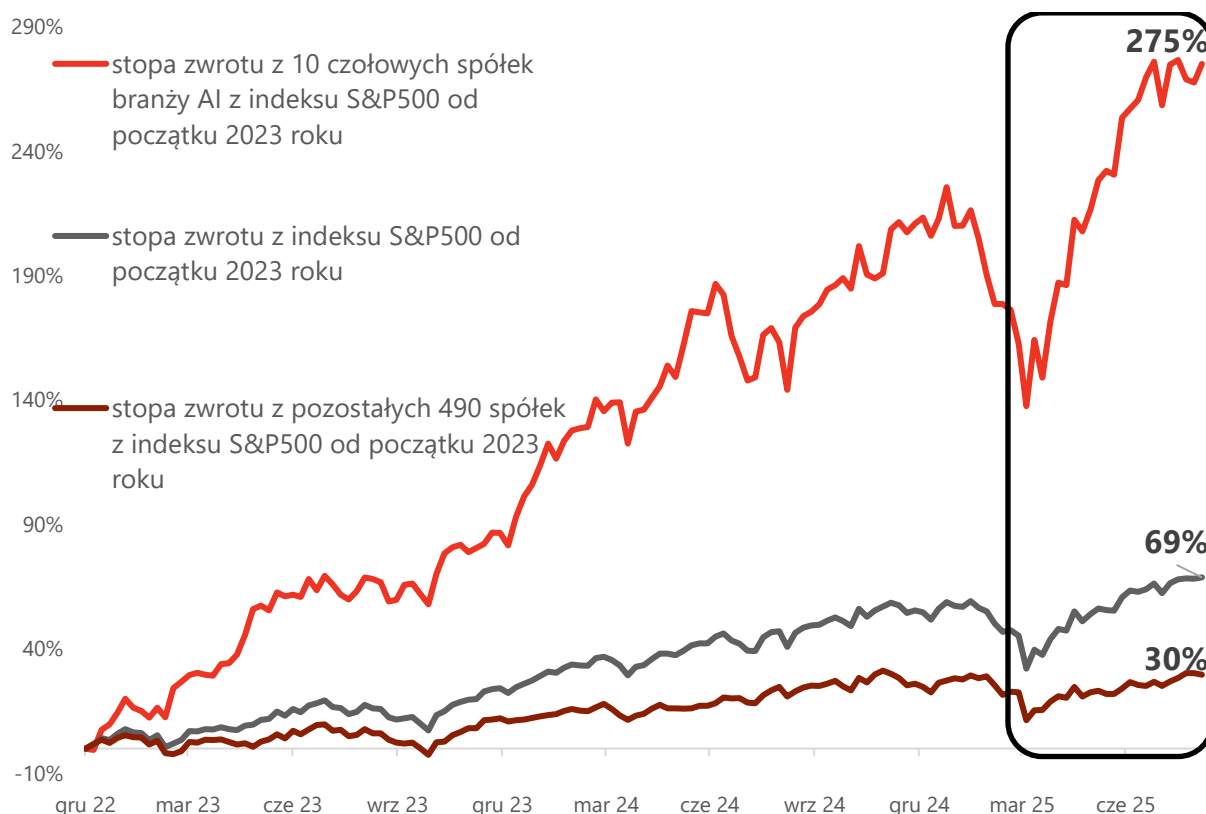
Archives › Magazine - 04 Sep 2025

‘Magnificent Seven’ continue to beat earnings forecasts (mostly)

Second-quarter growth comfortably outstrips consensus and the index

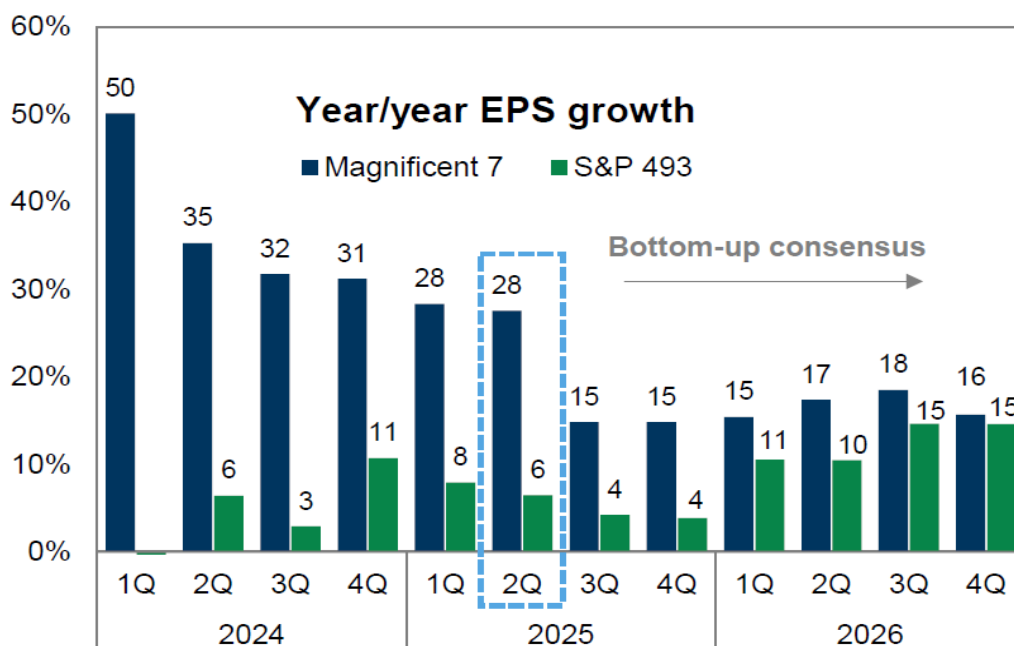
<https://www.sharesmagazine.co.uk/article/magnificent-seven-continue-to-beat-earnings-forecasts-mostly>

Wykres 4: Silne spadki spółek z branży AI z Wall Steet, na początku tego roku, nie były objawem pękającej bańki spekulacyjnej, były jedynie korektą we wciąż trwającej hossie.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

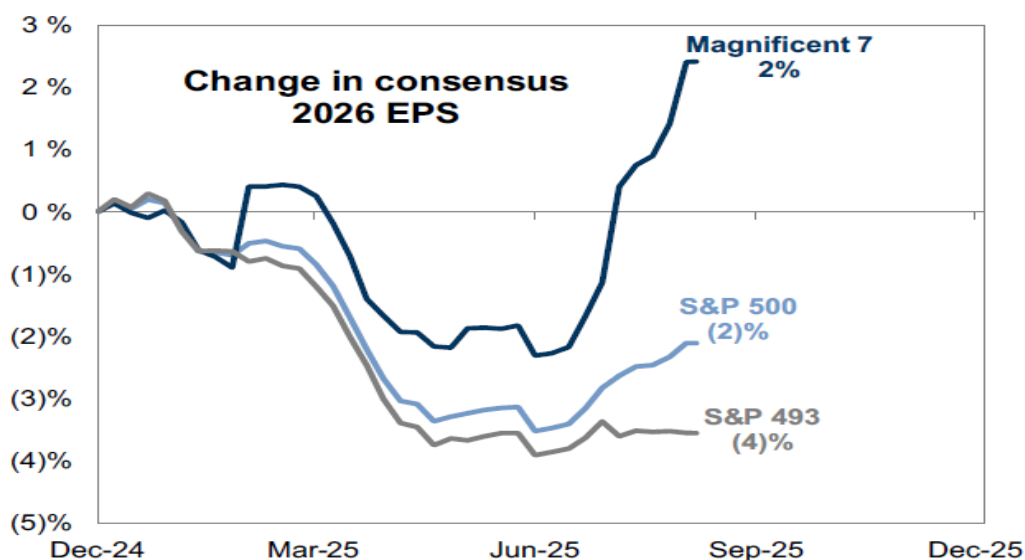
Wykres 5: Wyniki większości spółek ze Wspaniałej Siódemki ponownie przebiły oczekiwania inwestorów.



źródło: Goldman Sachs

Wykres 6: Zazwyczaj prognozy wyników na kolejne lata obniżają się z czasem, ale w przypadku Wspaniałej Siódemki inwestorzy nawet je podnieśli.

Exhibit 5: 2026 earnings estimates for the largest tech stocks have been revised higher year to date

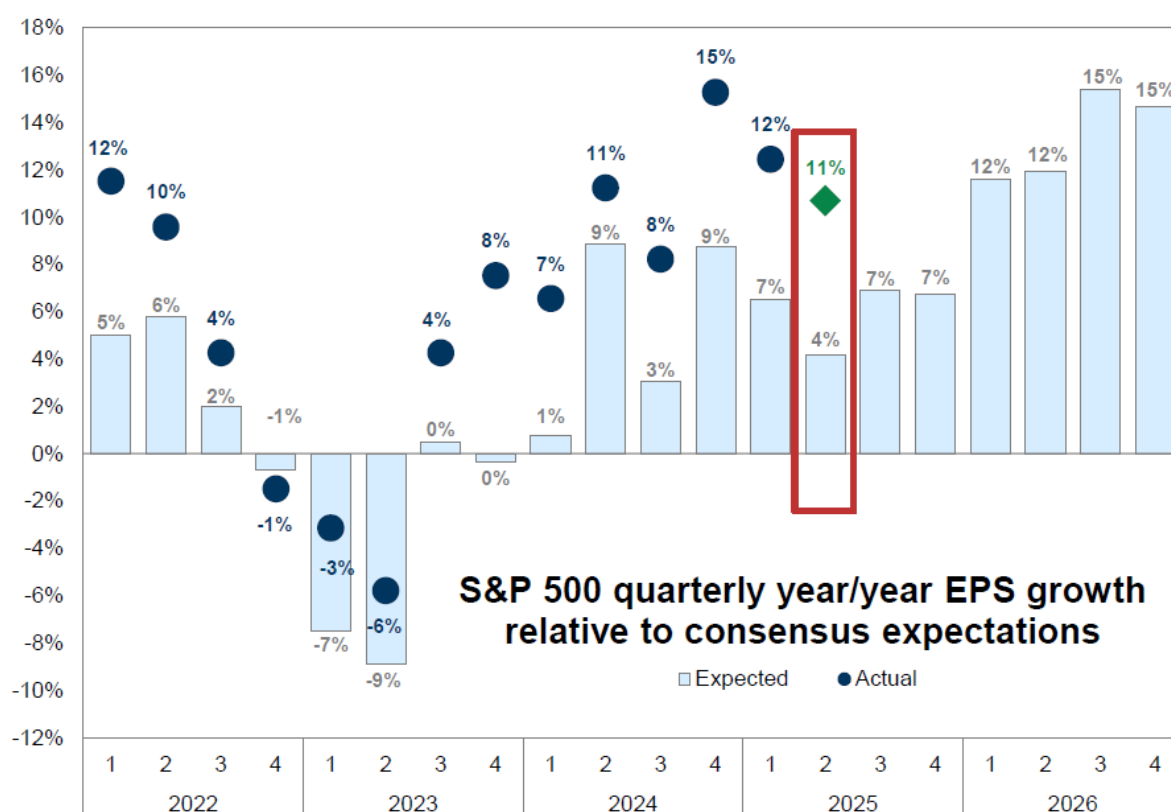


Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

Co istotne, pozostałe spółki – choć notowały znacznie skromniejszą dynamikę wzrostu zysków (6–8%) – również uczestniczyły w hossie (wykresy 7-8). W efekcie historyczne maksima osiągnęły ostatnio szerokie indeksy S&P 500 oraz Russell 1000, dobrze oddające kondycję przeciętnej amerykańskiej spółki (wykres 9). Nawet indeksy małych i średnich firm w USA znalazły się już tylko 2–3% poniżej rekordów ustanowionych tuż po zwycięstwie Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich, a w ich przypadku wyraźna poprawa wyników finansowych nadal jest bardziej w sferze obietnic niż twardych danych (wykresy 10-12).

