

CAPITAL REPORT

02/2025

NEWSLETTER INDEPENDENT TRADER



CO PRZYNIESIE KOLEJNA DEKADA?

NADCHODZĄ BURZLIWE CZASY. JAK SIĘ DO NICH PRZYGOTOWAĆ?

WSTĘP

Ten numer Capital Report jest inny niż wszystkie dotychczasowe. Do tej pory przygotowywałem dla Was 2-3 teksty na różne tematy. Tym razem napisałem jeden – ale obejmujący mnóstwo zagadnień. Ma on na celu pokazać w jakim kierunku będzie zmierzał świat, a to kluczowa kwestia z perspektywy każdego inwestora.

Nie da się stuprocentowo przewidzieć wydarzeń, jakie czekają nas w kolejnej dekadzie. Jestem jednak zdania, że na podstawie obecnych danych, jak również długoterminowych cykli oraz praw geopolityki, można określić czym będą charakteryzowały się najbliższe lata.

W tym numerze starałem się przedstawić Wam właśnie taką charakterystykę. Znajdziecie tutaj szeroki zakres wątków, związanych z geopolityką, finansami, ale również kwestiami społecznymi. Dlaczego opisuję moje przewidywania co do przyszłości aż tak szeroko? Ponieważ nawet kwestie pozornie bardzo dalekie od giełdy (np. napięcia społeczne) mogą z czasem mieć bardzo duży wpływ na wyniki naszych portfeli. Warto mieć tego świadomość.

Pamiętajcie, że ten tekst miał za zadanie przedstawić otoczenie makro, czyli najszerszą możliwą perspektywę. Zwrócić Wam uwagę na to co robią największe mocarstwa, do czego dążą, jaki może mieć to wpływ na rynki finansowe i inwestorów. Nie podejmuję tutaj kwestii zapewnienia bezpieczeństwa i niezależności sobie oraz swoimi bliskim (np. zagraniczne konta bankowe), ale takie treści również będziemy stopniowo publikować na Portfelu Tradera.

Miłej lektury!



O AUTORZE

MARCIN KREMIEC

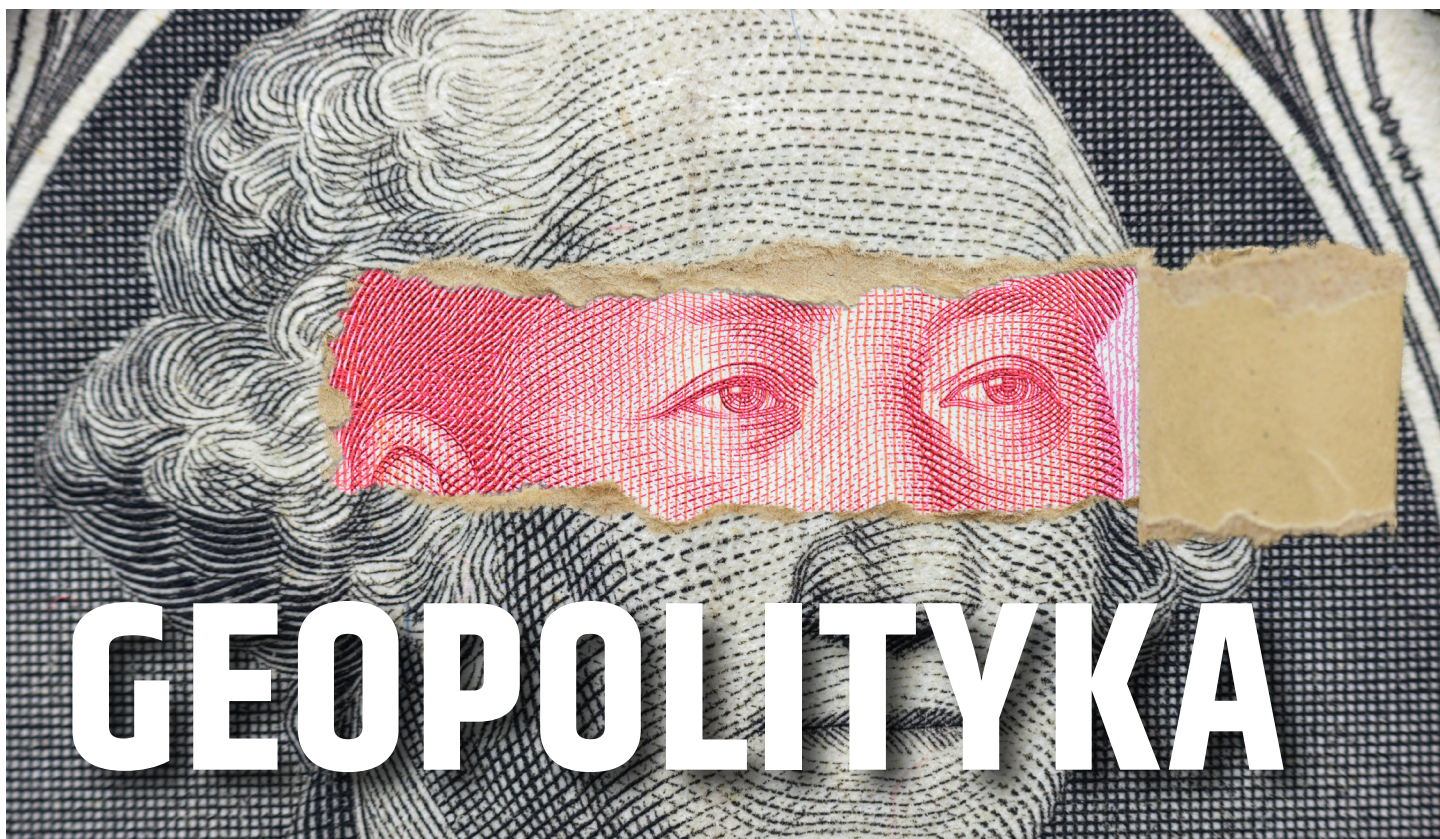
Wygląda na to, że od 26 lat wszystko w moim życiu przebiega według określonego scenariusza, który nigdy nie był planowany. Zaczęło się od szkoły podstawowej - matematyka i języki. W gimnazjum skupiłem się na pogłębianiu wiedzy historycznej. Liceum upłynęło pod znakiem poszerzania wiedzy o społeczeństwie oraz szlifowania umiejętności dziennikarskich.

W trakcie studiów na Uniwersytecie Ekonomicznym poświęciłem trzy lata na ekonomię, a kolejne dwa - na finanse i rachunkowość. W tym samym czasie miałem okazję poznać politykę od kulis - zarówno na poziomie samorządu, jak i obu parlamentów (krajowego i europejskiego).

Wszechstronne zainteresowania (historia, psychologia, kwestie społeczne, polityka, ekonomia, finanse) dały mi podstawy do tego, by analizować rynki finansowe od różnych stron. Brakowało tylko praktyki. Tak się jednak złożyło, że na końcu piątego roku studiów trafiłem pod skrzydła Tradera21, u którego przeszedłem najlepszy kurs inwestycyjny, jaki mogłem sobie wymarzyć.

W trakcie 8 lat działalności w Independent Trader napisałem dziesiątki artykułów, przeprowadziłem setki analiz i nagrałem wiele filmów edukacyjnych. Koordynowałem pracę nad wydaniem bestsellera „Inteligentny Inwestor XXI wieku”, współtworzyłem kilka edycji kursów Inteligentny Inwestor oraz współorganizowałem Ligę Inwestorów.

Obecnie kieruję działem inwestycyjnym w Independent Trader, a od sierpnia 2023 roku w ramach usługi Portfel Tradera tworzę newsletter pokazujący moje spojrzenie na rynki. Nosi nazwę Capital Report.



W 1944 roku podczas konferencji w Bretton Woods rozpisano nowy porządek światowy. Był on tworzony pod dyktando Stanów Zjednoczonych. Od tamtych wydarzeń minęło już ponad 80 lat. Był to okres globalnego panowania Amerykanów, którzy stali się światowym mocarstwem, dysponującym najsilniejszą armią, walutą rezerwową i potężną gospodarką.

Rozwój wydarzeń sprawił jednak, że Stanom Zjednoczonym urósł poważny konkurent w postaci Chin. Dodatkowo, coraz większe problemy sprawia zadłużenie USA. Jednocześnie w amerykańskim społeczeństwie widać bardzo silną polaryzację. Wszystkie te elementy, to typowe wyzwania z którymi musi mierzyć się „dojrzałe mocarstwo”. Tak przynajmniej wynika z analiz Raya Dalio, który wziął pod uwagę ostatnie kilkaset lat i sprawdził w jaki sposób państwa stawaty się hegemonami, a potem traciły pozycję lidera.

W tym tekście nie będę jednak opisywał tych cykli wzrostów i upadków. Zrobiłem to [tutaj](#) i [tutaj](#). Zamiast tego zamierzam postawić Was przed faktem: jesteśmy blisko końca obecnego systemu i czeka nas dość burzliwy okres. Nie chodzi mi o to, że Stany Zjednoczone muszą stracić pozycję lidera. Wcale nie jest to przesądzone. Ale sam fakt, że będą zmuszone do walki o obronę prymatu, będzie niósł pewne konsekwencje. I o tym właśnie będzie ten tekst. Zamierzam wypisać jak najwięcej zjawisk z którymi prawdopodobnie będziemy mieć do czynienia w kolejnych 10-15 latach.

Świadomie zaczynam pisać ten tekst akurat w momencie, kiedy nastroje na linii USA – Chiny uległy poprawie. Być może taka sytuacja utrzyma się w kolejnych miesiącach. Niestety, w dalszej perspektywie szanse

na zgodność pomiędzy Waszyngtonem i Pekinem są dość niskie.

„Nadchodzą wydarzenia, które nigdy nie miały miejsca w trakcie naszego życia. Ale wydarzyły się wielokrotnie w przeszłości.” – Ray Dalio



RYWALIZACJA USA – CHINY

Na przestrzeni wieków różne państwa przeżywały okresy chwały oraz upadku. Kiedy jedno kraje wygrywały wojny i przejmowały nowe ziemie, inne nie były w stanie zachować wewnętrznej stabilności i pogrążały się w chaosie.

W trakcie ostatnich kilkuset lat mieliśmy też zazwyczaj do czynienia z sytuacją, w której jedno państwo ewidentnie górowało nad innymi. Najczęściej taki okres dominacji trwał ok. 100 lat. Około 300 lat temu potęgą byli Holendrzy, którzy w tamtym okresie doprowadzili do powstania kapitalizmu i uruchomienia pierwszej giełdy. Z kolei 200 lat temu globalnym liderem była Wielka Brytania, gdzie zaczęła się rewolucja przemysłowa. I wreszcie 100 lat temu mocarstwem zaczęły stawać się Stany Zjednoczone.

