

GEPOLITYCZNE SZACHY A RYNKI KAPITAŁOWE W 2025 ROKU

„Przewidywanie jest bardzo trudne, szczególnie jeśli idzie o przyszłość” miał powiedzieć wiele lat temu Niels Bohr, duński fizyk, laureat Nagrody Nobla. Ta maksyma jest tym bardziej prawdziwa w dzisiejszych czasach, gdzie prezydentem najsilniejszego państwa na świecie jest Donald Trump, przedsiębiorca-polityk traktujący swoją nieprzewidywalność jako atut w działaniach politycznych. Choć prognozowanie najbliższej przyszłości wydaje się w takich okolicznościach zadaniem karkołomnym, to mimo to pokuszę się o przedstawienie swoich głównych typów inwestycyjnych na najbliższy rok. Rok, co do którego właściwie wszyscy nie mają wątpliwości, że będzie bardzo zmienny. Rok, co do którego obstawiam, że koniec końców okaże się co najmniej dobry dla rynków kapitałowych.

Żyjemy w świecie, w którym geopolityka jak nigdy w XXI wieku wpływa na procesy gospodarcze zachodzące w i pomiędzy krajami. Zaczniemy więc od tła geopolitycznego.

Żyjemy w świecie jedno- czy wielobiegunowym?

Na świecie mamy trzy główne mocarstwa. USA jako mocarstwo na płaszczyźnie geograficznej, politycznej, militarnej, ekonomicznej, technologicznej i kulturowej. Chiny jako mocarstwo geograficzne, demograficzne, ekonomiczne i technologiczne, z jednoczesnym potencjałem na płaszczyźnie militarnej. Oraz Rosja jako mocarstwo geograficzne i militarne.

Już sama ta wylizanka jasno pokazuje, że Chińska Republika Ludowa jest niemal równorzędnym konkurentem wobec potęgi Stanów Zjednoczonych i trudno jest mówić w tym momencie o jednobiegunowym łądzie międzynarodowym, jaki trwał od czasów upadku ZSRR na przełomie 1990 roku. Jeszcze 20 lat temu Chiny były mocarstwem jedynie na płaszczyźnie geograficznej i demograficznej, by od około 2008 roku, po kryzysie finansowym świata zachodniego, stać się również mocarstwem ekonomicznym. Od około 2015 roku możemy o Chinach mówić również jako mocarstwie technologicznym, budującym swą potęgę początkowo na kopiowaniu rozwiązań zachodnich a w ostatnich latach coraz bardziej na swoim know-how.

Obecnie ChRL pracuje intensywnie nad rozwojem zdolności militarnych, przygotowując się na odparcie ataku ze strony USA. Ataku, który zapoczątkował w 2018 roku, podczas swojej pierwszej prezydentury, nie kto inny jak Donald Trump. Wówczas to Stany Zjednoczone rozpoczęły cykl nakładania i/lub podwyższania taryf celnych, wymierzony przede wszystkim w kontynentalne Chiny. To właśnie wtedy USA podjęły bardziej otwartą walkę o utrzymanie hegemonii na świecie. Walkę o przyszłość łądu międzynarodowego, która obecnie tylko się nasila.

Co dalej z wojną na Ukrainie?

Jednym z etapów walki o jak najlepszą pozycję w wyłaniającym się nowym łądzie międzynarodowym było rozpoczęcie w 2022 roku pełnoskalowego konfliktu na Ukrainie przez mocarstwo atomowe, jakim jest Federacja Rosyjska. Rosja, chcąc utrzymać czy wręcz odzyskać swoje wpływy w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, podjęła próbę zbrojnego podporządkowania sobie jednego z najważniejszych krajów byłego Związku Radzieckiego. A w dalszej kolejności wymusić ustępstwa Zachodu wobec obowiązujących sojuszy z byłymi państwami satelickimi ZSRR, w tym m.in. z Polską.

Kalkulacje rosyjskie najwyraźniej nie przewidywały tak silnego oporu ze strony ukraińskiej, a także skali pomocy ze strony państw Zachodu, w której prym – moralny i faktyczny – wiodło państwo

polskie (na płaszczyźnie politycznej i społecznej). USA swym działaniem również jednoznacznie pokazały, że są, choć nieformalnym, to jednak sojusznikiem Ukrainy w walce z Federacją Rosyjską. I wydaje się, że w pewien sposób kontrolują rozwój wypadków w wojnie pomiędzy Ukrainą a Rosją, dostosowując pomoc finansową i zbrojną do danej sytuacji i swoich celów. To oznacza, że ewentualna porażka Ukrainy w wojnie z Rosją zostanie uznana przez świat za jednoczesną porażkę Stanów Zjednoczonych. A na to Stany Zjednoczone nie mogą sobie pozwolić.