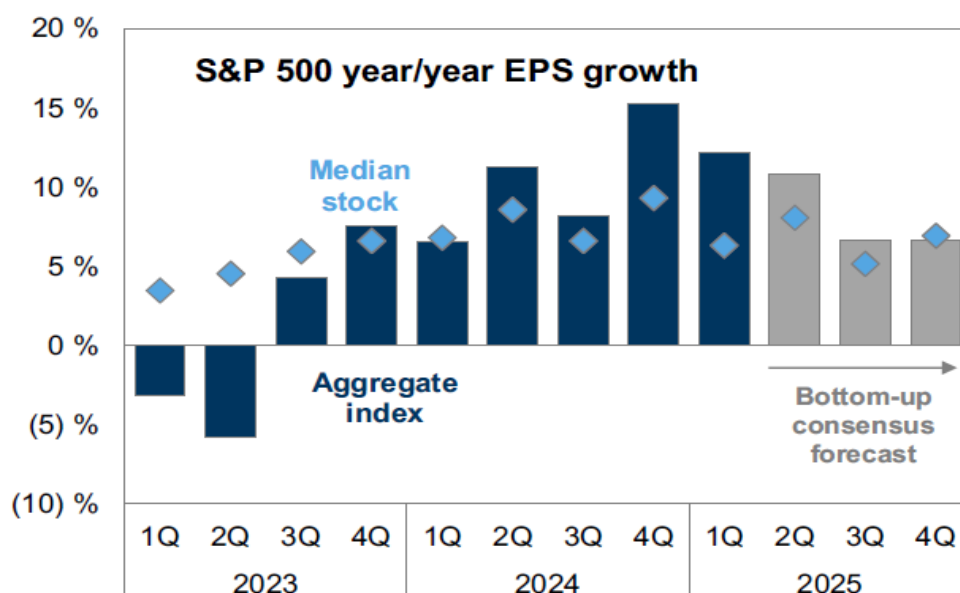
Wykres 7: Generalnie wyniki drugiego kwartału dla spółek z indeksu S&P500 okazały się znacznie lepsze niż oczekiwania.



źródło: Goldman Sachs

Wykres 8: Nie tylko największe, technologiczne firmy, ale większość spółek z indeksu S&P500 mogła pochwalić się przyzwoitą dynamiką wyników finansowych.

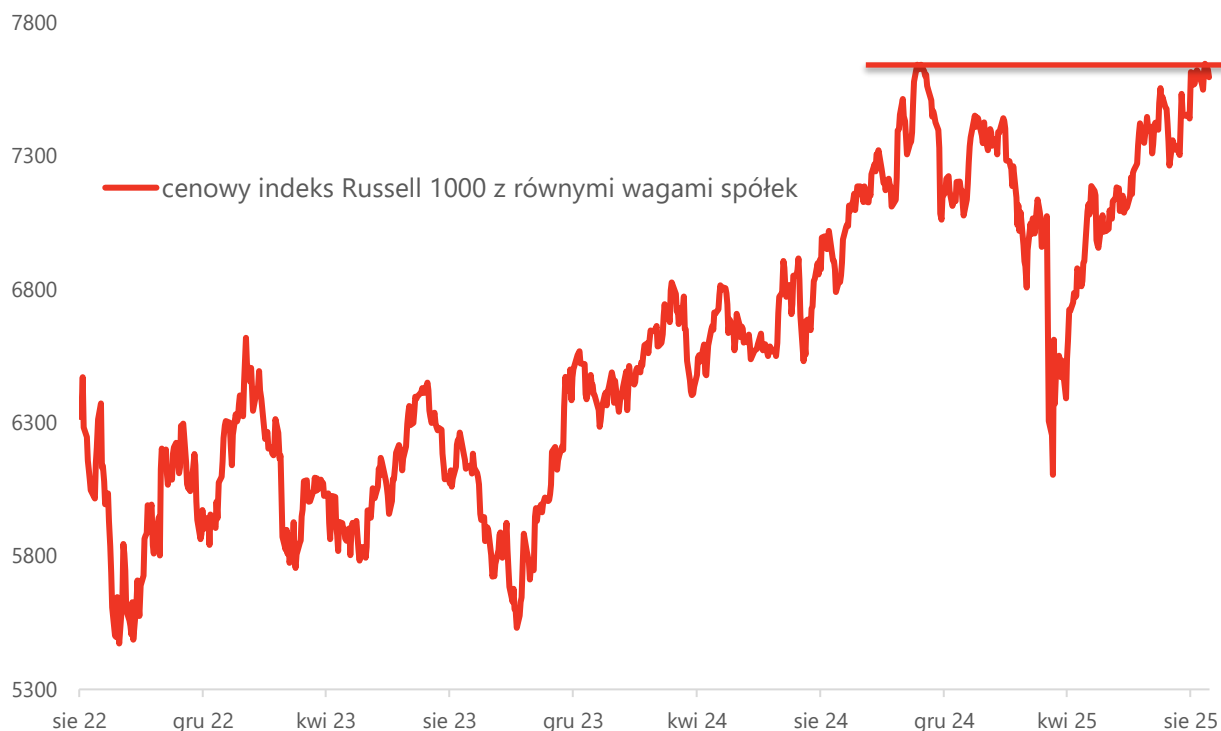
Exhibit 30: Realized and consensus year/year S&P 500 EPS growth



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

Wykres 9: Przeciętna amerykańska spółka odrobiła już wszystkie straty z pierwszych miesięcy roku.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

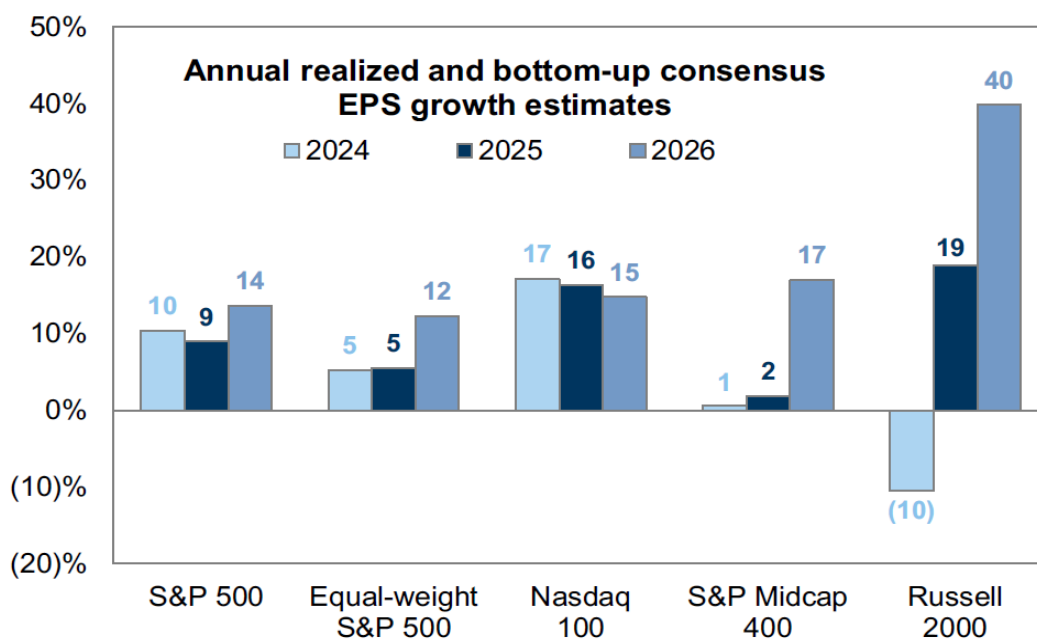
Wykres 10: W przypadku małych i średnich firm w USA do rekordów na indeksach brakuje zaledwie 2-3 procent.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 11: W kolejnych kwartałach to małe i średnie spółki mają pokazywać imponującą poprawę wyników finansowych.

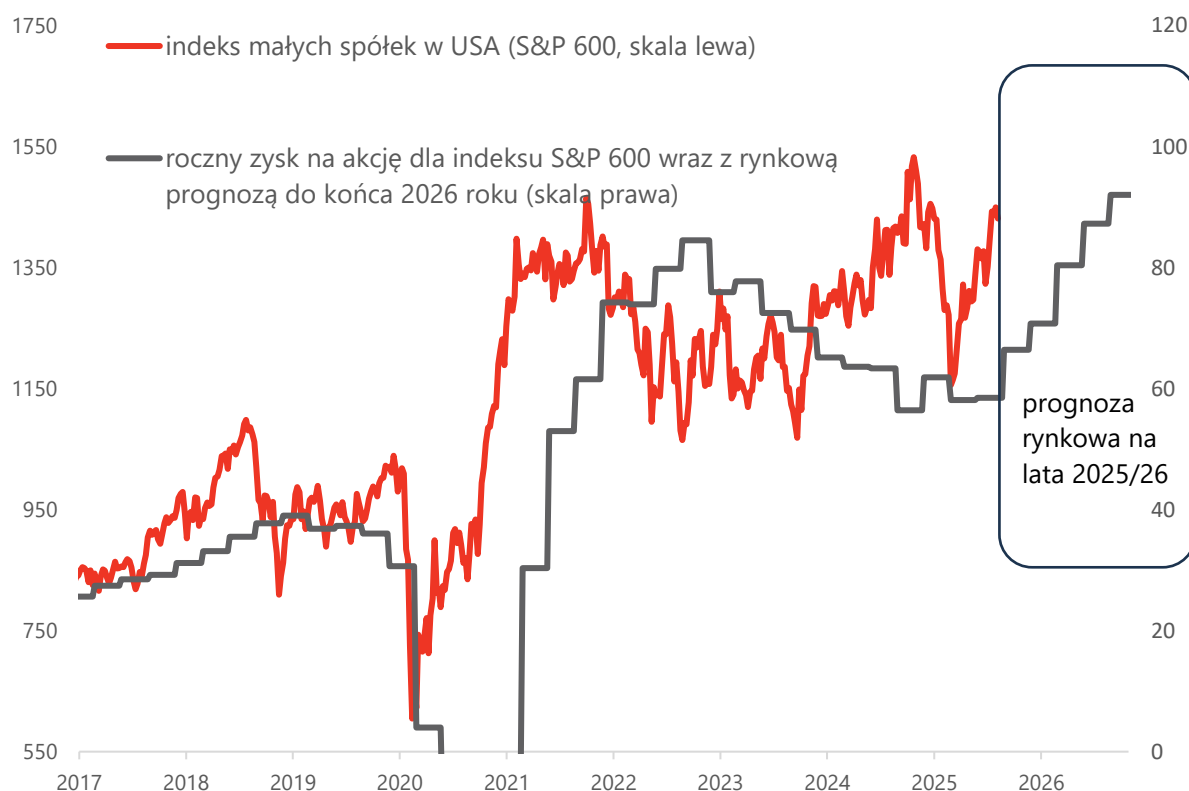
Exhibit 29: Realized and consensus EPS growth for select US equity indices



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

źródło: Goldman Sachs

Wykres 12: Póki co jednak, w przypadku małych spółek brak oznak odbudowy zysków.