Pozycja USA była silna już 100 lat temu, natomiast przebieg II Wojny Światowej doprowadził do całkowitej dominacji tego kraju na świecie. Co prawda również po wojnie zdarzało się, że na horyzoncie pojawiali się rywale (ZSRR), ale ogółem panowanie Amerykanów było niezaprzeczalne. Dopiero teraz, czyli 80 lat od zakończenia największego konfliktu w historii, możemy powiedzieć, że USA musi zmierzyć się z konkurentem, który będzie stanowił bardzo trudne wyzwanie. Mowa o Chinach.

Chińczycy budują swoją potęgę cierpliwie i myślą długoterminowo. Czas gra na ich korzyść. W przypadku USA jest inaczej – istnieje wiele czynników, które zagrażają pozycji tego państwa, a które w przeszłości przyczyniły się do upadku mocarstw. Mó-

wimy tutaj m.in. o wewnętrznych konfliktach, dysproporcjach majątkowych czy potężnym zadłużeniu.

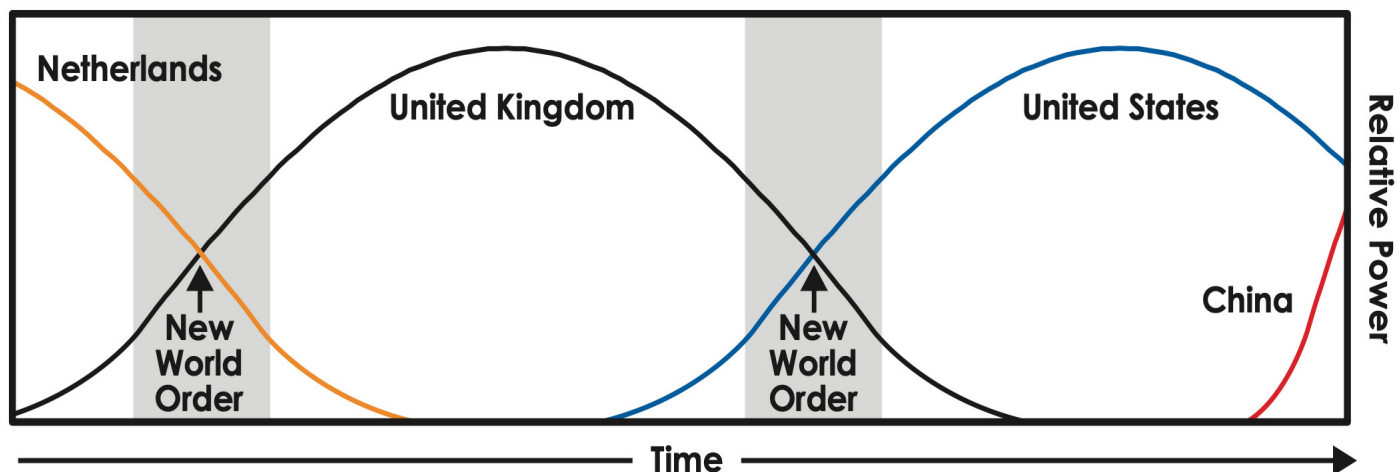
Mówiąc konkretnie – USA oraz Chiny są na kursie kolizyjnym. Pierwszy z tych krajów chce utrzymać status hegemonu, a drugi chce doprowadzić do zmian w światowej hierarchii. Czy to musi oznaczać wojnę?

Wszystko zależy od tego o jakiej wojnie mówimy. Warto zdać sobie sprawę, że kiedy główne mocarstwo mierzy się z pretendentem do statusu lidera, możemy mieć do czynienia z różnymi rodzajami konfliktów. Pierwszy z nich to wojna handlowa, która już od jakiegoś czasu króluje w nagłówkach. Swobodny przepływ dóbr i usług przez długie lata przynosił korzyści USA oraz Chinom. Ci drudzy rozwijali się oczywiście dużo szybciej. W końcu ktoś w Waszyngtonie zauważył, że jeśli nic się w tej kwestii nie zmieni, to Chiny przegonią USA na wielu polach. Tym samym wojna handlowa (podwyższanie ceł) była nieunikniona.

Kolejna część konfliktu to wojna technologiczna. Amerykanie już od kilku lat starają się utrudniać dostęp do technologii Chińczykom. W przyszłości może to rodzić coraz więcej napięć. Wojna technologiczna może też niekiedy słusznie kojarzyć się z rywalizacją USA-ZSRR, kiedy to trwał wyścig zbrojeń, a obie strony starały się wprowadzać nowoczesny sprzęt do swoich armii, co oczywiście lepiej wychodziło Amerykanom.

Następnym etapem jest wojna geopolityczna, czyli po prostu walka o wpływy w poszczególnych rejonach świata. W obecnej sytuacji niewątpliwym punktem może być Tajwan, który według wizji Pekinu powinien po prostu stanowić część Chin. Jednocześnie ten sam Tajwan jest sojusznikiem USA. Kraj ten może stanowić przyczynę pogorszenia sytuacji na świecie (jeśli Amerykanie zdecydują się go bronić za wszelką cenę przed wpływami Pekinu), bądź też przynieść rozładowanie napięcia (zakładając, że Chiny po prostu przejmą kontrolę, a Amerykanie otrzymają coś w zamian).

Nie możemy również zapominać o wojnie kapitałowej. Poszczególne kraje oraz bloki państw mogą wzajemnie utrudniać sobie dostęp do kapitału. W obecnej sytuacji



Źródło: Ray Dalio – Changing World Order

głównym rozgrywającym pozostają Stany Zjednoczone, które kontrolują globalną walutę rezerwową (dolar) oraz system rozliczeń międzynarodowych (SWIFT). Jeśli ktoś chciałby zrozumieć, co w praktyce oznacza wojna kapitałowa, to podam przykład. Po ataku Rosji na Ukrainę, Zachód podjął decyzję o zamrożeniu aktywów finansowych Rosji trzymanych w zachodnich instytucjach finansowych. Mowa o łącznej kwocie ok. 300 mld euro.

Oczywiście samo przeprowadzenie takiej operacji nie było dla Zachodu szczególnie trudne. Trzeba jednak pamiętać, że wywołuje ona określone skutki. Niektóre rządy biorą pod uwagę, że w przyszłości również mogą popaść w niełaskę u Amerykanów. Dlatego też po wspomnianym zamrożeniu aktywów, wiele państw na całym świecie zaczęło sprowadzać złoto w większych ilościach. Dlaczego? Ponieważ w skrajnej sytuacji kruszec może stanowić zabezpieczenie dla handlu z innymi krajami. Tymczasem rezerwy w postaci tradycyjnych walut mogą nagle stać się niedostępne. Podsumowując: akcja (zamrożenie aktywów) rodzi reakcję (nieufność wobec dolara czy euro).

Jeśli mielibyśmy opierać się na historii, to w przypadku relacji USA-Chiny te

cztery wojny: handlowa, technologiczna, geopolityczna oraz kapitałowa są nieuniknione.

Otwarte pozostaje pytanie czy czeka nas również konflikt militarny. Armia USA wciąż pozostaje najsilniejszą na świecie, natomiast nie we wszystkich rejonach globu ma ona takie same wpływy. Nie jesteśmy zatem w stanie stwierdzić, że w sytuacji, gdyby doszło do konfliktu kinetycznego, Stany Zjednoczone utrzymałyby w 100% swoje dotychczasowe wpływy. Nie da się tego przewidzieć – wojna może przynieść tysiące scenariuszy. Dlatego też inwestorzy powinni być przygotowani zarówno na optymistyczny, jak i pesymistyczny przebieg wydarzeń dla USA. O tym, jak to zrobić, napiszę w dalszej części tego tekstu.

Na tym jednak temat rywalizacji USA-Chiny się nie kończy. Poza napięciami o których przeczytamy w mediach, będzie również dużo działań zakulisowych. Kiedy wojna handlowa rozkręci się na dobre, oba kraje będą próbowały wpływać na rządy innych państw, aby te otworzyły się na handel wyłącznie z Zachodem bądź też wyłącznie ze Wschodem. Będzie dochodziło do częstszych prób zamachów stanu, aby w danym kraju obsadzić „odpowiednią” władzę.

Takie ruchy mogą też doprowadzać do proxy wars, czyli lokalnych konfliktów militarnych, gdzie jedna ze stron będzie związana z USA, a drugiej będzie bliżej do Chin.

Z drugiej strony możemy też mieć do czynienia z konfliktami, które nie będą związane z rywalizacją USA-Chiny, natomiast będą efektem tego, że lokalne mocarstwo (np. Turcja, Indie) chce wykorzystać niestabilną sytuację na świecie, aby zwiększyć swoje wpływy.

Niestety, tą część muszę zakończyć stwierdzeniem, że kolejne lata będą bardzo burzliwe i dopiero po takim okresie napięć i konfliktów wytworzy się nowy porządek światowy. Chciałbym w tym miejscu podkreślić jeszcze jedną rzecz: czas działa na korzyść Chin. Dlatego można zakładać, że w Waszyngtonie częściej będą planowane akcje wymierzone w Chiny oraz ich sojuszników. Z kolei Pekin będzie grał na czas, tak często jak to tylko możliwe.



DRUGA FALA INFLACJI

Ktoś mógłby w tym momencie powiedzieć, że przecież wydarzenia na arenie międzynarodowej mogą potoczyć się pozytywnie. Stany Zjednoczone mogą podzielić się wpływami z Chinami. Rosja może zawrzeć pokój z Ukrainą. Na Bliskim Wschodzie może zapanować stabilizacja. A zatem przy pomocy rozwoju technologicznego mielibyśmy szansę na globalny dobrobyt i brak napięć w kolejnych dekadach!

Przyjmijmy skrajnie optymistyczne założenie, że faktycznie sytuacja geopolityczna znacząco by się uspokoiła już w najbliższych latach. Czy to oznacza, że znikają wszystkie problemy obecnego systemu? W żadnym wypadku. Wciąż istnieje główny problem – potężny dług.

Zdaję sobie sprawę, że część osób na bazie ostatnich 15 lat doszła do wniosku, że banki centralne mogą po prostu skupować dług rządowy i możemy tak działać przez dekady, a zatem zadłużenie nie jest problemem. Ale to mit. Zadłużenie cały czas rośnie i coraz mocniej dławi gospodarkę, zwłaszcza w krajach rozwiniętych. Prowadzi to do coraz większych napięć społecznych, skutkuje rosnącym bezrobociem wśród młodych.