Dlaczego? Ponieważ nie mając tak jednoznacznie wyraźnej przewagi nad chińskim konkurentem, będą potrzebowały wsparcia sojuszników w walce o utrzymanie swojej hegemonii. Stany Zjednoczone opierają siłę swoich sojuszy przed wszystkim na wiarygodności, a w mniejszym stopniu na sile. Nie mogą więc sobie pozwolić na to, by ich sojusznicy zobaczyli, jak USA pozostawiają innego sojusznika w potrzebie. Zwłaszcza po tak heroicznym wysiłku, jakiego podjęto się społeczeństwo ukraińskie. Pozostawienie Ukrainy na pastwę losu oznaczać będzie, że pozostali sojusznicy USA będą dążyli do większej autonomii (m.in. pozyskanie broni jądrowej) i ostatecznie postawią na gospodarcze balansowanie pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami, a być może i nawet Rosją.

W takim scenariuszu Stany Zjednoczone tylko osłabią swoją pozycję. Pozycję, którą wzmocniły na samej wojnie na Ukrainie. Osłabiając jednego z głównych konkurentów pod względem politycznym, ekonomicznym i militarnym. I jednocześnie konsolidując sojusze z krajami Zachodu oraz wykorzystując sytuację do wzrostu eksportu posiadanych surowców i uzbrojenia. W ostatecznym rozrachunku Ukraina musi zostać wynagrodzona przez USA za swój wysiłek dołączając do świata państw Zachodu, choć jednocześnie zapewne będzie to oznaczało utratę części terytoriów i penetrację kapitałową (m.in. dostęp do posiadanych przez Ukrainę surowców i ziem uprawnych w zamian za inwestycje). Dołączenie do Unii Europejskiej wydaje się być kwestią czasu, a nie można wykluczyć również członkostwa w NATO.

Jednak, by takie decyzje mogły zapaść, Rosja będzie musiała stracić inicjatywę w tej wojnie. Dopiero wtedy, widząc przedłużający się konflikt i brak możliwości wygrania go bez użycia broni atomowej, Władimir Putin będzie otwarty na ustępstwa, by móc wyjść z tego konfliktu z twarzą przed rosyjskim społeczeństwem. Wtedy też Donald Trump będzie w stanie osiągnąć takie warunki pokoju, które utwierdzą amerykańskich sojuszników w zasadności utrzymywania sojuszy pomiędzy nimi a Stanami Zjednoczonymi. Warunki pokoju, nawet jeżeli tymczasowego, obejmować będą włączenie Ukrainy do strefy wpływów Zachodu (nieformalnie – poprzez wysłanie wojsk pokojowych oraz inwestycje kapitałowe – lub formalne – poprzez wcielenie do UE i/lub NATO) w zamian za ukraińskie ustępstwa terytorialne i możliwy powrót do (ograniczonych) relacji gospodarczych Rosji z Zachodem. Ale aby deeskalować ten konflikt, najpierw powinniśmy się spodziewać jego eskalacji na skutek wsparcia militarnego i finansowego Ukrainy przez Stany Zjednoczone i ich europejskich sojuszników. Pokój na Ukrainie w 2025 roku w mojej ocenie jest mało prawdopodobny. W przeciwieństwie do roku 2026.

Dlaczego Rosja nie użyje broni jądrowej?

Rosja jest mocarstwem przede wszystkim ze względu na swój potencjał jądrowy. Gdyby nie ten potencjał, Stany Zjednoczone byłyby światowym hegemonem już od 80 lat. Dzięki broni jądrowej Federacja Rosyjska posiada pewną autonomię działania. Jednak autonomia ta nie polega na dowolnym działaniu ofensywnym. Broń jądrowa jest przede wszystkim bronią defensywną. To oznacza, że dany kraj posiada tę broń głównie po to, aby nie został zaatakowany przez inne państwo. I choć praktyka podpowiada inaczej – broń jądrowa została użyta jedynie dwa razy, w

obu przypadkach w charakterze ofensywnego ataku USA na Japonię – to trzeba zwrócić uwagę, że ofensywne wykorzystanie broni jądrowej było możliwe tylko dlatego, że USA jako jedyne dysponowały w tamtych czasach taką bronią. W obecnych czasach ofensywne użycie broni jądrowej spotkałoby się z ogólnoswiatowym ostracyzmem politycznym (w 1945 r. zostało przyjęte z przerażeniem wobec potęgi USA).

Inaczej rzecz ujmując, gdyby Władimir Putin użył broni jądrowej, nawet tej taktycznej (używanej w celach militarnych na mniejsze odległości, w przeciwieństwie do strategicznej broni o dalekim zasięgu mogącej likwidować aglomeracje miejskie czy centra przemysłowe), Stany Zjednoczone nie miałyby w takiej sytuacji innej możliwości i użyłyby wszelkich środków, by wymusić na wszystkich krajach świata, włączając w to Chiny, całkowite zerwanie kontaktów gospodarczych z Federacją Rosyjską. A to oznaczałoby całkowitą zapaść Rosji w ciągu maksymalnie kilku lat, jeżeli nie kilkunastu miesięcy.