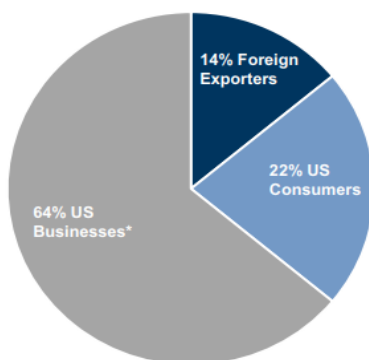
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Co prawda, według wyliczeń analityków Goldman Sachs, ponad połowę wzrostu wpływów z amerykańskich ceł w ostatnich miesiącach sfinansował lokalny biznes, jednak w przypadku spółek z indeksu S&P 500 nasilenie wojen handlowych w drugim kwartale bieżącego roku nie przełożyło się wyraźnie na spadek ich zyskowności (wykres 13). Ponieważ ci sami ekonomiści prognozują, że do końca roku ciężar podwyższonych opłat importowych poniosą głównie amerykańscy konsumenci – poprzez stopniowy wzrost cen – może się okazać, że z dużej taryfowej chmury na największe amerykańskie firmy spadnie stosunkowo niewielki deszcz. Kwestia polityki celnej mocno spowszedniała i przestała budzić większe emocje wśród inwestorów (wykres 14). Stało się tak mimo tego, że obecnie szacowany średni poziom ceł na towary importowane do USA (ok. 17%) nie odbiega znacząco od poziomu ogłoszonego podczas pamiętnego Dnia Wyzwolenia (ok. 22%) (wykresy 15-16).

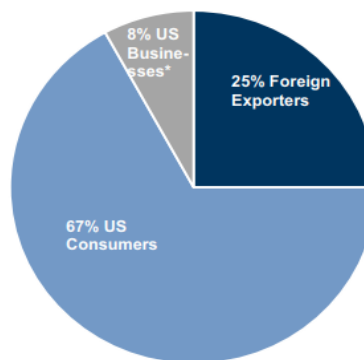
Wykres 13: Jak na razie to amerykańskie firmy płacą w dużej mierze za politykę celną Donalda Trumpa, ale ostatecznie to konsumenci poniosą jej koszty.

Exhibit 6 : Our Preliminary Estimates Suggest That More Than Half of Tariff Costs Have Been Absorbed by US Businesses So Far, but This Share May Decline to 8% Over the Next Several Months as Consumers and Foreign Exporters Gradually Absorb More of the Cost

Division of Tariff Costs as of June



Eventual Division of Tariff Costs by October
After All Announced Tariffs Through
June Are in Place For More Than Four Months

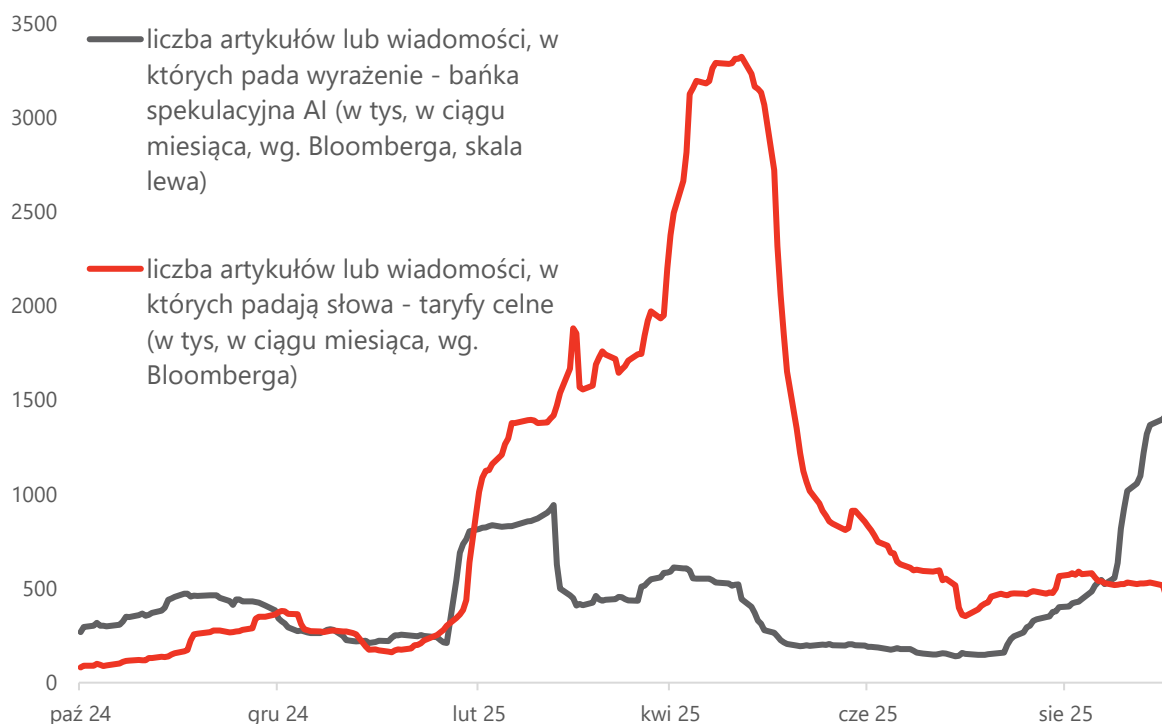


*The share of tariff costs borne by US businesses is a net amount. Some businesses probably absorbed a larger share of tariff costs, while other businesses that competed with imported goods likely raised their prices.

Source: Goldman Sachs Global Investment Research

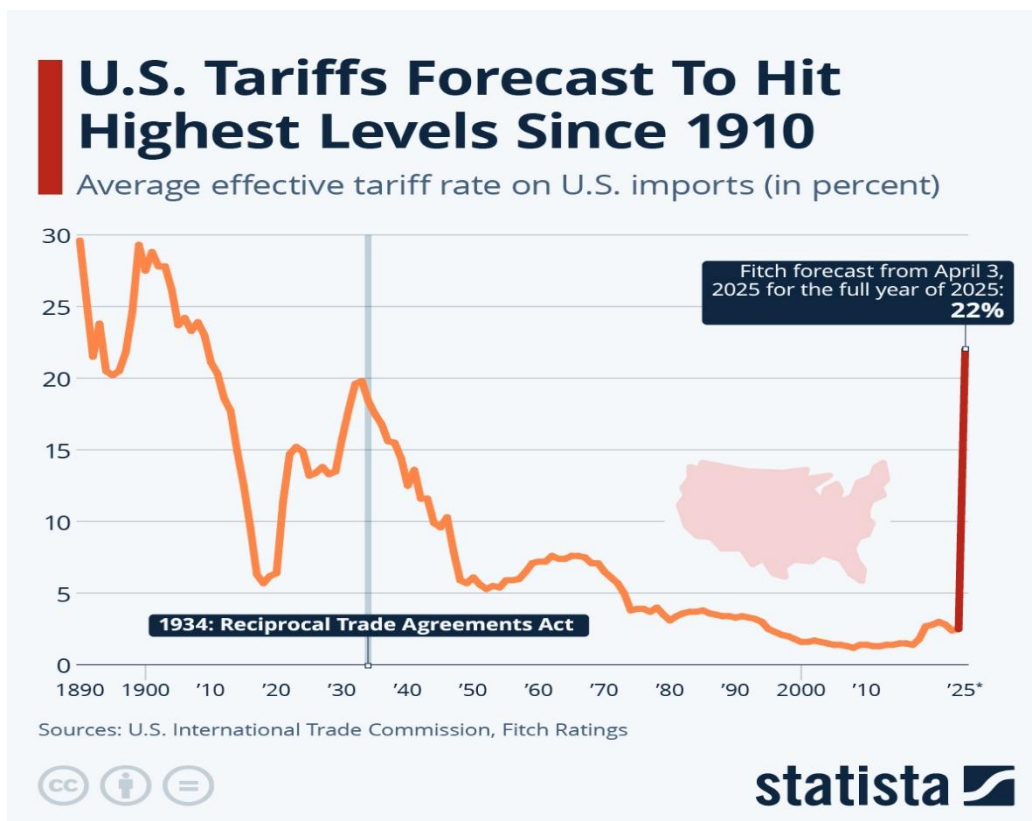
źródło: Goldman Sachs, 10 sierpnia 2025

Wykres 14: W ostatnich tygodniach temat wojen celnych wyraźnie przycichł. Większe zainteresowanie inwestorów wzbudzały obawy o narastanie bańki spekulacyjnej na spółkach AI.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 15: Według propozycji przedstawionych w Dniu Wyzwolenia średni poziom taryf celnych na towary importowane do USA miał sięgnąć 22%.



źródło: <https://www.statista.com/>

Wykres 16: Dziś średni poziom opłat celnych w USA sięga 17%.