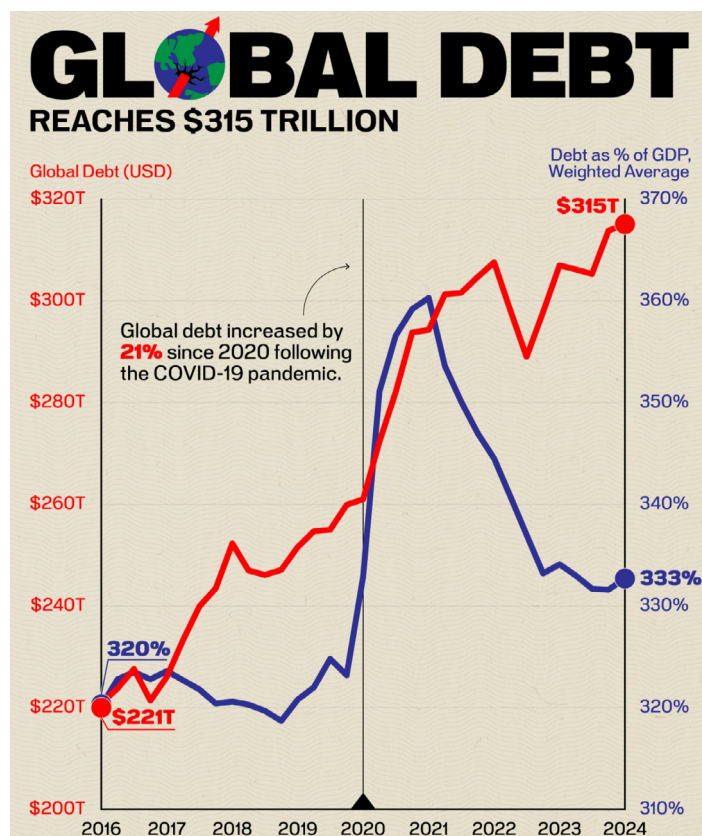
Mówiąc o problemie zadłużenia, nie mam na myśli kilkuletniego cyklu zadłużenia, np. z lat 2001-2008, kiedy to gospodarka wychodziła z recesji, stopy procentowe były na niskim poziomie, następowało ożywienie, firmy ponownie zaczynały zatrudniać, PKB rośnie, aż w końcu w efekcie nierozsądnych inwestycji i nadmiernej konsumpcji bańka pękała. To przykład tzw. krótkiego cyklu.

Ja z kolei mam na myśli długoterminowy cykl zadłużenia, który trwa zazwyczaj 40 do 80 lat. Kończy się on najczęściej, kiedy dług światowy przekracza 300% globalnego PKB i jest na tyle duży, że wyraźnie utrudnia dalsze funkcjonowanie systemu.

Gdzie jesteśmy w tym momencie? Cykl trwa 81 lat (od 1944 roku), a światowy dług już kilka lat temu przebił poziom 300% PKB (niebieska linia na wykresie). Doszedł w okolice 360%, następnie mieliśmy do czynienia z inflacją w czasach COVID, która pozwoliła nieco zdewaluować to zadłużenie, ale wciąż jest ono na bardzo wysokim poziomie w porównaniu do wartości światowej gospodarki.

Kiedy dług jest zbyt wysoki, rządzący mają tak naprawdę cztery sposoby, aby sobie z nim radzić:

- ograniczyć wydatki z budżetu państwa,
- pozwolić na bankructwa (odpisy długów),
- podwyższyć podatki (głównie zabrać więcej bogatym),
- drukować walutę i podtrzymywać inflację.



Źródło: Visual Capitalist

A teraz spójrzcie na ten problem z perspektywy wszystkich krajów rozwiniętych z potężnymi długami (USA, Japonia, Europa Zachodnia, Australia). Każdy z nich ma ustrój demokratyczny. Dla rządzących trzy pierwsze sposoby spośród wyżej wymienionych są bardzo niewygodne. Ograniczenie wydatków zawsze niesie bunt części społeczeństwa. Jeśli zaś pozwolimy na bankructwa w czasie kryzysu i nie będziemy reagować, to musimy liczyć się z wyjściem ludzi na ulice (wystrzał bezrobocia, niezadowolenie wśród wyborców). Z kolei trzeci punkt to podwyższenie podatków, który będzie źle odebrany wśród najbogatszych oraz klasy średniej, a oni też mają swoje wpływy.

Dlatego też dochodzimy do wniosku (i analizy Raya Dalio go potwierdzają), że rządzący wraz z bankierami wybierają opcję nr 4 (dodruk), kiedy tylko mają taką możliwość. Chodzi o to, aby utrzymywać wysoką inflację, dzięki czemu zadłużenie się dewaluuje, a rządzący kupują sobie czas.

Problem jest taki, że w czasach bardzo dużego zadłużenia potrzebna jest naprawdę wysoka inflacja. Aby ją wywołać, trzeba mieć jakiś pretekst. Trzeba mieć powód, aby pokazać ludziom: „słuchajcie, musimy teraz wydawać ponad stan, nie ma innego wyjścia”. COVID okazał się zbyt słabym pretekstem.

Mocniejszym powodem wydają się kryzys finansowy lub wydatki na wojsko. I wszystko wskazuje na to, że zmierzamy właśnie w stronę wykorzystywania napięć geopolitycznych, aby móc wydawać więcej.

O ile Stany Zjednoczone od dawna wydawały sporo na wojsko, to niedawno do tego trendu zaczęła dołączać Europa. Na początek Polska, czyli wschodnia flanką NATO. Z kolei w trakcie ostatniego roku swoje plany zaczęły zmieniać także kraje Europy Zachodniej. Zwycięstwo Donalda Trumpa i bardziej wyrachowana polityka USA, sprawiły, że reszta krajów NATO jeszcze szybciej zmienia swoje nastawienie do wydatków na wojsko. W trakcie pisania tego tekstu zatwierdzono cel przekazywania na armię aż 5% PKB (3,5% wojsko + 1,5% wydatki powiązane). Jeszcze rok temu wiele krajów Europy Zachodniej nie chciało w ogóle słyszeć o takich założeniach. Sytuacja zmienia się na naszych oczach.

Wyższe wydatki na wojsko w zdecydowanej większości przypadków oznaczają jeszcze większe deficyty budżetowe. W takiej sytuacji waluty są dewaluowane, co daje paliwo do wzrostu inflacji. Taki przebieg wydarzeń zapowiadałem już w listopadzie 2024 na konferencji XTB Masterclass (wtedy wymieniałem to jako jeden z powodów, dla których doświadczymy dalszych wzrostów ceny złota).

Dodam, że Japonia i Australia także zamierzają zwiększać wydatki na armię, choć nie są to wartości tak duże jak w USA i Europie.

Optymiści mogliby jednak przekonywać, że skoro rządy będą wydawać więcej na wojsko, to pozbędą się części innych, niepotrzebnych wydatków. Niestety, tak nie będzie. Mamy świeży przykład Donalda Trumpa, który otoczył się ludźmi dążącymi do ograni-

czenia deficytu. I co? Stany Zjednoczone i tak po raz kolejny będą mieć potężny deficyt, zbliżony do tego z poprzednich lat.

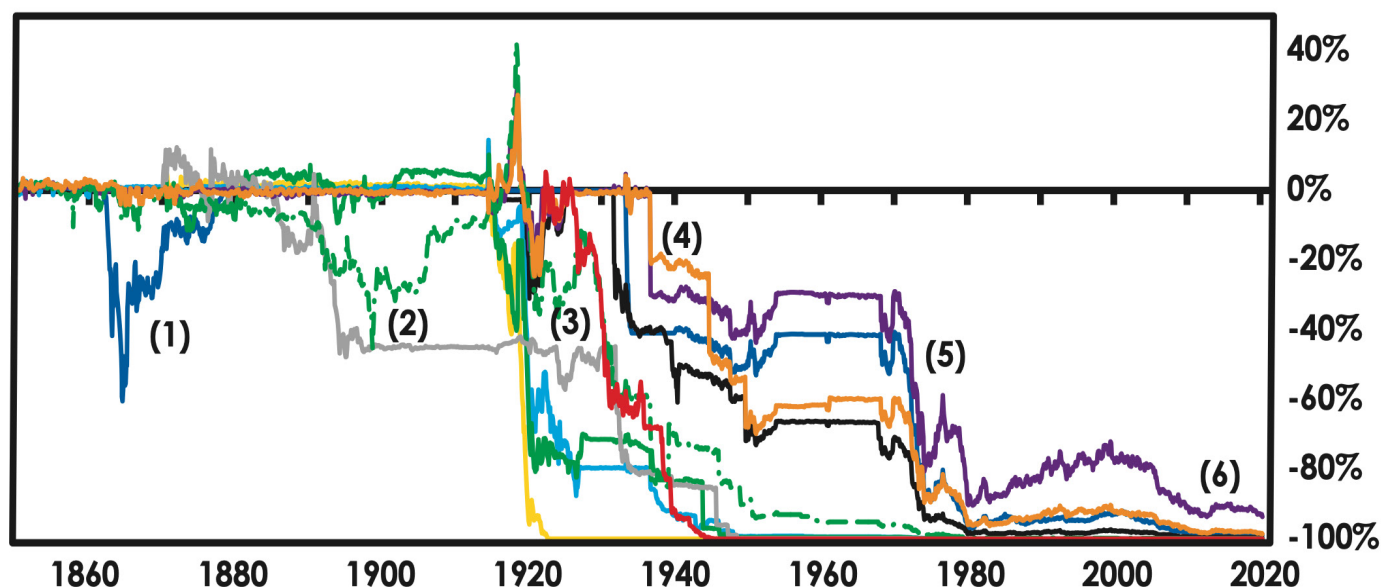
A zatem: czeka nas okres wzrostu deficytów, który z kolei przyniesie drugą falę inflacji (pierwsza była w czasach COVID). Waluty zostaną ponownie dewaluowane na olbrzymią skalę, choć niektóre mogą w tym czasie poradzić sobie nieco lepiej (np. frank szwajcarski, który jak pokazuje grafika, dewaluuje się najwolniej).

Należy jeszcze dodać, że wzrost inflacji dewaluuje zadłużenie, ale nie obniża go aż tak mocno abyśmy mogli zacząć nowy cykl. I znowu dochodzimy do wniosku, że musi się wydarzyć coś poważniejszego, aby zadłużenie bardzo mocno spadło. Pierwsza możliwość to po prostu konflikt o zasięgu globalnym, który doprowadzi do rozstrzygnięcia i ponownego rozpisania zasad na jakich opierać się będzie światowa gospodarka. Sam konflikt może w wielu krajach przynieść hiperinflację, która momentalnie obniży wartość długów.

Druga możliwość to brak globalnego konfliktu i wykonanie przez USA czegoś, co Ray Dalio określa mianem „beautiful deleveraging”. Chodzi o naprzemienne okresy zaost్రzania, a potem luzowania polityki monetarnej. W tym czasie najpierw mamy kryzys i bankructwa, następnie uruchamiamy dodruk, aby wesprzeć osoby/firmy w trudnej sytuacji, i tak na zmianę. Mielibyśmy zatem zarówno okresy inflacji, jak i też odpisów długów, ale bez jednego wielkiego globalnego konfliktu.