Oczywiście dalszej eskalacji przez Rosję konfliktu jądrowego nie można wykluczyć, jednak jest to scenariusz o ultra niskim prawdopodobieństwie i o ograniczonym wpływie na postrzeganie przez nas inwestycji (z uwagi na to, że w takiej sytuacji inwestycje nie będą miały dla nas znaczenia, w przeciwieństwie do zapewnienia bezpieczeństwa sobie i swoim rodzinom).

Czy wojna USA-Chiny eskaluje do poziomu militarne?

Nie można mieć wątpliwości co do tego, że Chińska Republika Ludowa rzuciła wyzwanie Stanom Zjednoczonym i stara się osiągnąć status regionalnego hegemonu. A aspiracje Chin, w myśl konfucjańskiej zasady „jednego słońca na niebie”, mogą sięgać nawet statusu światowego hegemonu. Z tego właśnie powodu Donald Trump rozpoczął wojnę handlową z Pekinem w 2018 roku, starając się spowolnić i docelowo ograniczyć wzrost znaczenia Chin na arenie międzynarodowej. Na ostateczne rozstrzygnięcia przyjdzie nam poczekać zapewne kilka lub nawet kilkanaście lat.

Z perspektywy sytuacji, w której znajdują się Stany Zjednoczone, można się zastanawiać, czy Chiny nie będą chciały wykorzystać obecnego zaangażowania Amerykanów w regionie Europy Wschodniej i Bliskiego Wschodu w celu wzmocnienia swojej pozycji w regionie Azji Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Przede wszystkim poprzez zbrojny atak na Tajwan lub kwarantannę (oblężenie) tego kraju.

W mojej ocenie takie działanie nie leży obecnie w interesie Chin. Wydaje się, że Chińska Armia Ludowo-Wyzwoleńcza jest jeszcze za słaba, by Xi Jinping podjął takie ryzyko. Ryzyko wywołania wojny jest bowiem za każdym razem duże i trudne do oszacowania w skutkach. Przykład ugrzęźnięcia rosyjskiej armii na Ukrainie mówi sam za siebie. Chiny, nawet podbijając Tajwan, musiałyby się liczyć z nieustępliwością Zachodu – sankcjami gospodarczymi oraz przede wszystkim blokadą morską ze strony USA. A długotrwała blokada morska byłaby zabójcza dla chińskiej gospodarki. Ratunkiem dla Chin, w sytuacji posiadania Tajwanu, mogłaby być droga morska przez Korytarz Arktyczny wzdłuż wybrzeży zaprzyjaźnionej Rosji (ale jest to scenariusz możliwy do realizacji za minimum kilkanaście lat) i to pod warunkiem możliwości swobodnego przepłynięcia rejonem GIUK (Grenlandia-Islandia-Wielka Brytania). A ta możliwość jest powoli blokowana. Podobnie jak Kanał Panamski.

Dlaczego swobodna żegluga morska jest dla Chin tak kluczowa? Ponieważ jest to kraj, który w najbliższych latach swoją potęgę ekonomiczną będzie musiał opierać na eksporcie. Drugi główny silnik wzrostu w ostatnich dziesięcioleciach – inwestycje – wydaje się być na wyczerpaniu z uwagi na obecny bardzo zaawansowany stan chińskiej infrastruktury i przemysłu. Po tylu latach rozwoju

produktywność nowych inwestycji musi siłą rzeczy maleć. No chyba że przyczyni się do większej konkurencyjności chińskiej gospodarki objawiającej się w dalszym wzroście... eksportu. Konsumpcja od dawna szczególnie nie pomaga. Chiny, z konsumpcją prywatną na poziomie poniżej 40% PKB znacznie odstają od standardów innych dużych gospodarek na poziomie 50-60% czy USA z niemal 70%. Pogarszająca się demografia spowodowana wieloletnią polityką jednego dziecka dodatkowo będzie utrudniać wzrost konsumpcji w przyszłości. Eksport, odbywający się globalnie w 80% w oparciu o transport morski, jest główną nadzieją na dalszy rozwój ChRL. Nie wspominając o tym, że do produkcji konieczne są surowce, głównie ropa i gaz, a te Chiny w większości importują... drogą morską.

Jedyną bronią Chińczyków w tej sytuacji jest kontrola produkcji, w której Chiny jeszcze do niedawna były właściwie monopolistami, a której wyroby są niezbędne do rozwoju technologii. Mowa oczywiście o metalach ziem rzadkich, bez których niemożliwe jest funkcjonowanie przemysłu elektronicznego, OZE, elektromobilności, optycznego, medycznego, lotniczego, kosmicznego czy militarnego. Obecnie Chiny, w zależności od źródła, odpowiadają za 60-70% światowego wydobycia tych metali. Świat Zachodu nie może więc całkowicie odciąć się od Chin. Przynajmniej jeszcze nie w tym momencie.

Gdzie w tej układance znajduje się Unia Europejska?