Figure 3. U.S Average Effective Tariff Rate Since January 1, 2025, Baseline

Policy as of September 3, Pre-Substitution
Percent of goods import

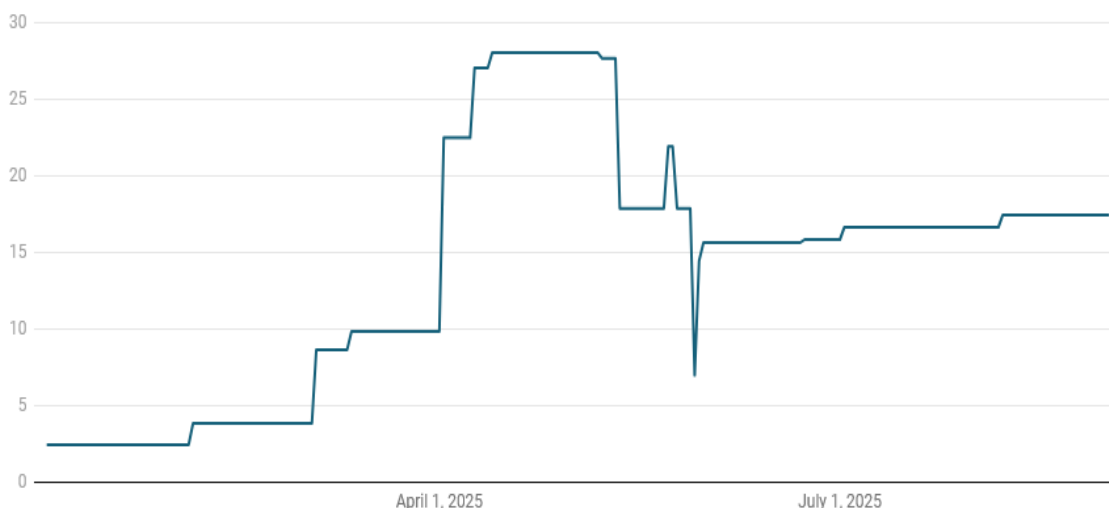


Chart: The Budget Lab • Source: The Budget Lab analysis. • Created with [Datavrapper](#)

źródło: <https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-september-4-2025>



Investors

Komentarz Dyrektora Departamentu Inwestycji

Znacznie większe zainteresowanie inwestorów budzą ostatnio twierdzenia o narastającej bańce spekulacyjnej oraz opinie kwestionujące realną efektywność sztucznej inteligencji. Co istotne, są to głosy płynące z samego źródła – na przykład od Sama Altmana, założyciela firmy, która zapoczątkowała to, co dziś nazywamy rewolucją AI. Prezes OpenAI stwierdził niedawno, że ekscytacja i oczekiwania inwestorów wobec sztucznej inteligencji coraz bardziej przypominają bańkę spekulacyjną z końca XX wieku. Podobną analogią posłużył się Torsten Słok, główny strateg Apollo Global, który ocenił, że biorąc pod uwagę poziom wycen największych spółek z Wall Street, obecna gorączka przewyższa nawet swój pierwowzór z początku lat 2000 (wykres 17).

Sam Altman Says There's an AI Bubble. What Wall Street Thinks.

By Angela Palumbo [Follow](#)

Aug 18, 2025, 4:48 pm EDT

<https://www.barrons.com/articles/ai-stock-bubble-wall-street-8208c9f1>

Is today's AI boom bigger than the dotcom bubble?

There are a lot of differences, but also some worrying parallels

<https://www.businesstimes.com.sg/opinion-features/todays-ai-boom-bigger-dotcom-bubble>

JULY 16, 2025

AI Bubble Today Is Bigger Than the IT Bubble in the 1990s



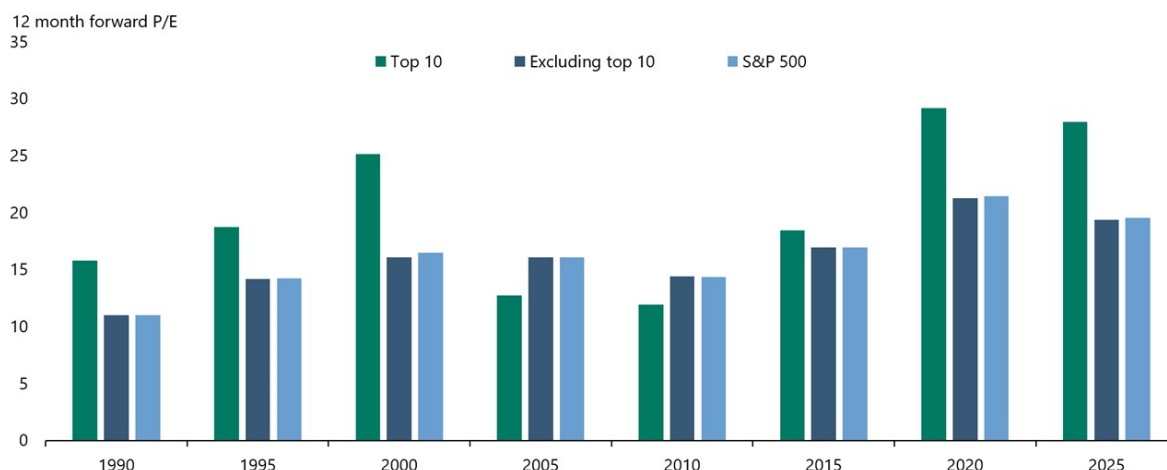
Torsten Słok
Apollo Chief Economist

<https://www.apolloacademy.com/ai-bubble-today-is-bigger-than-the-it-bubble-in-the-1990s/>

Wykres 17: Czy dzisiejsza bańka spekulacyjna na Wall Street jest już rzeczywiście większa od tej z końca lat 90tych XX wieku? Mam wątpliwości.

APOLLO

The AI bubble today is bigger than the IT bubble in the 1990s



źródło: <https://apolloacademy.com/the-daily-spark/>

Kubel zimnej wody na rozgrzane głowy inwestorów wylali również byli prezes Google’a Eric Schmidt oraz Marc Benioff, założyciel Salesforce. Obaj prominentni przedstawiciele branży technologicznej skrytykowali nadmierne skupienie Doliny Krzemowej na wyścigu o pierwszeństwo w stworzeniu ogólnej sztucznej inteligencji (AGI), określając je mianem zauroczenia lub wręcz hipnozy. Dodatkowe kontrowersje wywołał raport przygotowany przez naukowców z MIT, dotyczący efektów wdrażania rozwiązań opartych na dużych modelach językowych. W aż 95% spośród 300 przebadanych przypadków zastosowanie narzędzi AI przyniosło znikome efekty z punktu widzenia wzrostu biznesu.

Suddenly, Silicon Valley Is Lowering AI Expectations Sam Altman talks “bubbles” while Eric Schmidt falls out of love with AGI.



By John Herrman, a tech columnist at *Intelligencer* ✓

<https://nymag.com/intelligencer/article/suddenly-silicon-valley-is-lowering-ai-expectations.html>



Investors

Komentarz Dyrektora Departamentu Inwestycji

Silicon Valley Is Drifting Out of Touch With the Rest of America

Aug. 19, 2025

<https://www.nytimes.com/2025/08/19/opinion/artificial-general-intelligence-superintelligence.html>

Marc Benioff says he's 'extremely suspect' of those buying into AGI 'hypnosis'

HENRY CHANDONNET | 28 August 2025 07:12 PM

<https://africa.businessinsider.com/news/marc-benioff-says-hes-extremely-suspect-of-those-buying-into-agi-hypnosis/z28pdv2>

MIT report: 95% of generative AI pilots at companies are failing



BY SHERYL ESTRADA

SENIOR WRITER AND AUTHOR OF CFO DAILY

August 18, 2025 at 6:54 AM EDT

<https://fortune.com/2025/08/18/mit-report-95-percent-generative-ai-pilots-at-companies-failing-cfo/>

Nie wiem, czy wysnuwanie kategoriycznych twierdzeń o niewielkiej przydatności modeli AI w napędzaniu przychodów firm – do czego mogą prowadzić ustalenia badaczy z MIT – jest w pełni zasadne dziś, zaledwie rok po debiucie pierwszego modelu wnioskującego OpenAI o1. Być może na ocenę efektywności wykorzystania sztucznej inteligencji w biznesie jest jeszcze zbyt wcześnie. Nie ulega jednak wątpliwości, o czym również wspomina raport MIT, że obecne rozwiązania AI bardzo dobrze sprawdzają się w ograniczaniu kosztów i zwiększaniu produktywności – zarówno w działach wsparcia sprzedaży i marketingu, jak i w obszarach administracyjnych (back office).



Investors

Komentarz Dyrektora Departamentu Inwestycji

Przykładem może być Salesforce, gdzie – jak przyznał Marc Benioff – połowę pracy zespołów inżynierskich i obsługi klienta wykonują już agenci AI, osiągając imponującą, ponad 90-procentową skuteczność. Efektem wdrożenia tych narzędzi były jednak zwolnienia 4 tysięcy osób, czyli niemal połowy pracowników działów wsparcia klientów. Być może rewolucja sztucznej inteligencji rzeczywiście weszła w fazę nadmiernej spekulacji, jak ocenia to Sam Altman, ale nie zmienia to faktu, że staje się ona coraz bardziej realnym czynnikiem wpływającym na życie rosnącej liczby osób.

AI is doing up to 50% of the work at Salesforce, CEO Marc Benioff says

PUBLISHED THU, JUN 26 2025 9:49 AM EDT | UPDATED THU, JUN 26 2025 1:46 PM EDT

<https://www.cnbc.com/2025/06/26/ai-salesforce-benioff.html>

Marc Benioff says Salesforce has cut 4,000 roles in support because of AI agents

<https://www.businessinsider.com/marc-benioff-says-salesforce-cut-4000-roles-because-of-agents-2025-9?IR=T>



Salesforce CEO Marc Benioff on why AI agents won't lead to mass unemployment



BY JEREMY KAHN
EDITOR, AI

SH

July 30, 2025 at 11:44 AM EDT

<https://fortune.com/2025/07/30/salesforce-marc-benioff-interview-ai-agents-productivity-unemployment-future-work/>

Salesforce CEO Marc Benioff says his company has cut 4,000 customer service jobs as AI steps in: 'I need less heads'