SPOT FX VS GOLD

— USA — GBR — DEU — FRA — ITA
— JPN — CHE — ESP — NLD — CHN



Siła nabywcza głównych walut względem złota.

Źródło: Ray Dalio – Changing World Order

Takie coś musiałoby jednak potrwać długimi latami, aby przynieść efekt. Moim zdaniem właśnie taki okres trwa od 2020 roku (Covid, inflacja, Ukraina, wojna handlowa, wzrost wydatków, wojny na Bliskim Wschodzie). Ale to wciąż za mało, aby poradzić sobie z długiem. A zatem znowu wracamy do podstawowej kwestii: potrzeba czegoś więcej, aby poradzić sobie z zadłużeniem.

KTÓRE AKTYWA OBERWĄ?

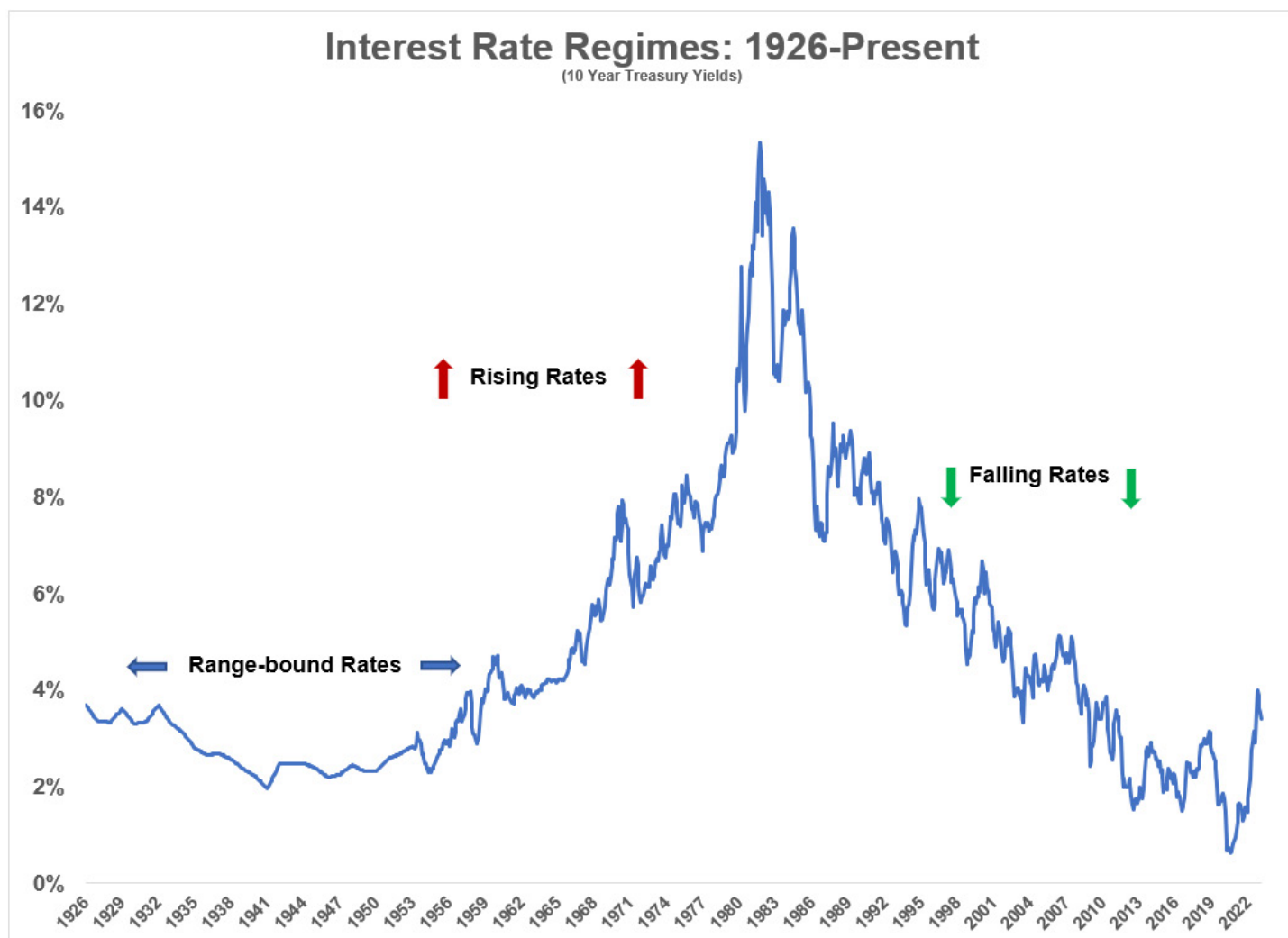
Pierwsze dwa punkty (wojna oraz inflacja) były bardzo długie. Są jednak kluczowe, abyście zrozumieli dalszą część tego tekstu. To właśnie napięcia geopolityczne i szybsze dewaluowanie walut przełożą się na kolejne elementy, o których piszę w tym tekście.

Kto oberwie najmocniej w takim otoczeniu? Przede wszystkim posiadacze walut i obligacji. Pamiętajcie, że patrzymy w długim terminie. Może się zdarzyć, że kupicie obligacje rządowe na rok i przyniosą one Wam odsetki wyższe od inflacji. Podobnie w przypadku lokat. W długim terminie jednak te dwie grupy aktywów (waluty i obligacje) będą niczym pole minowe.

Dlaczego? Jest ku temu kilka powodów. Pierwszy z nich opisałem już wyżej, czyli wysoka inflacja w długim terminie. Sprawia ona, że gotówka na naszym koncie czy też odsetki z obligacji mają coraz mniejszą wartość (chyba, że akurat mamy obligacje indeksowane inflacją, ale to temat na osobny tekst).

Drugi powód – nadchodzące napięcia i możliwe konflikty militarne. Nawet jeśli przyjmujemy, że nie czeka nas III Wojna Światowa, to wciąż przed nami burzliwe czasy. W ich trakcie rynek generalnie podchodzi dość nieufnie do obligacji, zwłaszcza długoterminowych. Jak to wygląda obecnie? Zobaczmy na przykładzie obligacji USA.

Zacznijmy od szerszego spojrzenia i zwróćmy uwagę jak wyglądał poprzedni cykl. Trwał on niespełna 80 lat. Najpierw prawie 40 lat spadków cen obligacji USA (rosnąca rentowność oznacza spadające ceny), a następnie od 1981 roku niemal 40 lat wzrostów. Trzeba zaznaczyć, że końcówka tego cyklu, czyli moment, w którym rentowność 10-letnich obligacji była bliska 0%, to była klasyczna bańka osiągnięta z pomocą potężnego dodruku Rezerwy Federalnej.



Warto pamiętać, że właśnie w pobliżu szczytu hossy (lata 2018-2020) zdecydowana większość osób zajmujących się zawodowo zarządzaniem portfelami była przekonana, że obligacje będą dalej rosnąć. Tymczasem dług USA zaliczył potężną przecenę w trakcie ostatnich kilku lat. Długoterminowe obligacje Stanów Zjednoczonych (o terminie powyżej 20 lat) straciły ponad 50% swojej wartości. A przecież mówimy o papierach głównego mocarstwa światowego. To, co obecnie dzieje się na rynku obligacji, pokazuje, że świat z pewną ostrożnością podchodzi do tej grupy aktywów i jest to ściśle powiązane z sytuacją geopolityczną i rosnącymi napięciami na linii Zachód-Wschód. Jednocześnie Stany Zjednoczone robią, co mogą, aby nie wznawiać typowego dodruku (przynajmniej dopóki nie pojawi się ku temu bardzo mocny pretekst).

Trzeci powód – burzliwe czasy mogą doprowadzić poszczególne kraje do dużo trudniejszej sytuacji. Chodzi mi tutaj o czynniki, które są w stanie wywołać odpływ kapitału z danego kraju, osłabić jego walutę i uderzyć w daną gospodarkę. Oczywiście w tym miejscu mam już na myśli kraje inne niż USA. Potencjalnych zapalników może być wiele:

- proxy war na terenie danego kraju lub w jego pobliżu,
- odpływ kapitału z powodu pogorszenia stosunków z USA,
- dana gospodarka może być bardzo podatna na wojnę handlową,
- może dojść do przejęcia władzy przez skrajne grupy, których polityka będzie niekorzystna dla gospodarki kraju albo wręcz doprowadzi do jego izolacji od reszty świata,
- może dojść do wojny domowej (historia pokazuje, że jest to bardziej prawdopodobne niż mogłoby się nam wydawać, także w krajach rozwiniętych).

Wszystkie te przykładowe sytuacje mogą doprowadzić do nagłego odwrotu od danej waluty oraz spadku cen obligacji danego kraju.



Czy jesteśmy w stanie przewidzieć, że akurat konkretny kraj zaliczy upadek? W większości przypadków nie. Czy jesteśmy w stanie określić, które kraje mogą być wyjątkowo podatne na wszelkiego rodzaju wstrząsy? Jak najbardziej.

W przypadku obligacji (czyli długu danego kraju) powinniśmy zwracać uwagę na to, w jakiej walucie jest denominowane jego zadłużenie. Jeśli większość długu jest w lokalnej walucie danego kraju, to jest on w niezłej sytuacji, ponieważ może zdevaluować jej wartość i ostatecznie będzie mógł regulować zobowiązania. Z odwrotną sytuacją mamy jednak do czynienia chociażby w Argentynie, która większość długu zaciągnęła w USD i EUR. A zatem tak długo, jak plan Javiera Milei się sprawdza, możemy oczekiwać, że wszystko pójdzie w dobrym kierunku.



Jeśli jednak peso ponownie zacznie się szybciej osłabiać, to kraj nie będzie w stanie regulować zobowiązań i ogłosi ponowne bankructwo. O ile Argentyna jest tutaj dość oczywistym przykładem, to takich krajów z problemami zadłużenia w kolejnych latach może być więcej. A zatem jeśli już wybieramy obligacje rządowe, to starajmy się wybierać takie kraje które zdecydowaną większość długu zaciągnęły w swojej walucie. Ogółem jednak rynek obligacji będzie pełen pułapek, a jeśli faktycznie wzrośnie liczba konfliktów militarnych, to mnóstwo osób straci pieniądze kupując takie papiery. I to nie tylko dlatego, że dany kraj nie będzie w stanie obsługiwać zadłużenia, ale również z powodu potencjalnych wojen kapitałowych – kraje mogą decydować się na anulowanie spłaty części swojego zadłużenia wobec konkretnych państw, z którymi w danym momencie walczą.