Choć dziś wydaje się to niewiarygodne, to jeszcze do 2014 roku nominalne PKB Unii Europejskiej (wraz z Wielką Brytanią) było większe niż Stanów Zjednoczonych. Dziś PKB USA to około 26% światowego PKB, podczas gdy łączne PKB UE i UK to nieco ponad 20% (w 2014 roku obie te wartości stanowiły około 23%, podczas gdy w 2006 roku odpowiednio 27% i 30%). Prognozy na kolejne lata wskazują na dalszy wzrost tej różnicy na niekorzyść państw europejskich.

Unia Europejska zaczyna odstawać pod względem rozwoju nowych technologii od Stanów Zjednoczonych i Chin (złośliwi twierdzą nawet, że największą innowacją Europy w ostatnich latach był wynalazek przymocowywania zakrętek do butelek). Jej przemysł traci na konkurencyjności z uwagi na dużo wyższe koszty energii, stanowiące od czasu wybuchu wojny na Ukrainie dwukrotność a nawet trzykrotność tych odnotowywanych w USA czy ChRL. Dodatkowo, Unia Europejska i kraje ją stanowiące są silnie zbiurokratyzowane, co tylko utrudnia prowadzenie działalności czy rozpoczęcie nowych inwestycji. A na domiar złego, wiodące kraje europejskie (Francja, Niemcy czy Wielka Brytania) pogrążone są w kryzysie politycznym.

Choć Unia Europejska, jako całość, gospodarczo i politycznie stopniowo słabnie, to w dalszym ciągu pozostaje jednym z głównych graczy i to jej decyzje mogą zaważyć na tym, czy Stany Zjednoczone utrzymają swoją hegemonię. Dlaczego? Zarówno USA jak i Chiny potrzebują w walce o prymat sojuszników a przynajmniej jak najmniejszej liczby przeciwników. Istnieją dwa główne scenariusze rozwoju wypadków w obecnej układance geopolitycznej. Główną ich osią jest wojna na Ukrainie i sposób osiągnięcia pokoju w tej części świata.

Wariantem spodziewanym jest zapewnienie pokoju przez koalicję państw Zachodu na czele ze Stanami Zjednoczonymi, o czym wspominałem wcześniej. W takim wariacie wojska NATO i/lub sojuszników zostałyby wysłane, by strzec strefy zdemilitaryzowanej, a kraje Zachodu rozpoczęłyby pomoc gospodarczą dokonując inwestycji na terenie Ukrainy. Ukraina mogłaby zostać przyjęta do Unii Europejskiej, a nawet do NATO (w zależności od rozwoju sytuacji na froncie). W zamian Ukraina uznałaby aneksję części swoich ziem oraz wycofała wojska z rejonu Kurska.

Istnieje jednak również wariant alternatywny. Putin nie przyjmuje warunków amerykańskich, a do gry wchodzi Chińczycy. Oferują Rosjanom zacieśnienie współpracy gospodarczej na bardziej

partnerskich warunkach (finansowanie budowy gazociągów i ropociągów, transfer technologii itp.), pozwalają Unii na korzystanie z własnego rynku w bardziej przyjaznych warunkach konkurencyjnych, sami inwestując w nowe fabryki w Europie, a Ukrainę zapewniają o wielomiliardowych inwestycjach w odbudowę przemysłu i infrastruktury, umożliwiając penetrację również firmom europejskim. W ramach umowy strefę zdemilitaryzowaną ochraniałyby wojska chińskie w akompaniamencie wojsk europejskich, głównie francuskich i niemieckich. Amerykanie przegraliby tę część batalii, osłabiając swoją pozycję jako wiarygodnego partnera i lidera świata Zachodu. Jest to oczywiście wariant mniej prawdopodobny, ale możliwy do ugrania przez Chiny. Donald Trump musi więc dobrze rozegrać współpracę z Unią Europejską, by nie osłabić pozycji Stanów Zjednoczonych w tej globalnej rozgrywce.

Jaką decyzję podejmą Europejczycy?

W horyzoncie kilku najbliższych lat wybór Chińczyków lub dalsze balansowanie pomiędzy nimi a Amerykanami może być dla Unii Europejskiej korzystne. W dłuższym terminie taka decyzja mogłaby obrócić się przeciwko Europejczykom, w szczególności jeżeli za tą decyzją nie poszedłby silny impuls prorozwojowy – zmniejszenie biurokratyzacji, osiągnięcie bardziej stabilnego i niezależnego miksu energetycznego (nowe elektrownie jądrowe i wydłużenie korzystania z elektrowni węglowych), wsparcie rozwoju innowacyjności (m.in. samochody wodorowe, europejskie AI, przemysł kosmiczny) oraz modernizację armii. Dlaczego? Ponieważ słabości Europy zostałyby w końcu wykorzystane przez Chiny, Stany Zjednoczone a być może i Federację Rosyjską.

ChRL, wzmacniając swoją pozycję wobec USA, mogłyby wykorzystać swoją przewagę technologiczną i efektywność przemysłu do penetracji kieszeni Europejczyków, samemu wypierając europejskie przedsiębiorstwa ze swojego rynku. Amerykanie mogliby wycofać się z regionu Bliskiego Wschodu, co mogłoby doprowadzić do turbulencji w tej okolicy, powodując zakłócenia w dostawie ropy i gazu oraz ich znaczny wzrost cen. A Rosjanie, widząc mniejsze zainteresowanie Europą przez Stany Zjednoczone, mogłyby w tej sytuacji ponownie zagrozić militarnie krajom Europy Środkowo-Wschodniej, a w kolejnym kroku być może nawet naciskać na kraje Europy Zachodniej.