BY EMMA BURLEIGH
REPORTER, SUCCESS

SHARE

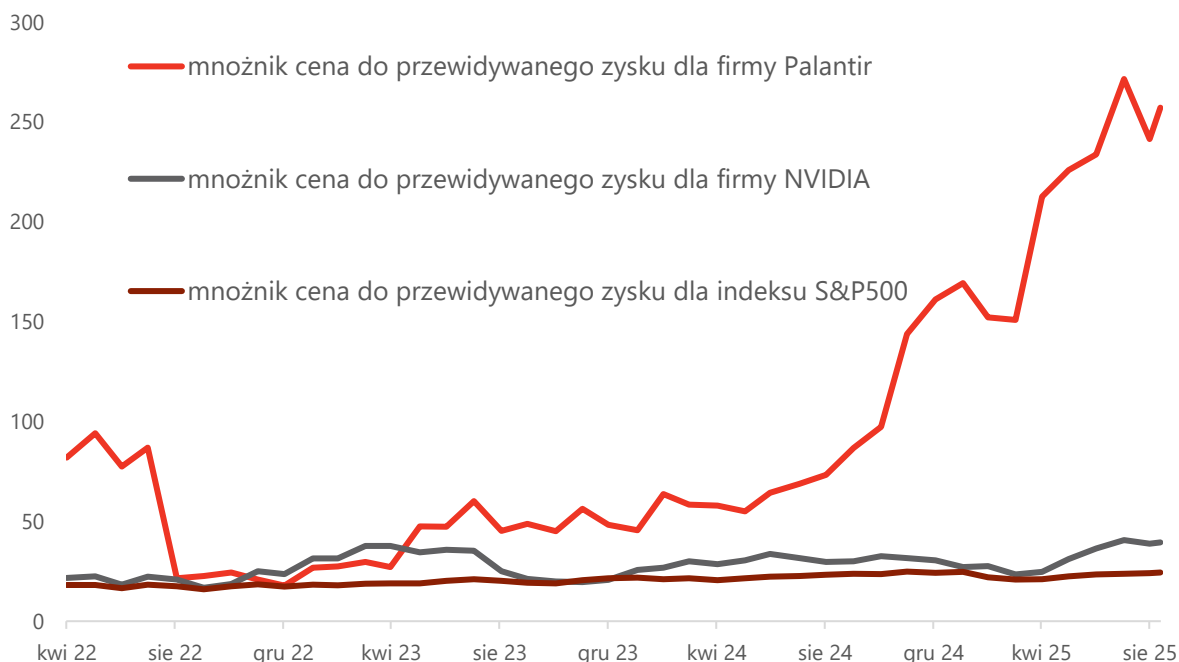
September 2, 2025 at 10:53 AM EDT

<https://fortune.com/2025/09/02/salesforce-ceo-billionaire-marc-benioff-ai-agents-jobs-layoffs-customer-service-sales/>

Pozostając zwolennikiem szukania analogii między ostatnimi trzema latami a drugą połową lat 90. XX wieku, nie jestem jednak przekonany, czy dzisiejszy stan rynku i nastroje wśród inwestorów można już określić mianem nabrzmiałej bańki spekulacyjnej, gotowej do pęknięcia. Mając w pamięci pierwsze miesiące 2000 roku, kiedy kończyła się era dot-comów, do podobnej – globalnej – euforii wciąż nam jeszcze trochę brakuje.

Nie ulega wątpliwości, że poziomy mnożników wycen w przypadku takich spółek jak Palantir czy tempo, w jakim rośnie szacunkowa kapitalizacja nienotowanych firm pokroju OpenAI czy Anthropic, skłaniają do ostrożności (wykresy 18-19). Moim zdaniem rewolucja AI ma jednak wystarczający – choć wciąż niewykorzystany – potencjał, aby przewyższyć skalą spekulację sprzed trzech dekad.

Wykres 18: Wycena spółki Palantir faktycznie „odkleiła się” od punktu odniesienia.



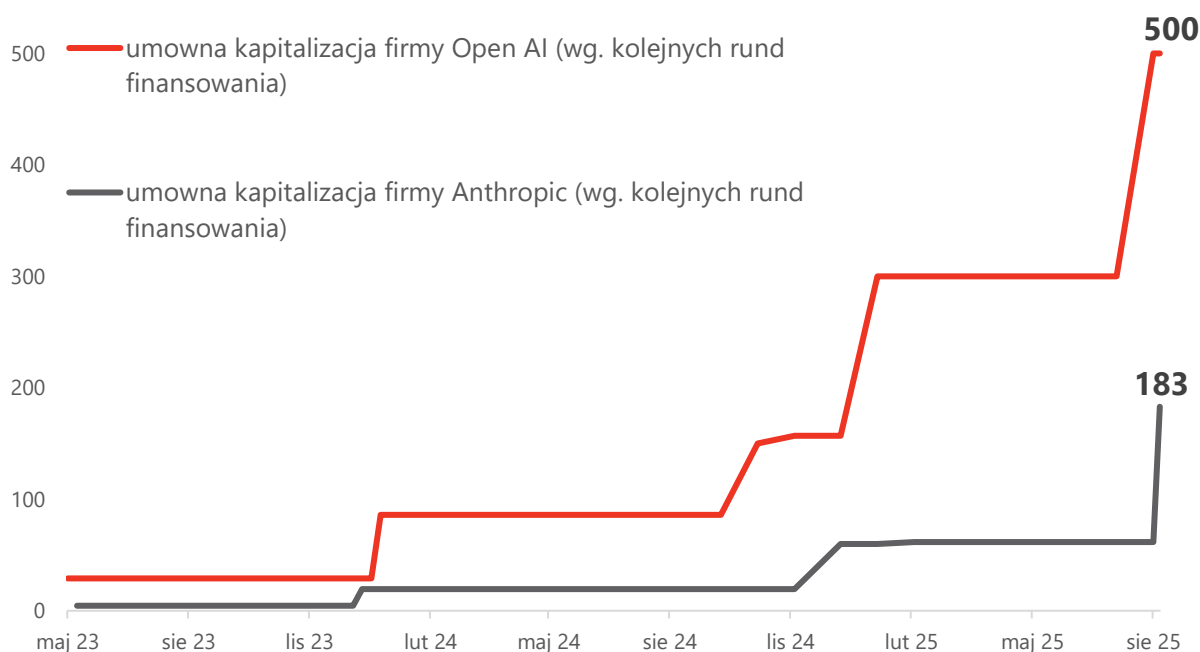
źródło: Bloomberg, obliczenia własne



Investors

Komentarz Dyrektora Departamentu Inwestycji

Wykres 19: Wyceny nienotowanych spółek z branży AI rosną i rosną.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Aby tak się stało, amerykańska gospodarka musi uniknąć recesji, tak jak udało się jej to w latach 1995–1999. To oznacza, że słabsze dane z rynku pracy, które ostatnio zaniepokoiły nawet szefa Fedu, nie mogą okazać się zapowiedzią załamania, a jedynie kolejnym przejawem utrzymującej się stagnacji.

Powell says weaker labor market may merit rate cuts, fueling stock rally

The Fed chair says the central bank faces a “challenging situation” with higher costs from tariffs and signs of job weakness.

Updated August 22, 2025

<https://www.washingtonpost.com/business/2025/08/22/powell-jackson-hole-fed-rates/>

Warto jednak zauważyć, że takiego załamania spodziewają się sami amerykańscy konsumenci – działania nowej administracji w Białym Domu w pierwszych miesiącach roku wyraźnie pogorszyły ich nastroje. Historia pokazuje, że nie należy lekceważyć tych sygnałów, ponieważ analogiczny pesymizm konsumencki poprzedzał każdą dotychczasową recesję (wykres 20).

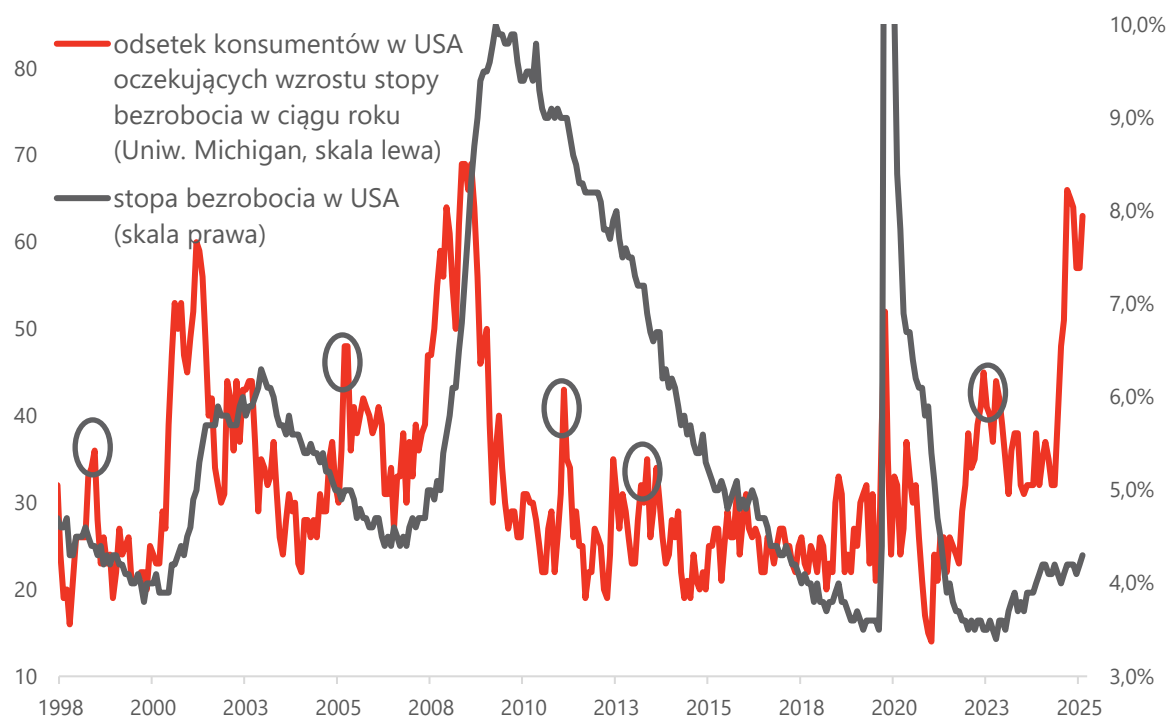
Wykres 20: Konsumenci w USA oczekują wyraźnego wzrostu stopy bezrobocia. Póki co, dane z rynku pracy wskazują na stagnację, nie na recesyjne załamanie.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