Rozpisałem się o obligacjach, ale warto dodać jeszcze słowo o samych walutach. Od 1700 roku istniało 750 walut. Do dziś przetrwało 20% z nich, natomiast dosłownie każda uległa dewaluacji. Nie oznacza to jednak, że waluty tracą swoją siłę przez cały czas w podobnym tempie. W praktyce mamy długie okresy prosperity, kiedy gospodarka się rozwija, zauważalny jest postęp technologiczny, a inflacja pozostaje na umiarkowanym poziomie. Dewaluacja walut nie jest wtedy zbyt mocno odczuwalna, a czasem wręcz w ogóle nie występuje (zwłaszcza jeśli mamy np. standard złota). Dewaluacja walut przyspiesza natomiast głównie w sytuacjach, kiedy:

1. Mamy konflikty militarne.
2. Mamy kryzysy gospodarcze.
3. Mamy okres wysokiej inflacji.

Weźcie pod uwagę te 3 punkty i porównajcie z tym co napisałem wcześniej o dużym prawdopodobieństwie konfliktów i wysokiej inflacji.

Dlatego też moim zdaniem zarówno do trzymania gotówki, jak i obligacji powinniśmy podchodzić bardzo ostrożnie, bo to co wydarzyło się z nimi w ostatnich 5 latach to tylko wstęp do tego co będzie się działo dalej.

CO Z DOLAREM?

Spośród wszystkich walut papierowych, najwięcej emocji budzi kwestia dolara i jego przyszłości. Obecnie USD pełni funkcję waluty rezerwowej, to właśnie za jego pośrednictwem odbywa się większość transakcji handlowych. Jest to jeden z elementów siły Stanów Zjednoczonych.

Problem w tym, że konkurenci USA starają się coraz częściej pomijać dolara, a dodatkowo wiele banków centralnych z całego świata planuje lokować swoje rezerwy raczej w złocie, aniżeli w dolarze czy euro. Są to pewnego rodzaju oznaki odwrotu od amerykańskiej waluty, ale jest to za mało, aby stwierdzić, że USD na pewno straci status waluty rezerwowej.

Ostatecznie o wszystkim zadecyduje to, czy Stany Zjednoczone poradzą sobie z zagrożeniami:

- zewnętrznymi (wpływy Chin oraz ich sojuszników, rosnąca wrogość wobec USA na Wschodzie, budowanie alternatywnego systemu płatności, omijanie dolara itd.),
- wewnętrznymi (potężne zadłużenie, polaryzacja społeczeństwa i zagrożenie wojną domową).

O ile nie jestem w stanie odpowiedzieć na pytanie jaka będzie przyszłość dolara, to mogę przekazać Wam, co podpowiada nam historia w kwestii walut rezerwowych.

1. Upadek waluty rezerwowej najczęściej jest związany z problemem zadłużenia i/lub wojnami (przypomnijcie sobie dwa pierwsze punkty z tego tekstu).

2. Kluczowe jest utrzymanie prymatu na świecie pod kątem wojskowym i gospodarczym. Im lepiej kraj radzi sobie na tych dwóch polach, tym więcej osób wierzy w jego przyszłość i trzyma obligacje.

3. Najsilniejszym czynnikiem prowadzącym do utraty waluty rezerwowej jest przegrana wojna. Możliwy jest jednak scenariusz, w którym kraj wygrywa wojnę, ale mocno traci swoją konkurencyjność i w efekcie straci status waluty rezerwowej. Po prostu będzie się to odbywało wolniej (przykład Wielkiej Brytanii w XX wieku).

4. Generalnie im więcej siły zachowuje mocarstwo, tym większa szansa, że utrzyma status waluty rezerwowej.

Moim zdaniem warto zwrócić uwagę na fakt, że w poprzednich wiekach status lidera przechodził od jednego kraju kapitalistycznego do drugiego kraju kapitalistycznego. Najpierw Holandia, potem Wielka Brytania i w końcu USA. Teraz pretendentem są Chiny, które nie są typowym państwem kapitalistycznym.

Kiedy już rywalizacja USA-Chiny rozgorzeje na dobre, to inwestorzy nie będą mogli sobie tak po prostu zamienić dolarów na juany. Nie będą mogli jednego dnia sprzedać Amazona, by drugiego dnia kupić Alibabę na giełdzie w Chinach. Będzie mnóstwo ograniczeń, restrykcji i kontrolowania przepływu kapitału. W tak burzliwych czasach nikt również nie będzie chciał trzymać dużych ilości innych walut, bo nie wiadomo jakie będzie ich położenie w ramach nowego porządku światowego.

Potrzebne będzie coś, co pozwoli przetrwać ten czas zawirowań, a jednocześnie będzie akceptowane zawsze i wszędzie – czy to na Zachodzie, czy na Wschodzie.

Z perspektywy historycznej takim aktywem zazwyczaj było złoto.



ZŁOTO WRACA DO ŁASK

Niemal wszystko o czym do tej pory napisałem, skłania do inwestowania w złoto.

Wojny i niepewność – lepiej mieć złoto.

Wysoka inflacja – idealna dla złota.

Dewaluacja walut – złoto rośnie.

Inwestorzy wycofują się z rynku obligacji – główną alternatywą jest złoto.

Niepewność co do dolara – złoto jest głównym miernikiem tej niepewności.

Wojny kapitałowe? W takim razie banki centralne będą uciekać do złota.

Upadek waluty rezerwowej i nowy system? Gdzieś trzeba się ukryć, najlepiej w złocie.

Niepewność co do przyszłości Twojego kraju? Dobrze mieć trochę środków w złocie.

Mógłbym tak wymieniać bez końca. Owszem, jesteśmy już po silnym wzroście ceny złota do prawie 13 tys. złotych za uncję, a teraz w efekcie korekty cofnęliśmy się do 12 tysięcy. Czy możemy spaść do 11, a nawet 10 tysięcy? Możemy. Ale w długim terminie złoto urośnie mocno. Bardzo mocno.

Zawsze szukam jakichś scenariuszy, które mogłyby zmienić moje zdanie. Dlatego też wymyśliłem taki, w którym Stany Zjednoczone ekspresowo zapewniają sobie utrzymanie prymatu na kolejne lata. Pomagają Ukrainie wygrać wojnę z Rosją, przejmują kontrolę nad Bliskim Wschodem (do spółki z Izraelem) i w ten lub inny sposób doprowadzają do zapaści w Chinach. Przy okazji narzucają wrogim krajom (Rosja, Chiny, Iran) określone ograniczenia, które sprawiają, że pozycja dolara i systemu SWIFT pozostanie niezagrożona.

I co? Nawet w takim scenariuszu przez jakiś czas będziemy mieć:

- niepewność,
- ogromne wydatki na armię (duże deficyty),

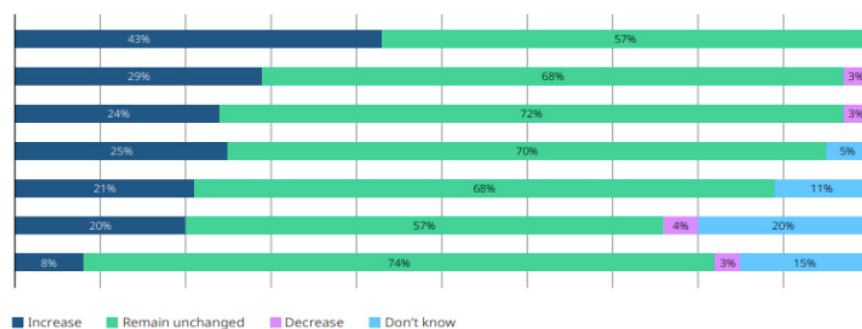
- a jakby tego było mało, dalej nie zostanie rozwiązany problem zadłużenia.

Przyjmuję więc, że w długim terminie i tak zobaczymy wzrost ceny złota. Jego skala będzie zależna od przebiegu wydarzeń w kolejnych latach.

Uważam, że jeśli Polacy odpowiednio wcześniej zaczną traktować złoto jako fundament portfela inwestycyjnego, to w najbliższych latach mogą zanotować skok na tle reszty świata (pod względem posiadanego majątku). Główne zastrzeżenie jest jednak takie, aby przynajmniej część kruszcu kupić anonimowo. Wzrosty złota będą na tyle silne, że rządy mogą wpaść na pomysł opodatkowania zysków lub konfiskaty złota (w zależności od tego jak poważna będzie sytuacja budżetu państwa).

Kończąc wątek królewskiego metalu, chciałbym zwrócić Wam uwagę jak bardzo zmieniło się nastawienie do złota ze strony banków centralnych, po tym jak Zachód zamroził aktywa Rosji. Jeszcze 4 lata temu kilkanaście procent takich instytucji postrzegało złoto jako aktyw strategiczny, dziś uważa tak 65-70%. Z kolei wykres pokazuje plany poszczególnych banków centralnych względem złota na kolejny rok. W 2021 roku 21% banków planowało zakupy, a 11% planowało sprzedaż. Dziś 43% z nich chce kupować. Nikt nie chce sprzedawać. Ciekawe, prawda?

t 4: How do you expect your institution's gold reserves to change over the next 12 months?



Źródło: gold.org

ODWRÓT OD GLOBALIZACJI – KTO ZYSKA, KTO STRACI?

Donald Trump wstrząsnął całym światem, kiedy 2 kwietnia 2025 roku ogłosił cła dla... całego świata. Miał to być początek wielkiego powrotu do protekcjonizmu.

Następnie po tygodniu paniki ogłosił, że wstrzymuje swoje plany na 90 dni, a potem zaczął zawierać umowy handlowe i poinformował również o normalizacji stosunków z Chinami (wzajemne obniżenie ceł). Inwestorzy odetchnęli z ulgą, a notowania spółek zaczęły ponownie rosnąć. Co więcej, wiele osób uznało tą sytuację za dowód, że globalizacji po prostu nie da się zatrzymać.

Moje zdanie na ten temat jest inne. Uważam, że swobodny przepływ dóbr i usług zbyt mocno działa na korzyść Chin, żeby Stany Zjednoczone mogły zostawić ten temat w spokoju. Ok, być może nie będziemy mieć już takich przedstawień jak to z 2 kwietnia, kiedy prezydent USA pokazał cła dla dziesiątek krajów. **Ale wojna handlowa będzie trwała tak czy inaczej.**

Może ona przybierać różne formy, takie jak:

- cła dla wybranych krajów,
- cła dla wybranych branż,
- wyrzucenie ze swojego rynku firm z konkretnego kraju,
- ograniczenia w eksporcie technologii,
- ograniczenia przy zatrudnieniu osób konkretnej narodowości w konkretnych branżach.