Unia Europejska musi zatem zrekonstruować siebie na nowo. Lub oprzeć się na bardziej wiarygodnym partnerze, jakim są Stany Zjednoczone. Partnerze, z którym można zacieśnić relacje handlowe uzupełniając się wzajemnie.

Co chce osiągnąć Donald Trump?

Mając nakreślone relacje pomiędzy głównymi graczami w rozgrywce o ukształtowanie się nowego ładu międzynarodowego, możemy przejść do analizy potencjalnych ruchów ze strony najważniejszego człowieka na świecie, czyli prezydenta Stanów Zjednoczonych. Donaldowi Trumpowi rzeczywiście zależy na Ameryce. Pragnie wzmocnić swój kraj zarówno gospodarczo jak i politycznie, i to za wszelką cenę.

W relacjach międzynarodowych wyróżnia się dwie główne formy kształtowania zachowań danego kraju (lub ich grupy) przez inny kraj (lub grupę krajów). Strategia typu *soft power* (miękkie oddziaływanie) polega na stosowaniu w polityce zagranicznej instrumentów zachęcających innych do współpracy bez wywierania nacisków. Wykorzystuje się do tego kulturę, wyznawanie wspólnych wartości, umowy handlowe na partnerskich warunkach czy uczestnictwo w międzynarodowych organizacjach. Strategia typu *hard power* (twarde oddziaływanie) polega dla odmiany na wykorzystywaniu środków dyplomacji siłowej, tzw. metody „kija i marchewki”. W

pierwszej kolejności środków ekonomicznych jak np. cła czy ograniczenia eksportowe, a w drugiej militarnych (operacje specjalne czy interwencje zbrojne). Stosowanie obu grup oddziaływań określane jest mianem strategii typu *smart power*.

Przez ostatnie dziesięciolecie Stany Zjednoczone stosowały mieszaną strategię z wykorzystaniem głównie elementów miękkiego oddziaływania. Początek drugiej prezydentury Trumpa zapowiada silne przechylenie wahaćka w stronę twardej dyplomacji. Na korzyść stosowania takiego modelu działania Stanów Zjednoczonych przemawia fakt, że ewentualne negatywne jego konsekwencje będzie można zrzucić bezpośrednio na osobę Donalda Trumpa i w przyszłości – po osiągnięciu określonych celów – powrócić do starej, stonowanej polityki zagranicznej. Ale to się nie wydarzy do końca tej prezydentury.

Cel Trumpa jest prosty – wykorzystać wszystkie dostępne środki, by wzmocnić dotychczasową pozycję USA i docelowo obronić status światowego hegemonu. Wrogiem numer jeden w tej walce są Chiny. Ale zanim dojdzie do rozstrzygnięcia rywalizacji z nimi, najpierw Amerykanie muszą się rozprawić z pozostałymi krajami kontestującymi dominację amerykańską na arenie międzynarodowej, ograniczając w ten sposób ryzyko walki w przyszłości na kilku frontach jednocześnie. W międzyczasie kontynuowane będą dalsze przygotowania do (ewentualnej) ostatecznej rozgrywki z Chińczykami.

Federacja Rosyjska ściera swoje wojska na Ukrainie. Izrael ośabia zapędy Islamskiej Republiki Iranu do dominacji w regionie. Chińska Republika Ludowa jest odcinana od najważniejszych zachodnich technologii, by spowolnić jej rozwój technologiczny (z różnymi efektami). Trump stawia na działania mające na celu wzmocnienie amerykańskiej gospodarki i społeczeństwa, a w kolejnym kroku ośabienia chińskiej gospodarki i jej wpływów w różnych zakątkach świata, co doprowadzi do ograniczenia Chińczykom dostępnych opcji działania. A ma do wykorzystania wspianate instrumenty.

Potencjał militarny USA

Najważniejszym z nich, bo blokującym wiele ewentualnych ruchów innych, jest posiadanie najsilniejszej na świecie marynarki wojennej. Dzięki temu Stany Zjednoczone kontrolują wszystkie najważniejsze transportowe szlaki morskie, zwłaszcza w obrębie ich wąskich gardel, takich jak cieśniny Malakka i Ormuz. Dodatkowo, drugi największy na świecie potencjał jądrowy chroni Amerykanów przed zbrojnym atakiem odwetowym. Marynarka wojenna i arsenał jądrowy stanowią fundament możliwości narzucania woli Stanów Zjednoczonych.