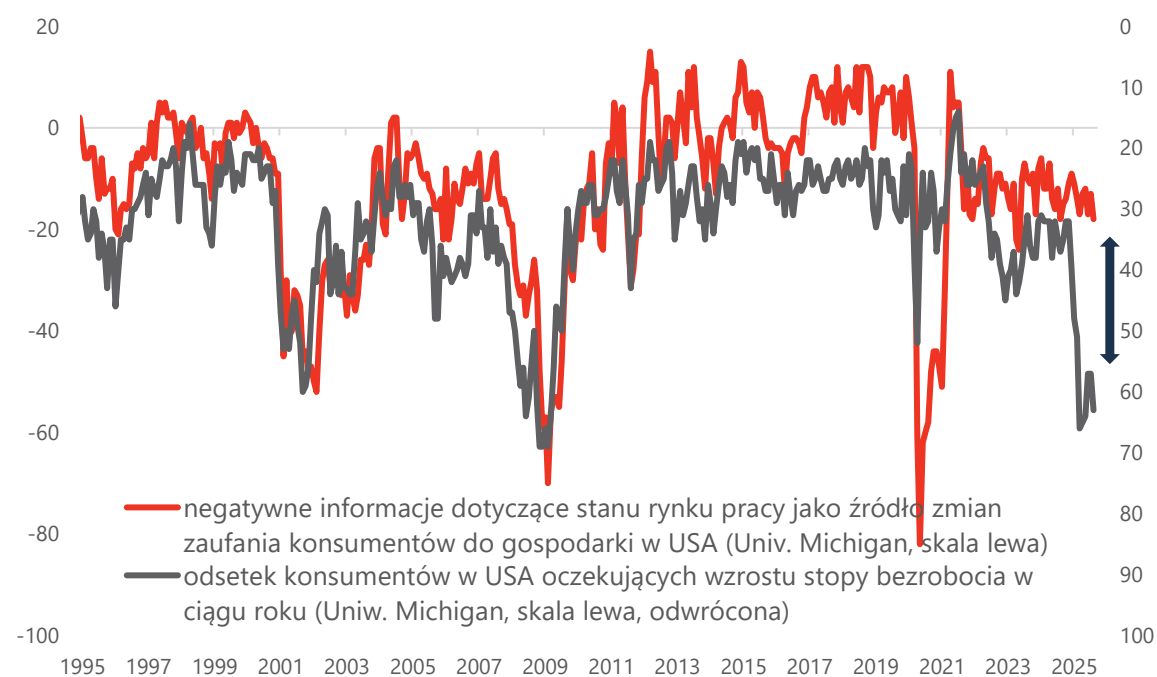
Choć jest to warunek konieczny do wystąpienia okresu dekonunktury, to jednak niewystarczający. Konsumenci dość często reagują przesadnie, a ich nastroje podlegają podobnym fluktuacjom jak sentyment inwestorów na rynkach akcji (wykres 21). Na razie więcej powodów do pogorszenia nastrojów dostarcza im polityka amerykańskiego rządu niż realna sytuacja gospodarcza, czy rynek pracy (wykresy 22-23). Skala zwolnień w firmach nie rośnie, podobnie jak liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (wykresy 24-27). Stopa bezrobocia wśród osób powyżej 45. roku życia wciąż utrzymuje się blisko rekordowo niskich poziomów (wykres 28). Trudniej jest natomiast osobom dopiero wchodzącym na rynek pracy lub tracącym zatrudnienie z różnych powodów – znalezienie nowej pracy staje się dla nich coraz większym wyzwaniem (wykresy 29-31).

Wykres 21: Nastroje konsumentów w USA podlegają częstym wahaniom. Samo pogorszenie sentymentu nie musi być jednoznaczną zapowiedzią nadchodzącej dekoniunktury.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 22: Póki co, to nie informacje z samego rynku pracy wpłynęły na pogorszenie sentymentu wśród konsumentów w USA.



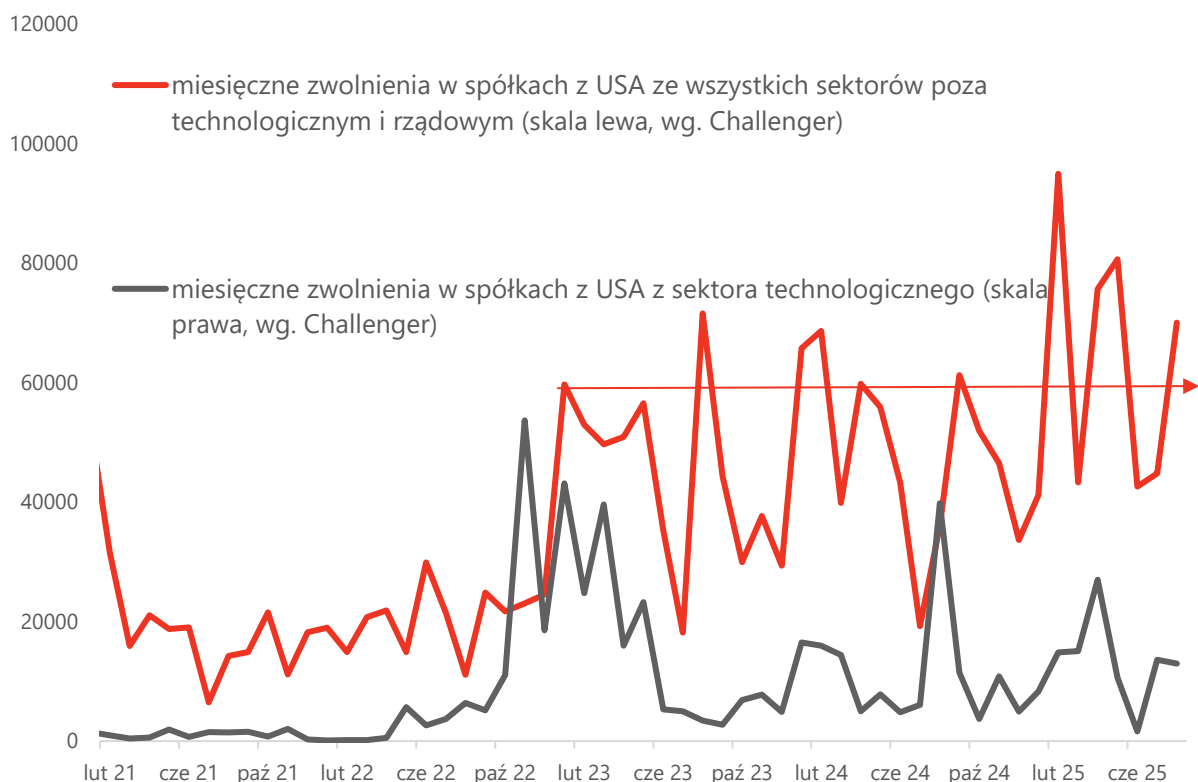
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 23: Głównym źródłem obaw były działania amerykańskiego rządu.



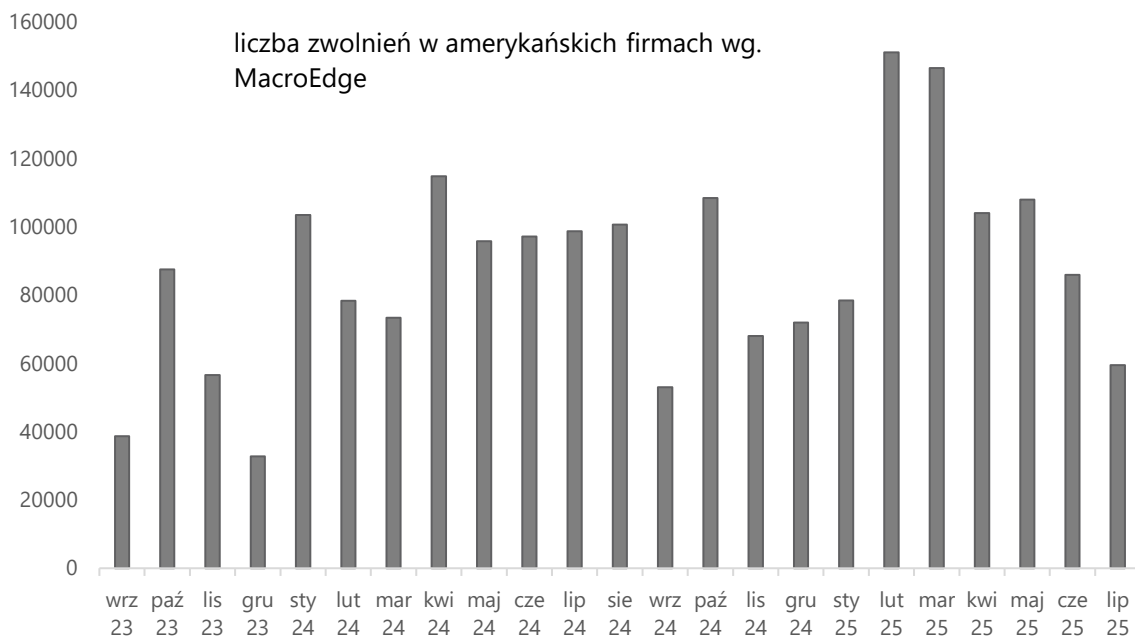
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 24: Poziom zwolnień w amerykańskiej gospodarce jest podwyższony, ale nie przyspiesza.



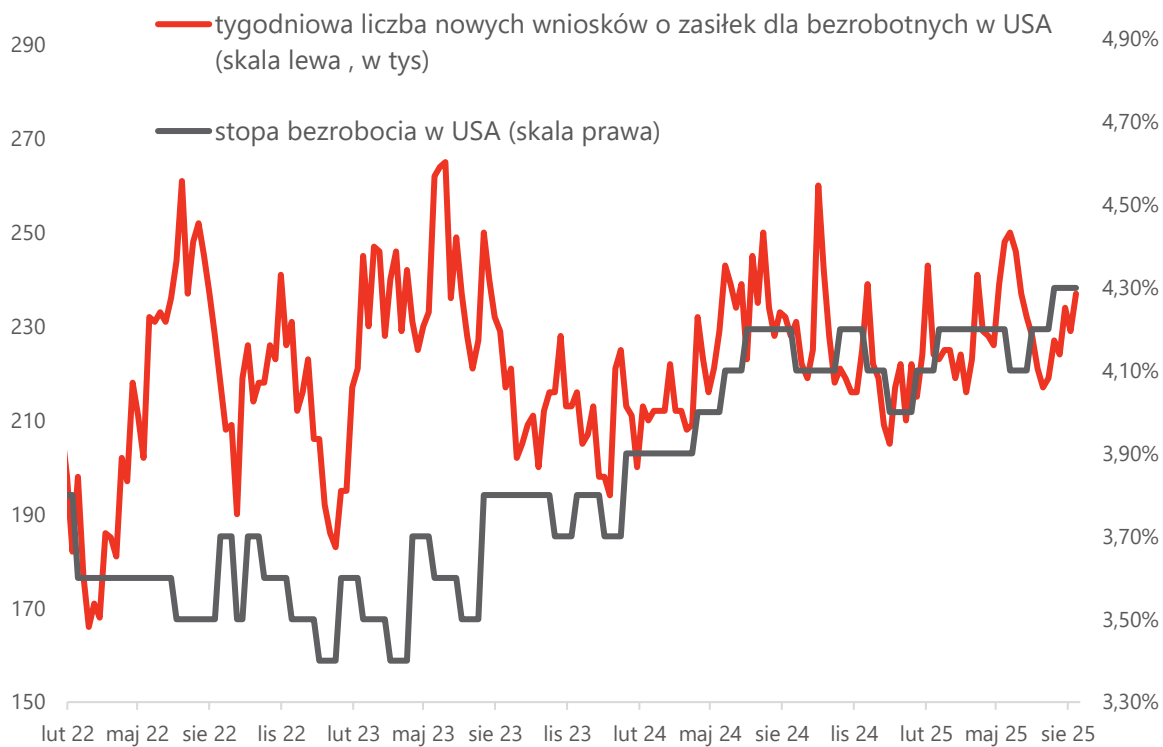
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 25: Jeszcze nie ma dowodów na rozkręcanie się spirali zwolnień w firmach.



źródło: <https://www.macroedge.net/jobcuttracker>

Wykres 26: Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych nie rośnie dynamicznie.