Typowym zachowaniem obu stron (USA i Chin) stanie się wywieranie wpływu na mniejsze kraje, aby te handlowały wyłącznie z Zachodem bądź wyłącznie ze Wschodem. To również jest forma wojny handlowej.

Waszyngton i Pekin będą działały coraz bardziej agresywnie, wzajemnie oskarżając się o „protekcjonizm”, „zamykanie rynku dla zagranicznych inwestorów” czy „wykradanie technologii”.

Co to wszystko oznacza dla inwestorów? Że będziemy mieć do czynienia z wieloma pułapkami na rynku akcji. Przede wszystkim chodzi mi o spółki, które zostaną zmuszone do przeniesienia własnych fabryk bądź zmiany łańcucha dostaw, a w gorszym przypadku będą po prostu odcięte od wybranych rynków zbytu.

Pomyślcie teraz o tych globalnych korporacjach, które wraz z trwającym procesem globalizacji wchodziły na kolejne rynki i zwiększały swoje przychody oraz zyski. Teraz przed nimi czas sporych wyzwań. Niektóre z nich sobie poradzą, ponieważ wojna handlowa je oszczędzi bądź też po prostu zawczasu się do niej odpowiednio przygotowują. Ale będą i takie, których zyski mocno spadną.

Kto na tym zyska? Kraje, które ze względu na uwarunkowania geopolityczne będą mogły handlować z jedną i drugą stroną. Pytanie brzmi: ile będzie takich państw i czy będzie się dało w nie łatwo inwestować? Podchodziłbym do tego dość sceptycznie.

Kolejna kwestia - wojna handlowa i protekcjonizm stanowią mocną zachętę dla krajów (czy też bloków państw), aby stać się samowystarczalnymi. Jest to potężna zmiana. W czasach globalizacji sprowadzamy stal z Chin, a żywność z Ameryki Południowej i nikogo nie interesuje nic więcej niż cena. Chodzi o to, aby było jak najtaniej. Tymczasem w czasach wojny handlowej często trzeba będzie wybierać lokalnych producentów. Notowania takich

spółek mogą iść w górę, mimo że do tej pory ich wyroby wcale nie były atrakcyjne cenowo.

Aby dać Wam pewne wyobrażenie, co może czekać nas za kilka lat, przypomnę sytuację z lat 80-tych. Za rządów Ronald Reagana podjęto w USA decyzję, aby maksymalnie ograniczyć eksport technologii do ZSRR (a tylko dzięki dostępowi do niej Związek Radziecki był w stanie rozwijać swój sprzęt wojskowy). Nie ograniczano się jednak wyłącznie do ucięcia współpracy na linii USA-ZSRR. Stany Zjednoczone wpływały na kraje Europy Zachodniej, aby tamtejsze firmy również nie sprzedawały dostępu do technologii Sowietom. Potem składano wizyty w krajach neutralnych (Austria, Szwecja) i oferowano korzystniejszy dostęp do technologii amerykańskich firm, w zamian za brak współpracy z ZSRR. A kiedy zaszła taka potrzeba, to Amerykanie wypuszczali do ZSRR w kontrolowany sposób informacje o rozwiązaniach technologicznych, ale takie które były częściowo sfałszowane. Komuniści w oparciu o te informacje prowadzili własne inwestycje by na końcu dowiedzieć się, że zakład kosztujący miliony dolarów jest do natychmiastowej naprawy.

Tak właśnie może to wyglądać na linii Zachód – Wschód.



WYŚCIG TECHNOLOGICZNY

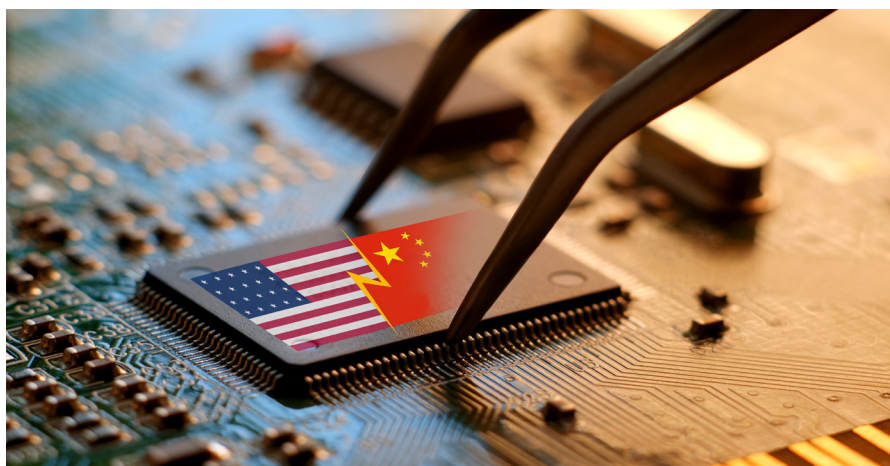
Wspominałem już o tym, że wojna technologiczna będzie jednym z elementów rywalizacji USA – Chiny. Warto uświadomić sobie różnice w podejściu do technologii w obu krajach. W Państwie Środka rozwój technologii przede wszystkim ma wzmocnić siłę państwa – dać możliwość produkowania efektywniej, tworzenia lepszych produktów i zdobywania nowych rynków, ale też rozwijania arsenału wojskowego. Każdy z tych elementów ma jednak wpisywać się w odgórnie narzuconą strategię.

W USA wszystko to jest znacznie bardziej sprywatyzowane. Poszczególne firmy wydają pieniądze na badania i rozwój, aby stworzyć innowacyjne produkty, które finalnie mają zwiększyć ich zyski. Oczywiście Stany Zjednoczone korzystają na tym jako państwo, mając dostęp do najnowszych technologii, a jednocześnie mogąc ograniczyć ten dostęp innym krajom.

Naturalnie system amerykański przyciąga więcej utalentowanych przedsiębiorców i inżynierów, co daje lepsze efekty, dzięki czemu USA generalnie są o krok przed Chinami. Państwo Środka robi jednak ogromne postępy na różnych polach (rozwój sztucznej inteligencji, produkcja chipów itd.). Stany Zjednoczone czują się zagrożone i w związku z tym starają się odcinać Chiny od dostępu do swoich najnowszych osiągnięć.

Do czego zmierzam? Z perspektywy USA jest to obszar, w którym za wszelką cenę trzeba utrzymać dominację. Dzięki innowacyjnym technologiom gospodarka może pozostać konkurencyjna, a to właśnie brak tego elementu doprowadził do spadku znaczenia Wielkiej Brytanii w XX wieku. Dodatkowo, najnowsze technologie mogą być stosowane w armii, co daje przewagę na polu walki. A zatem w kolejnych latach Amerykanie będą starali się ułatwiać życie swoim spółkom technologicznym, ale jednocześnie odcinać je od chińskich wpływów.

Co to znaczy „ułatwiać życie”? Wszystko, na co tylko wpadną rządzący. Mogą to być obniżki podatków (do czego ogólnie dąży Trump), specjalne ulgi, wsparcie przy sprowadzaniu specjalistów, dostęp do kredytów na preferencyjnych warunkach i wiele innych elementów.



W całym tym zamieszaniu, spółki technologiczne mogą zaliczyć potężne wzrosty. Wiele zależy od tego czy wśród najważniejszych osób w USA będą kompetentni ludzie, wiedzący w jaki sposób wesprzeć sektor technologiczny, a jednocześnie potrafiący wytłumaczyć taką politykę reszcie społeczeństwa.

Zagrożenia? Pierwsze zagrożenie to oczywiście zewnętrzne – a mianowicie Chińczycy mogą dogonić USA pod kątem technologicznym, co wręcz odstraszy inwestorów od tego typu spółek ze Stanów Zjednoczonych. Drugie zagrożenie pochodzi z wewnątrz – a mianowicie amerykańskie społeczeństwo może nie zaakceptować faworyzowania spółek technologicznych, w związku z czym do władzy dojdą osoby, które skierują swoją politykę przeciwko nim. Wówczas podatki dla takich firm będą wyższe, rząd nie będzie ich w żaden sposób wspierać.

Moje podejście do tego tematu? Prawa geopolityki są nieubłagane – rząd USA będzie musiał coraz mocniej wspierać sektor technologiczny. Dlatego wiele spośród tych spółek zaliczy w kolejnych latach duże wzrosty. Trzeba jednak przygotować się na huśtawkę nastrojów, ponieważ newsy o przetomach technologicznych w Chinach będą mocno uderzać w rynek w USA.

Dlaczego w tym miejscu pomijam wszystkie inne kraje?

1. Chiny – inwestowanie w akcje tamtejszych spółek dla mnie jako inwestora z Zachodu, będzie oznaczać duże ryzyko. Omijam.
2. Europa – na Starym Kontynencie nie ma bodźców do wprowadzania innowacji. Biurokracja, regulacje, wysokie podatki. Jesteś wyjątkowo zdolny? To jedziesz do USA i tam rozwijasz firmę, ze względu na lepsze otoczenie.
3. Indie – niewystarczający potencjał wśród ludzi. Najzdolniejsi również wyjadą do USA.
4. Korea Południowa i Izrael – dwa kraje, które mogą zaskoczyć na plus w obszarze nowych technologii, ale też oba te państwa są bardzo zagrożone geopolitycznie.

To wszystko prowadzi mnie do wniosku, że jedyną rozsądną ekspozycją na nadchodzący wyścig technologiczny (a później wyścig zbrojeń) jest rynek USA. A co, jeśli wszystko skończy się niepowodzeniem USA? Wówczas na świecie zapanuje potężna niepewność co do dalszego prymatu Stanów Zjednoczonych, a to będzie oznaczało duży wzrost ceny złota. Dlatego tak ważna jest dywersyfikacja portfela.



WIĘCEJ PAŃSTWA W GOSPODARCE

Analizy Raya Dalio dość jednoznacznie wskazują, że wróciliśmy do otoczenia podobnego do lat 30-tych ubiegłego wieku. W czym się to przejawia? Oto przykłady:

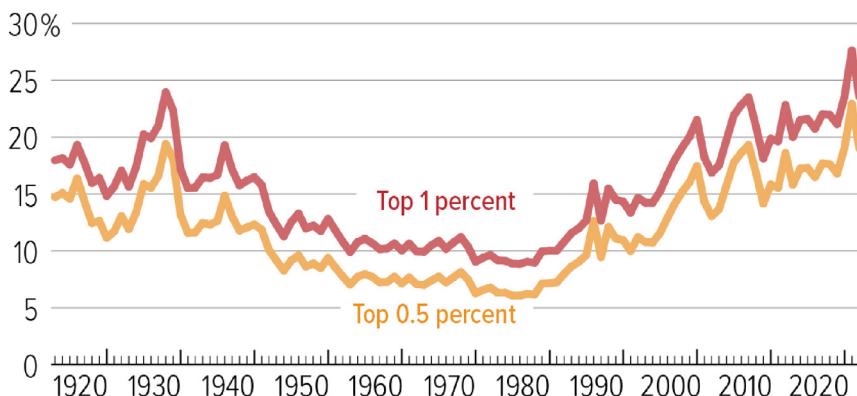
- silna polaryzacja wewnątrz społeczeństwa (w USA najsilniejsza od dekad, w Europie coraz więcej napięć w związku z imigrantami),
- ogromne dysproporcje majątkowe w USA (udział 1% najbogatszych w dochodach społeczeństwa wrócił do poziomu z lat 30-tych, co widać na wykresie)
- spadek standardu życia w krajach Europy Zachodniej (spadek bezpieczeństwa, brak wzrostu gospodarczego, brak pracy dla młodych),
- wzrost popularności populistów,
- coraz więcej napięć pomiędzy krajami.