Deficyt handlowy USA

Kolejną bronią, z której korzysta i będzie się starał korzystać Donald Trump jest ogromny deficyt handlowy USA. Deficyt handlowy, czyli przewaga importu nad eksportem, oznacza, że inne kraje – eksporterzy netto – budują swój dobrobyt kosztem właśnie importera netto. Na utrzymaniu ujemnego bilansu handlowego przez USA najbardziej zależy m.in. takim krajom jak Chiny, Meksyk, Wietnam, Niemcy, Japonia czy Kanada. Lub takim regionom ja Unia Europejska.

Bilans handlowy można poprawić na kilka sposobów. Pierwszym jest wzrost efektywności produkcji i usług, np. na skutek zwiększenia skali biznesu, inwestycji w automatyzację i robotykę, obniżenia kosztów energii czy zmniejszenia poziomu podatków. Drugim z nich jest ośabienie waluty w celu zwiększenia konkurencyjności własnego eksportu. W teorii, w świecie płynnych kursów walutowych mechanizm ten powinien w długim terminie zadziałać sam. W praktyce jest to bardziej skomplikowane. W przypadku dolara amerykańskiego – z uwagi na popyt wywołany

przez funkcję głównej waluty rezerwowej świata, głównej waluty rozliczeniowej świata i bezpiecznej przystani – waluta ta ma (lub historycznie miała) ograniczoną tendencję osłabiania się. Stąd Stany Zjednoczone mogły latami utrzymywać deficyt handlowy przy jednoczesnym zachowaniu siły własnej gospodarki. W tej chwili USA mogą osłabić swoją walutę zmieniając oczekiwania rynkowe – sygnalizacją FED-u o możliwych obniżkach stóp procentowych, interwencją słowną Trumpa (co byłoby powtórką z 2017 roku) czy ograniczając lub wycofując się z wojny taryfowej.

Kolejny sposób to nakłonienie rodzimego kapitału do przeniesienia biznesu z powrotem do kraju (tzw. proces reshoringu) lub zachęcenie zagranicznych firm do otwarcia fabryk i oddziałów w kraju, do którego wcześniej te firmy swoje produkty i usługi eksportowały. Efekt ten można osiągnąć za pomocą „marchewki” – obniżenia podatków, zapewnienia niższych kosztów energii i odpowiedniej infrastruktury transportowej, transferu technologii itp. – lub „kija” w postaci ceł, taryf, barier biurokratycznych dla importu, ograniczeń w transferze technologii czy przerwania łańcuchów dostaw (zwiększając koszty produkcji firmom zagranicznym).

Efekt kija ma jednak to do siebie, że podnosi cenę importowanych produktów i usług, a w związku z tym jest inflacjogeny. Inflacja, jak wiemy, wymaga w którymś momencie podniesienia stóp procentowych. Wyższe stopy procentowe, to wyższy koszt kapitału czy kredytu, co wpływa na stłumienie wzrostu gospodarczego poprzez zmniejszenia poziomu inwestycji i redukcję zatrudnienia. Skutkiem tego może być recesja, czyli osłabienie potencjału gospodarki danego kraju. Z tego względu groźby nakładania ceł przez prezydenta USA, które będą głównie nakierowane w stronę wymienionych wcześniej obszarów importerów netto, będą jedynie narzędziem mającym na celu zacieśnienie relacji lub wręcz podporządkowanie Stanom Zjednoczonym ich sojuszników.

Samowystarczalność USA

Nie mniej istotnym atrybutem USA jest ich względna samowystarczalność. Zarówno pod względem produkcji rolnej, metali przemysłowych, surowców energetycznych jak i technologii. W kontekście samowystarczalności kluczowa była zwłaszcza rewolucja łąpkowa rozpoczęta 20 lat temu. Dzięki niej Stany Zjednoczone stawały się coraz mniej zależne od sytuacji w krajach Bliskiego Wschodu, aż w ostatnich latach przeistoczyły się w eksportera netto ropy naftowej i gazu ziemnego. Dzięki temu oraz sile militarnej i ekonomicznej, USA zyskały kontrolę nad rynkami ropy i gazu, a tym samym mogą korzystać w polityce zagranicznej z kolejnego instrumentu. Do pełni szczęścia Amerykanom brakuje już tylko kontroli nad wspomnianym wcześniej rynkiem metali ziem rzadkich. Na ten moment wydobycie w USA stanowi nieco ponad 12% światowej produkcji, podczas gdy ich główny rywal, Chiny, odpowiada za około 2/3 rynku.

Jaki scenariusz jest najbardziej prawdopodobny?

Mając na uwadze rzeczywisty cel straszenia cłami przez Donalda Trumpa, Europejczycy powinni być w negocjacjach bardziej asertywni niż Kanadyjczycy czy Meksykanie, dążąc do osiągnięcia obopólnych korzyści ze współpracy polityczno-gospodarczej. Wiedząc, że prezydent USA nie może przeszarżować, by nie osłabił politycznie swojego kraju. W osiągnięciu porozumienia pomóc może fakt, że gospodarki USA i EU są wobec siebie częściowo komplementarne, podczas gdy Chiny stały się ich realnym konkurentem – wobec UE pod względem przemysłu, a wobec USA pod względem branży high-tech. Dodatkowy argument na rzecz kooperacji amerykańsko-europejskiej wynika z tego, że UE jest importerem netto surowców energetycznych i przez wojnę na Ukrainie straciła głównego dostawcę w postaci Rosji, co automatycznie tworzy miejsce dla rosnącego amerykańskiego eksportera.