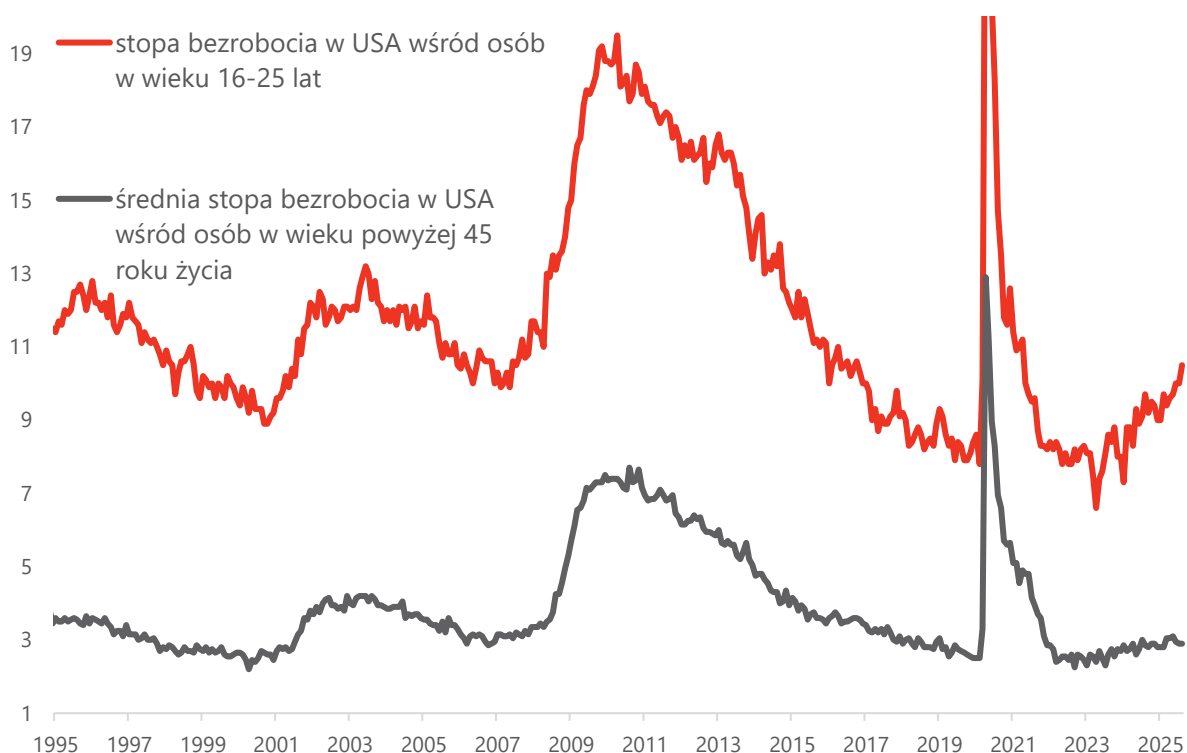
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 27: W momencie rozpoczęcia prawdziwej recesji liczba bezrobotnych w gospodarce nabiera zdecydowanego przyspieszenia.



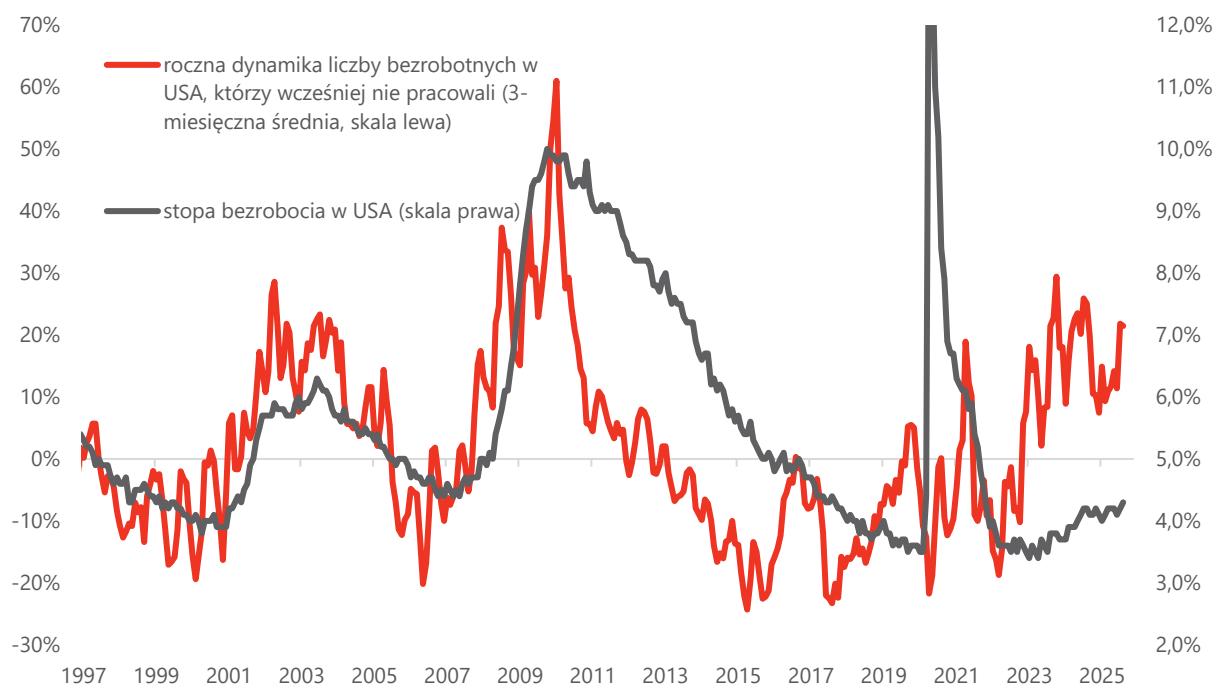
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 28: Młodzi amerykańskie mogą już mówić o kryzysie na rynku pracy, ale starsi pracownicy jeszcze nie.



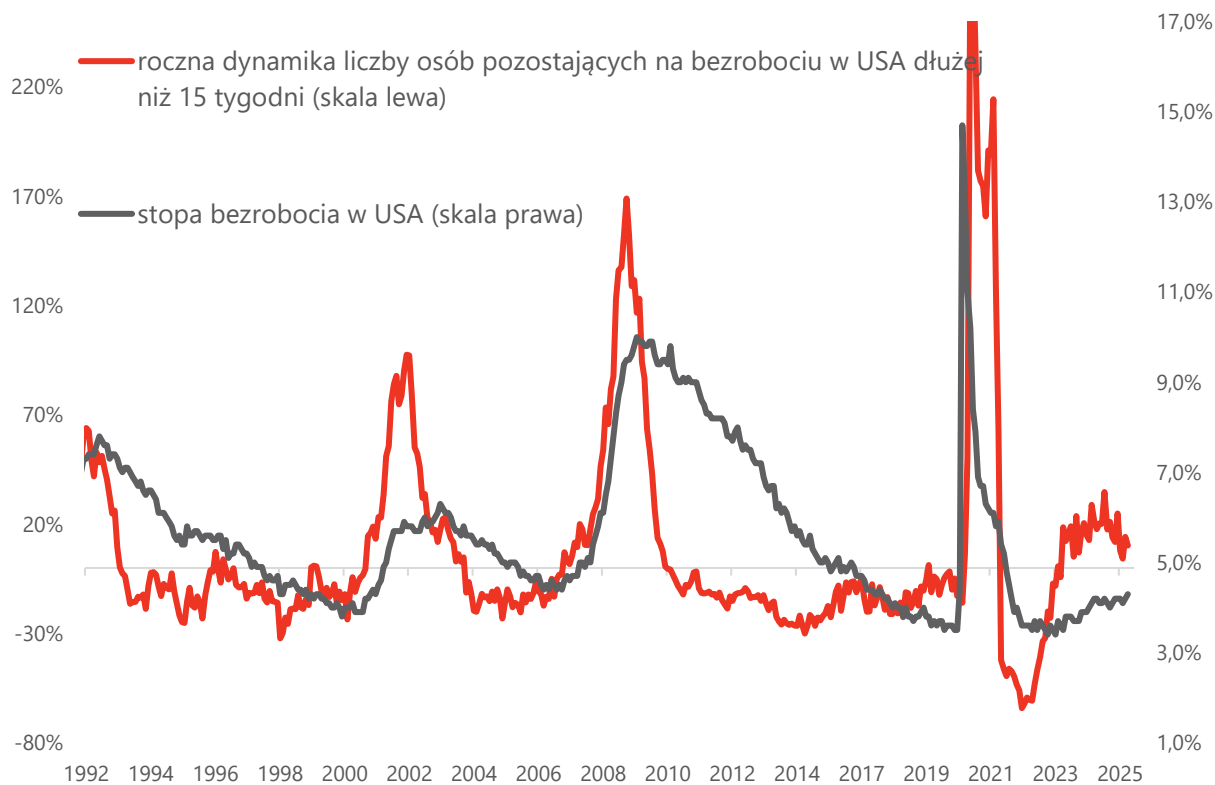
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 29: Wejście na rynek pracy w USA jest dziś zdecydowanie trudniejsze niż kilka lat temu.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 30: Amerykanie tracący pracę mają problem z jej szybkim odzyskaniem, ale ten trend nie przyspiesza, jak przy każdej recesji.



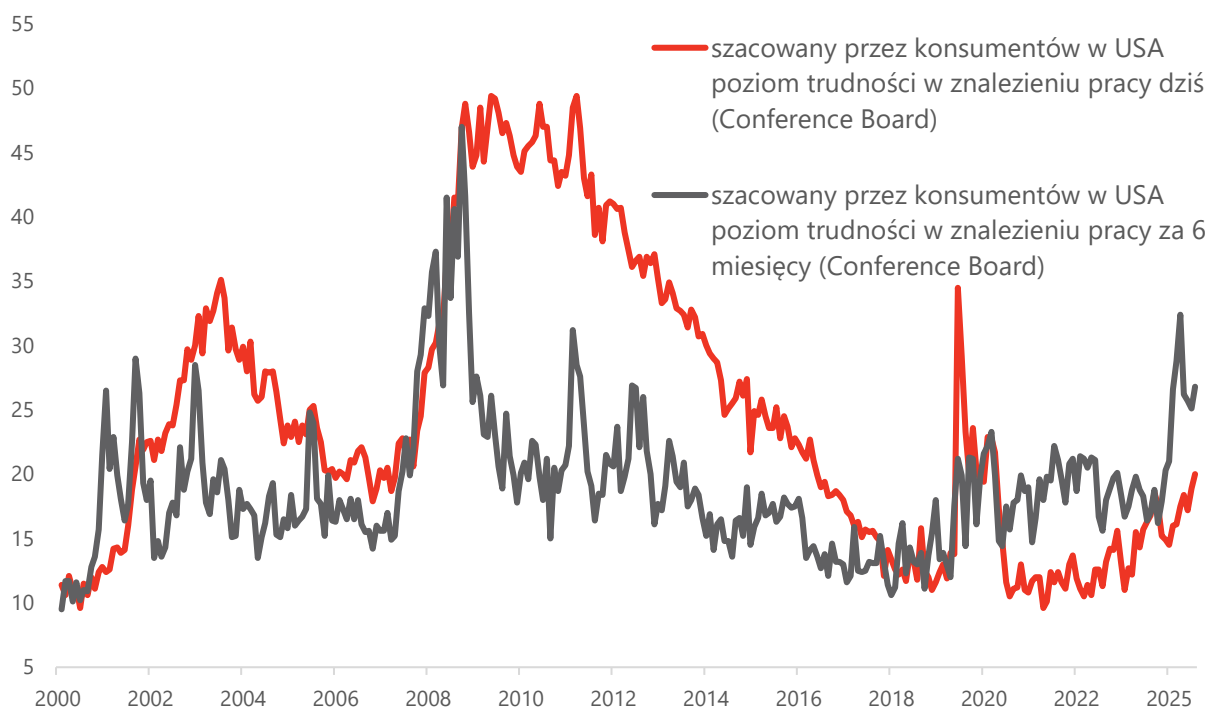
źródło: Bloomberg, obliczenia własne



Investors

Komentarz Dyrektora Departamentu Inwestycji

Wykres 31: Według amerykańskich konsumentów sytuacja na rynku pracy pogarsza się.