Obecna sytuacja w świecie zachodnim zwiększa prawdopodobieństwo wydarzeń takich jak: wojny domowe, rewolucje, zamachy stanu. Również prawdopodobieństwo konfliktów zbrojnych wyraźnie rośnie, o czym świadczą wzrastające wydatki na armię.

Historia wskazuje, że w takich okresach zdecydowanie mniejsze znaczenie ma wolność jednostki oraz jej dobrobyt. Liczy się sytuacja ogółu – zapanowanie nad chaosem, utrzymanie stabilności, uspokojenie nastrojów.

Oczywiście, że ograniczenie wolności to nic dobrego. Ale ten tekst nie jest o tym co złe, a co dobre. Ten tekst jest o tym z czym musimy się liczyć. W czasach chaosu nie można wykluczyć:

- wspomnianych wojen domowych i rewolucji,
- dojścia do władzy populistów, a następnie nacjonalizacji majątku czy też jakiejś formy redystrybucji bogactwa,
- upadku niektórych demokracji i pojawienia się dyktatorów,



Udział 1% najbogatszych Amerykanów w dochodzie społeczeństwa.

Źródło: Emmanuel Saez

- skrajnie wysokich podatków dla bogatych, aby uspokoić nastroje wśród biedniejszej części społeczeństwa (na zasadzie „zabierz bogatym, rozdaj biednym”),
- rozpadu sojuszy oraz bloków państw (z upadkiem UE włącznie).

Powyższe wydarzenia mogą wynikać z samych napięć społecznych. Idźmy jednak o krok dalej i przyjmijmy, że czekają nas częstsze konflikty militarne, zaostrzona rywalizacja Zachód – Wschód, odwrót od globalizacji. Taki przebieg wydarzeń (moim zdaniem bardzo prawdopodobny) uderzy w globalną gospodarkę i obecny system finansowy, który oczywiście faworyzował Zachód. Nagle rządy będą musiały zmierzyć się ze spadkiem koniunktury gospodarczej, większym bezrobociem, a może nawet koniecznością przestawienia gospodarki w tryb wojenny (w razie faktycznego konfliktu zbrojnego).

Co w takiej sytuacji? Jeszcze większa ingerencja państwa w gospodarkę. Tutaj za przykład niech posłużą Stany Zjednoczone z lat 1933-1951, które w tym czasie zmagaly się z efektami Wielkiego Kryzysu, następnie brały udział w II Wojnie Światowej, a na koniec musiały przejść od stanu wojny do stanu pokoju (powrót weteranów, przestawienie gospodarki na nowy tryb).

W tym czasie mieliśmy w USA do czynienia z:

- kontrolą ilości waluty w obiegu,
- kontrolą wysokości stóp procentowych,
- kontrolą tego, gdzie trafiają pieniądze (aby dodatkowo nie napędzać inflacji).

Nie było wolnego rynku. O wszystkim decydowano odgórnie w taki sposób, aby było jak najbardziej korzystne dla państwa.

Specjalnie przedstawiłem sytuację w USA, które generalnie są krajem wolnorynkowym. Niestety, w czasie wojny czy niestabilności wewnętrznej, sytuacja jednostki nie ma znaczenia. Priorytetem dla rządzących zawsze jest panowanie nad sytuacją.

Rywalizacja USA – Chiny i powiązane z nią wydarzenia (np. wojna handlowa), sprawiają, że ta ingerencja państwa w gospodarkę wzrasta. I jeśli na tym się skończy, to będzie całkiem nieźle.

ZAMORDYZM

Cóż, nie mogę ominąć tego wątku. W pewnym momencie pomyślałem, że już dość tego czarnowidztwa, ale skoro opisuję scenariusz na burzliwe czasy, to nie mogą pominąć kwestii podstawowej – naszej wolności.

Kolejność jest taka:

1. Prawa geopolityki nieubłagane prowadzą nas w kierunku rywalizacji USA – Chiny.

2. Rywalizacja wywołuje proxy wars (konflikty lokalne), a także wojnę handlową, technologiczną i kapitałową pomiędzy Zachodem i Wschodem.

3. To z kolei uderza w globalną gospodarkę, wywołuje kryzysy, wzrost bezrobocia i jeszcze więcej napięć społecznych.

4. W efekcie obecne władze mogą zacząć rządzić silną ręką albo pozostawić ludziom wolność (ale wówczas jest duże prawdopodobieństwo, że społeczeństwo postanowi taki rząd obalić i na jego miejscu pojawi się ktoś bardziej nieobliczalny).

Co do ostatniego punktu – w jednym i drugim przypadku prawdopodobne jest ograniczenie wolności jednostki. O ingerowaniu w gospodarkę już wspominałem. Ale zostaje nam jeszcze chociażby:

- wolność słowa,
- wolność kandydowania w wyborach,
- wolność zrzeszania się,
- wolność poruszania się,
- szerokopojęta wolność do decydowania o sobie samym.

Czy te elementy są zagrożone? Wydaje się, że Europa i USA idą tutaj dwoma różnymi ścieżkami.

W przypadku Starego Kontynentu, rządzący (głównie politycy centrowi i lewicowi) dążą do eliminowania kandydatów mających sprzyjać Rosji. Czasem robią to bezpodstawnie, ograniczając tak naprawdę wolność wyboru zwykłym obywatelom. Ma to „ochronić Europę przed wpływami Rosji”, a może doprowadzić do jeszcze większego poparcia dla szykanowanych polityków.

Z drugiej strony mamy Stany Zjednoczone, których system dużo mocniej chroni wolność wyboru, niezależnie od tego jakie będą ostateczne efekty. Można więc powiedzieć, że Amerykanie podejmują dużo większe ryzyko, ale nie ograniczają praw obywatelskich i nie ingerują w przebieg wyborów.

Czas pokaże które z tych rozwiązań jest lepsze. Nie chcę zbyt długo rozprawiać o sytuacji obecnej. Moim celem jest raczej zwrócić uwagę, że w sytuacji kryzysu, chaosu wewnętrznego czy wręcz wojny, możemy mieć do czynienia z jeszcze większym ograniczaniem podstawowych praw. W wersji łagodnej oznacza to, że:

- będziemy mieć do czynienia z utrudnieniami w przepływie dóbr i usług,
- będziemy mieć do czynienia z utrudnieniami w poruszaniu się,
- propagowanie określonych treści będzie zakazane,
- inwestowanie w niektóre aktywa będzie utrudnione, tak aby „zachęcić” obywateli do kupowania obligacji rządowych,
- mogą pojawić się niedobory produktów ze względu na ich braki bądź ze względu na pierwszeństwo w dostępie dla wojska bądź wybranych organów państwowych.



Wersja ostrzejsza zakłada, że:

- istnieje jedna słuszna partia bądź jeden słuszny przywódca,
- nie można krytykować rządzących,
- nie można działać w organizacjach, których cele są sprzeczne z celami państwa,
- panuje totalna inwigilacja obywateli,
- obywatele mogą wydawać pieniądze wyłącznie na określone produkty oraz trzymać tylko określone waluty,
- prywatny majątek może zostać skonfiskowany na rzecz państwa bądź armii,
- istnieje konieczność wykonywania bezpłatnej pracy na rzecz państwa.

Oczywiście to tylko przykłady. Myślę, że taka perspektywa nie jest przyjemna, ale z drugiej strony pomaga nam rozsądniej podejść do obecnej sytuacji. Oczywiście, powinniśmy krytykować polityków, kiedy chcą nam ograniczać wolność. Należy wywierać na nich presję społeczną, stawiać im granicę, a jak trzeba – to również chodzić na protesty.

Z drugiej strony powinniśmy jednak też z dużą ostrożnością podchodzić do nowych kandydatów, którzy mają proste recepty na wszystkie nasze bolączki. Będąc w opozycji bardzo łatwo jest krytykować rządzących. Co innego, kiedy dochodzimy do władzy. Co wtedy? Jesteśmy w stanie zapewnić dobrobyt tylko samym sobie i współpracownikom? Czy mamy wizję zapewnienia przyszłości wszystkim obywatelom?

Zachęcam do takich przemyśleń, bo nie każdy „kandydat buntu” to dobry kandydat. Czasem tacy ludzie mogą doprowadzić kraj do ruiny. W żadnym wypadku nie bronię w tej chwili polityków, którzy doprowadzili Europę do jej obecnego położenia. Apeluję jedynie o głosowanie na ludzi, którzy potrafią coś więcej niż tylko krzyczeć o złej Unii.

JAK INWESTORZY MAJĄ SOBIE PORADZIĆ W TAKIM OTOCZENIU?

Rywalizacja o światowy prymat, wojna handlowa, programy zbrojeń, rozwój sztucznej inteligencji, wojna na Ukrainie, konflikty na Bliskim Wschodzie, globalny dług, pękająca bańka na rynku obligacji.



Delikatnie mówiąc: spokojne czasy do inwestowania minęły. Piszę to z pełną premedytacją. Nie chcę straszyć, a jedynie opisać to co widać dookoła. Nawet doświadczeni inwestorzy mogą czuć się zagubieni w takim otoczeniu. Dlatego chciałbym podsumować, to co napisałem do tej pory i przedstawić aktywa, które moim zdaniem powinny znajdować się w portfelu długoterminowo.

W pierwszej kolejności mam na myśli aktywa, które generalnie dobrze radzą sobie w czasach niepewności i dewaluacji walut. Bo te dwa elementy są wyjątkowo ważne dla inwestora.

Absolutnym liderem jest złoto. Wcześniej podałem już wystarczająco dużo argumentów, więc nie będę tutaj ich powtarzał.