Trudniejszy element negocjacji będzie dotyczył poziomu wydatków krajów NATO na obronność. Już w 2017 roku Trump wzywał kraje europejskie do zwiększenia wydatków co najmniej do uzgodnionego progu 2% PKB. Dziś mówi aż o 5%. Jednak znając jego taktykę negocjacyjną, zgodzi się na co najmniej 3% (same USA wydają około 3,4% swojego PKB). Kwestią sporną pozostanie, czy UE osiągnie ten cel poprzez inwestycje we własny przemysł militarny (głównie francuski), czy będzie zmuszona w większym stopniu korzystać z przemysłu amerykańskiego. I w ten sposób dalej uzależniać się militarnie od woli USA.

Efektom negocjacji powinna być zatem umowa satysfakcjonująca obie strony. W zamian za łagodne potraktowanie Unii Europejskiej cłami (ich brak lub niskie stawki) i możliwość dalszego eksportu towarów i usług do Stanów Zjednoczonych, Europejczycy będą zakupywać więcej amerykańskiej ropy i gazu oraz zwiększą wydatki na obronność, m.in. poprzez kupno amerykańskiego sprzętu. W międzyczasie USA będzie jednak w dalszym ciągu przyciągał innowacyjne europejskie spółki niższymi podatkami, mniejszą biurokracją oraz wyższą kulturą przedsiębiorczości i innowacyjności.

Do podobnych ruchów zostaną zobowiązane kraje sojusznicze z Azji, głównie Japonia, Korea Południowa, Filipiny a być może również Australia. Relacje z ChRL pozostaną napięte, choć na razie nie powinno dojść do większego ich zaostrzenia. Jednocześnie jednak Stany Zjednoczone będą starały się osłabiać Chiny pośrednio, poprzez wymuszanie na sojusznikach – w ramach formalnych lub nieformalnych porozumień negocjacyjnych – stopniowego ograniczania relacji gospodarczych z Pekinem. Ostatecznie, po fiasku negocjacji o zawieszeniu broni, Ukraina zostanie wsparta militarnie i finansowo, co doprowadzi do dalszego osłabiania pozycji Federacji Rosyjskiej. W rejonie Bliskiego Wschodu będzie stosunkowo spokojnie. Do czasu.

Co powinna zrobić Polska?

Wraz z wybuchem pełnoskalowej wojny na Ukrainie w 2022 roku, przed Polską otworzyło się niespotykane dotąd w III RP okno możliwości. Nasz kraj – z uwagi na swoje położenie, wielkość gospodarki na tle państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej oraz uwięzanie wojsk rosyjskich na terytorium naszego wschodniego sąsiada – staje w obliczu przejęcia roli jednego z liderów Europy i uzyskania większej suwerenności strategicznej. Ale musi poczynić odpowiednie kroki, by tę sytuację rzeczywiście wykorzystać.

Jednym z nich jest wzmocnienie pozycji gospodarczej poprzez inwestycje. Wzorcowa gospodarka charakteryzuje się inwestycjami na poziomie 20-25% PKB. W Polsce inwestycje stanowią około 17% PKB. Niższy wynik w Unii Europejskiej ma tylko Grecja. Kluczowe w pozyskiwaniu nowych inwestorów będzie uporządkowanie sytuacji polityczno-prawnej (szanse daje na to zwycięstwo kandydata koalicji rządzącej w majowych wyborach prezydenckich), zmniejszenie obowiązków biurokratycznych, a także bardziej przejrzysta polityka gospodarcza (konsultacje z przedsiębiorcami, wprowadzanie ustaw z odpowiednim wyprzedzeniem, stabilność i przewidywalność ustawodawcza). Oraz inwestycje w infrastrukturę transportową (CPK, koleje, porty, drogi północ-południe) i energetyczną (elektrownie jądrowe, farmy wiatrowe itp.). Dzięki temu Polska nie powinna mieć problemów, by przyciągnąć kapitał rodzimy i zagraniczny, by właśnie u nas budować nowe fabryki i otwierać centra usługowe. Co ważne, każda współpraca międzynarodowa w zakresie inwestycji powinna odbywać się na zasadach joint venture (tj. wraz z polską spółką), a także przynosić korzyści wykraczające poza te inwestycje (tzw. transakcje związane, np. transfer technologii czy otwarcie rynków zagranicznych na polskie spółki i produkty). Oby zapowiedzi z konferencji „Polska. Rok przelomu” uwzględniły takie właśnie założenia, a nie jedynie samą kwotę stanowiącą wciąż okolice 17% PKB w 2025 roku.