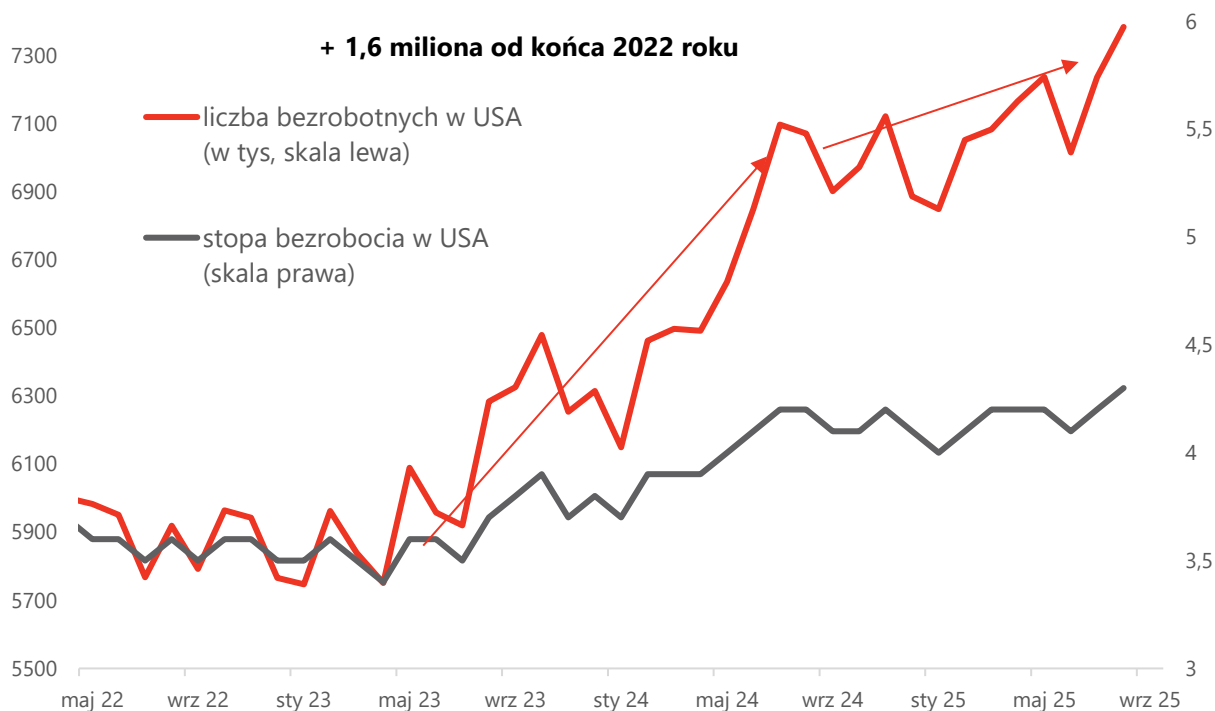


źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Rynek pracy – i to nie tylko w Stanach Zjednoczonych – znalazł się w stagnacji, podobnie jak przemysł na całym świecie. Jedynie sprzedaż detaliczna i sektor usług wciąż trzymają się mocno (wykresy 32-36). Pytanie tylko, jak długo jeszcze?



Wykres 32: Liczba bezrobotnych w USA rośnie, ale dynamika tego procesu nie jest jeszcze niepokojąca.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 33: Patrząc na poziom zatrudnienia w USA, obecny stan rynku pracy wciąż można określać jako stagnację. To jeszcze nie jest zapaść.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 34: Indeksy ISM dotyczące zatrudnienia w przemyśle i usługach wciąż nie dają sygnałów do rozpoczęcia poprawy sytuacji na rynku pracy w USA.



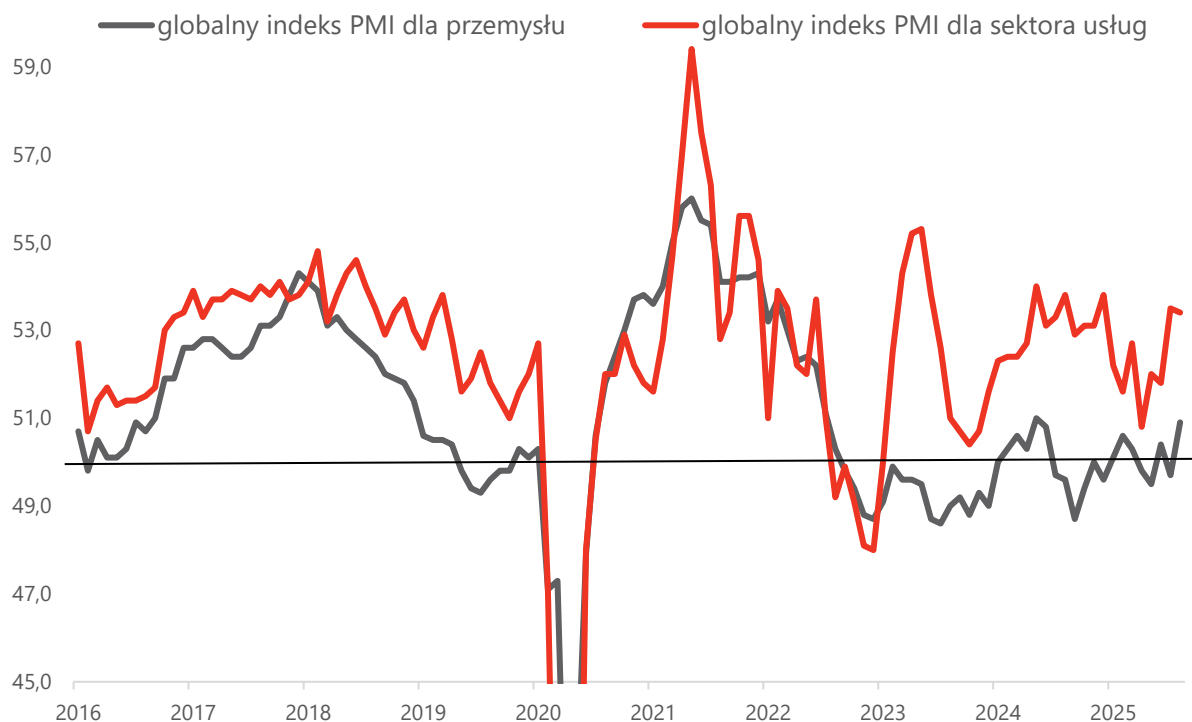
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 35: Indeks trendu zatrudnienia w USA nie wskazuje jeszcze na nadchodzące gwałtowne pogorszenie sytuacji na rynku pracy.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 36: Globalny przemysł wciąż tkwi w stagnacji. Konsumpcja i sektor usług trzymają się mocno.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Tak jak rynek pracy ma wystarczającą siłę, aby wykołować giełdowy „pociąg z forsą”, tak politycy mogą co najwyżej spowolnić jego bieg, zaciągając ręczny hamulec. Z takim właśnie politycznie zainicjowanym hamowaniem mamy ostatnio do czynienia we Francji i w Polsce (wykresy 37-38). W obu przypadkach wynika ono z trudności w łagodzeniu narastającej dziury fiskalnej. Problemom tym mogłoby zaradzić przyspieszenie wzrostu gospodarczego i poprawa produktywności – tak jak w latach 90. XX wieku – ale dziś coraz częściej będziemy musieli wspierać ekspansję gospodarczą dodatkowymi bodźcami fiskalnymi. Jest jednak jedna klasa aktywów, której takie otoczenie sprzyja w szczególności – metale szlachetne. Złoto i srebro lubią takie warunki (wykres 39).

France's government is on the brink of collapse, again

Emmanuel Macron looks likely to lose another prime minister over an attempt to curb public debt

<https://www.economist.com/leaders/2025/08/28/frances-government-is-on-the-brink-of-collapse-again>

Risk of French government collapse sends jitters through markets

<https://www.euronews.com/business/2025/08/26/risk-of-french-government-collapse-sends-jitters-through-markets>



Investors

Komentarz Dyrektora Departamentu Inwestycji

Wykres 37: Polskie i francuskie banki nerwowo zareagowały na polityczne decyzje, których wspólnym mianownikiem jest napięta sytuacja fiskalna.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 38: Polska giełda w ostatnich dwóch latach stała się modnym tematem inwestycyjnym wśród zagranicznych inwestorów. Pytanie czy kłopoty fiskalne i zmiana w opodatkowaniu banków mogą wpłynąć na zmianę ich nastawienia do GPW?



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 39: Złoto wybiło się z konsolidacji ustanawiając nowe rekordy. Globalne problemy fiskalne i jednocześnie cykl obniżek stóp przez banki centralne wspiera notowania metali szlachetnych.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Materiał ma charakter wyłącznie edukacyjno-informacyjny.

Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyraz poglądów jego autora (autorów) i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródeł, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie gwarantują ich poprawności, kompletności i aktualności.

Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. zastrzegają sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału.

Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie gwarantują ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych, oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego.

Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Autor (autorzy) oraz Investors TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Komentarz udostępniany jest nieodpłatnie.

Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe.

Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Przed podjęciem decyzji o nabyciu jednostek uczestnictwa funduszu, należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym, dokumentem kluczowych informacji dla inwestorów oraz informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które zawierają opis czynników ryzyka. Należy pamiętać, iż inwestycje dokonywane przez fundusz inwestycyjny obarczone są ryzykiem, a nie stanowią wyłącznie szansy na wzrost wartości inwestycji, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych.

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul. Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 588 18 45 | infolinia: 801 00 33 70

investors.pl | office@investors.pl