Dalej jest już trudniej, ale wciąż zostajemy przy aktywach, których nie da się dodrukować. Z mojej perspektywy są to Bitcoin oraz srebro. Jeśli chodzi o Bitcoina to zyskał on już dość powszechną akceptację, jego podaż jest ograniczona, a jednocześnie... może on zapewnić nam nieco niezależności, gdyby faktycznie nadeszły czasy nacjonalizacji majątku, wysokich podatków i szeroko pojętej redystrybucji bogactwa. W tym wypadku nowinki technologiczne (krypto, blockchain) mogą być po naszej stronie i pomóc nam zachować część majątku oraz anonimowości.

Co do srebra – zdaję sobie sprawę, że wiele osób uważa, iż jest to głównie metal przemysłowy. Dlatego chciałbym zaznaczyć cztery kwestie. Po pierwsze srebro jest używane w wielu nowoczesnych technologiach. Po drugie mamy utrzymujący się deficyt srebra – nie jest on szczególnie dokuczliwy dla przemysłu, ale podtrzymuje cenę metalu. Po trzecie srebro mimo swoich powiązań z przemysłem, jest wciąż wyraźnie skorelowane ze złotem. Po czwarte – w przypadku ogromnej popularności złota i jego wysokiej ceny w niestabilnych czasach, srebro może być stosowane do rozliczeń między biedniejszymi krajami, jak również zyskać popularność wśród osób, chcących odkładać mniejsze kwoty.

A zatem: złoto, Bitcoin, srebro. W tej właśnie kolejności. To według mnie dobry zestaw, aby przygotować się na czasy, w których inflacja będzie na wysokim poziomie, a waluty papierowe stracą wiele ze swojej siły nabywczej. W tej samej kategorii przy większych portfelach mogłaby również znaleźć się ziemia (działki), ale to już kwestia mocniej uzależniona od tego, gdzie ktoś mieszka i czy dany region jest narażony geopolitycznie.

Dalej możemy przejść do aktywów, które niosą za sobą większe ryzyko, ale mogą zyskiwać w trakcie rywalizacji USA – Chiny. Mam tutaj na myśli akcje spółek z konkretnych branż: półprzewodniki, cyberbezpieczeństwo, zbrojeniówka, budowa i wsparcie data center, przesył i produkcja energii, technologie kosmiczne. To wybrane obszary, które według mnie mają dobre perspektywy, choć są na różnych etapach rozwoju. Nie w każdej z tych branż znajdziemy idealną spółkę, czasem trzeba będzie poczekać. Ale jeśli cały nasz portfel na burzliwe czasy ograniczy się do złota, Bitcoin, srebra czy franka szwajcarskiego, to tak naprawdę nie mamy szans skorzystania ze wzrostów na rynku akcji. A co, jeśli w najbliższych latach dojdzie do wielu przełomów technologicznych? Co, jeśli Stany Zjednoczone staną na głowie, żeby wygrać wyścig technologiczny z Chinami? Wówczas przejdą nam koło nosa potężne zyski.

A jakby tego było mało, spółki o których mowa (czasami również te europejskie) mogą rosnąć w kolejnych latach i dać nam zarobić, nawet jeśli na końcu okaże się, że Zachód przegrał rywalizację z Chinami. Trzeba tylko umiejętnie zabezpieczać zyski i redukować część akcyjną w portfelu po silnych wzrostach.



Akcje mogą zyskiwać z jeszcze jednego powodu. Jeśli na rynku obligacji dalej będzie trwała bessa, to ten potężny kapitał będzie się przenosił do innych aktywów. Często do złota lub gotówki (w przypadku konserwatywnych inwestorów), ale w niektórych przypadkach środki będą trafiać do największych spółek, tych które mają duże szanse by przetrwać okres zawirowań.

Dopełniając listę aktywów – jest jeszcze jedna grupa, która może reagować dobrze zarówno na wyższą inflację, jak i na odwrót od globalizacji. Są to wybrane surowce i spółki surowcowe. Tutaj jednak potrzebne jest doświadczenie w wyborze konkretnych firm. Chodzi o takie przedsiębiorstwa, które mają duże złoża, produkują kluczowe surowce, operują w stabilnych jurysdykcjach i są ważne dla stabilności zachodnich państw. Alternatywą są jeszcze ETF-y zabezpieczone konkretnymi surowcami. Jak widać, nie jest to prosta sprawa, dlatego dobrze mieć w zespole takiego specjalistę od tego obszaru, jak Konrad Pietruszka.

Podkreślam, że każde z tych aktywów: złoto, srebro, Bitcoin, wybrane akcje, surowce, rozpatruję tutaj pod kątem długoterminowym. W krótszej perspektywie każde z nich może zaliczyć spadki, w przypadku Bitcoina mogą one spokojnie sięgnąć 50%.

Nie uważam, że wspomniana lista aktywów ma stanowić 100% portfela. Od czasu do czasu mogą pojawiać się przecież spółki czy REIT-y, które w danym momencie uznajemy za okazję. Czasem również w grę wchodzi większa pozycja gotówkowa (np. kiedy na rynku panuje olbrzymi optymizm). Ważne jednak, aby mieć taki „trzon portfela”, który w długim terminie da nam dobry efekt i zabezpieczy nas przed większością scenariuszy.

A jeśli chodzi o te najgorsze możliwe wydarzenia geopolityczne – tutaj nie ma sensu rozwodzić się nad portfelem, bo wtedy pieniądze nie będą już mieć tak dużego znaczenia.

PUŁAPKI CZYHAJĄCE NA INWESTORÓW

Na początku tekstu zacytowałem Raya Dalio, który odnosił się do tych wszystkich nadchodzących wydarzeń. Parafrazując tamte słowa, można powiedzieć, że jako inwestorzy staniemy w obliczu nieznanego – wokół rynków wydarzą się rzeczy, które nigdy nie miały miejsca w trakcie naszej przygody z giełdą.

Jedyny sposób, aby w jakimś stopniu się na nie przygotować, to dobrze odrobiona lekcja historii. Analiza tego, co wydarzyło się w poprzednich wiekach. Właśnie na bazie takiej lekcji historii, chciałbym przedstawić Wam kilka błędów, których należy się wystrzegać.



1. Nie budujcie wszystkich swoich przekonań na bazie danych za ostatnie 20 czy 30 lat. Owszem, takie analizy dają nam wiedzę, pokazują korelację pomiędzy poszczególnymi aktywami. Ale fakt, że dane aktywo radziło sobie dobrze przez ćwierć wieku nie daje gwarancji, iż będzie tak dalej. Boleśnie przekonują się o tym wszyscy Ci, którzy w ostatnich latach nadal trzymali dużo amerykańskich obligacji czy REIT-ów (a przecież wcześniej rosły przez kilka dekad).

2. Nie omijajcie geopolityki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Możecie trafić na spółkę z najlepszymi wskaźnikami, ale ona i tak nie przyniesie Wam zysków, jeśli decyzje polityków okażą się dla niej niekorzystne. Dla jasności – nie chodzi mi o to, że macie przewidzieć każdy ruch rządzących. Ale śledzenie wydarzeń geopolitycznych pozwoli Wam częściej dostrzegać pewne zagrożenia.

3. Nie ignorujcie sytuacji, w której ludzie wychodzą na ulicę. Zwłaszcza w mniej stabilnych krajach, masowe protesty mogą prowadzić do zmian politycznych. Nowy reżim może zmieniać zasady gry, a to z kolei może dotyczyć również inwestorów. Jeśli macie bardzo duże obawy wobec sytuacji w konkretnym kraju – nie kupujcie jego obligacji i nie trzymajcie tamtejszej waluty w swoim portfelu.

4. Gotówka w długim terminie nie jest wcale bezpiecznym sposobem na przeczekaanie burzliwych czasów. Jest jednym z najbardziej niebezpiecznych rozwiązań. Inflacja w czasach wydatków zbrojeniowych okaże się bezlitosna, w efekcie czego siła nabywcza większości walut mocno spadnie.

5. Starajcie się nie reagować emocjonalnie na newsy. Trzymajcie się swojej strategii. Regularnie przypominajcie sobie jakie były Wasze założenia co do portfela i dlaczego wybraliście właśnie taką drogę. To pozwoli Wam trzymać się własnych zasad. Obecnie to Donald Trump rusza rynkami w górę i w dół, ale po nim prawdopodobnie będzie jeszcze wielu takich polityków (choć być może będą piasnować mniej znaczące funkcje).

6. Zawczasu pomyślcie o anonimowym zakupie złota oraz o tym w jaki sposób przechowywanie metale i krypto. Zakup tych aktywów to jedno, ale w burzliwych czasach będziecie mieć jeszcze jedno zadanie: przetrzymywać je tak, aby Wam ich nie zabrano.

Oczywiste jest, że nie jesteśmy w stanie przygotować się na wszystkie zagrożenia. Im więcej jednak wyciągniemy wniosków z historii, tym lepiej dla nas i naszego portfela.



PODSUMOWANIE

Zarówno sytuacja geopolityczna, jak i długoterminowe cykle zadłużenia sugerują, że czeka nas 10-15 lat bardzo dużych zmian. Co prawda bieg wydarzeń przyspieszył już po 2020 roku, ale był to tylko wstęp. Teraz będzie się działo jeszcze więcej i w jeszcze szybszym tempie.

Wiele wydarzeń będzie efektem rywalizacji USA – Chiny, a co najciekawsze – wcale nie musi to oznaczać otwartej wrogości między tymi państwami, a przynajmniej nie od razu. Stany Zjednoczone mogą uderzać w Rosję i Iran (sojusznicy Chin), kiedy tylko nadarzy się okazja. W tym czasie Chiny mogą dalej robić wszystko, aby wyciągać technologię od Amerykanów. Rywalizacja będzie trwała w najlepsze, ale w oficjalnych przekazach relacje na linii Pekin-Waszyngton będą dobre.

Prędzej czy później, nadejdzie niestety czas dużych napięć. Może się okazać, że Stany Zjednoczone utrzymają swoje wpływy. Byłby to gigantyczny sukces, jak na mocarstwo, które już od około 100 lat panuje na świecie. Możemy być również świadkami podziału świata na dwie strefy wpływów, gdzie na Zachodzie dominują Amerykanie, a na Wschodzie przewodzi Chiny. Jest również i trzeci scenariusz, w którym Zachód przegrywa (być może w efekcie przewagi Pekinu, a być może po prostu za sprawą wewnętrznego chaosu i napięć).

Nie znamy wyniku tej rywalizacji. Na szczęście istnieją sposoby, aby przygotować swój portfel na różne scenariusze. Ważne jest, aby nie odkładać tego na później.

Na koniec jeszcze jedna uwaga z mojej strony. Pieniądze to jedno, ale ważne jest także to, aby reagować na to, co dzieje się wokół nas. Jeśli mądrzy ludzie w trudnych czasach pozostaną bierni, to całkowita władza przejdzie w ręce głupców. A wtedy wejdziemy na ścieżkę prowadzącą do kompletnego chaosu.



CAPITAL REPORT

2/2025