Kluczowe decyzje rządu kształtujące pozycję Polski na arenie międzynarodowej będą dotyczyły jednak nie gospodarki a sfery bezpieczeństwa. Opracowanie strategii dla Wojska Polskiego i jego publikacja są kluczowe. Ustanowienie zasad, quasi-dobrowolnej lub obowiązkowej, służby wojskowej młodych Polaków i nowoczesnego sposobu ich przeszkolenia również jest wskazane. Przydatne byłoby także chociaż minimalne przeszkolenie w zakresie obrony cywilnej całego społeczeństwa, czy to w formie spotkań informacyjnych, czy też kilkudniowej służby w określonych miejscach (na poligonie, w szpitalach, punktach zbiórek czy dystrybucji dóbr). Dzięki temu Polacy mogliby poczuć powagę czasów, w których żyjemy. I zbudować odpowiedni system odporności naszego kraju.

Silne wojsko i odporne państwo mogłyby stać się kartą przetargową w rozgrywce geopolitycznej. Polska mogłaby stać się oparciem dla krajów bałtyckich, Rumunii i w przyszłości Ukrainy, a także partnerem dla krajów skandynawskich, tworząc silne przymierze w kontekście toczących się procesów geopolitycznych. W sytuacji możliwego częściowego lub nawet całkowitego wycofania się Stanów Zjednoczonych z Europy, Polska – poprzez silne wojsko – zachowałaby suwerenność swoją i krajów regionu w możliwej gospodarczej koalicji pomiędzy Rosją a krajami Europy Zachodniej. W sytuacji ciągłego zainteresowania USA Europą, Polska mogłaby wykorzystać swoją siłę militarną do uzyskania inwestycji amerykańskich (w tym transferu technologii) w zamian za odciążenie USA i stopowanie mocarstwowych planów Federacji Rosyjskiej. Punkt ciężkości Unii Europejskiej naprawdę mógłby przenieść się bardziej na wschód.

Czego można się spodziewać po rynkach kapitałowych w 2025 roku?

Zrozumienie zależności geopolitycznych pomiędzy głównymi graczami na arenie międzynarodowej może nam pomóc (choć nie musi) w nakreśleniu przewidywań dotyczących zachowania się rynków kapitałowych w nadchodzącym czasie. Mając na uwadze te zależności, postaram się o pewne prognozy na trwający już 2025 rok. Zacznę od początku, czyli od rynku... ropy naftowej.

Ropa naftowa

Poziom kursu ropy naftowej (WTI) od dwóch lat znajduje się w przedziale od 66-67 do 78-80 USD/bbl z dwoma znaczącymi wyskokami powyżej górnego przedziału. Co ciekawe i ważne, atak Hamasu na Izrael z 7 października 2023 roku przyczynił się bardziej do obniżek cen ropy naftowej z rekordowych poziomów w tamtym roku niż jej wzrostu. Na podstawie tej sytuacji można dojść do wniosku, że cena ropy naftowej jest podatna na czynniki polityczne. Mając na uwadze ten fakt, a także chęć Donalda Trumpa do zwiększenia amerykańskiego eksportu tego surowca oraz korzyść w postaci dalszego gospodarczego osłabiania Rosji niższą ceną surowców energetycznych, w tym roku powinniśmy się spodziewać oscylowania kursu ropy naftowej w tym samym przedziale, zwłaszcza w jego dolnych granicach. A w wariantcie ekstremalnym, na skutek braku jakiegokolwiek ustąpienia ze strony Putina, zejścia w okolice nawet 50-55 USD za baryłkę. W perspektywie pierwszego kwartału, z uwagi na nadchodzące rozmowy pokojowe zaplanowane na koniec lutego lub marzec, cena ropy naftowej może krótkoterminowo wzrosnąć w okolice górnego przedziału lub nawet wyżej. Po to tylko, by pokazać Putinowi siłę ekonomiczną USA.

Dolar amerykański

Niższa cena ropy naftowej jest ważna dla Trumpa również z perspektywy dolara amerykańskiego. Aby zmniejszyć deficyt handlowy, Stany Zjednoczone ostatecznie będą potrzebowały słabszej waluty. Częściowo będzie można to osiągnąć poprzez ograniczenie ryzyka nakładania ceł przez prezydenta USA a częściowo przez interwencje słowne głowy państwa. Jednak w sytuacji tak

wysokich stóp procentowych w USA, w tym tych realnych, pomocnym narzędziem będą szybsze obniżki tych stóp. Do tego celu potrzebne będą niższe bieżące wskaźniki inflacji (w czym może pomóc niższa cena ropy naftowej – szacuje się, że spadek jej ceny o 10 USD/bbl, to niższa o 0,2 p.p. inflacja w USA) oraz niższe oczekiwania co do inflacji w przyszłości (do czego może doprowadzić łagodniejsza polityka taryfowa). Obecne przewidywania co do obniżek stóp procentowych przez FED – z obecnego poziomu 4,25-4,50% – sugerują, że prawdopodobieństwo obniżki o 0,25 p.b. wynosi 50% w pierwszym półroczu i 80% do końca roku. Szanse na spadek stóp o 0,50 p.b. i więcej w tym roku ocenia się na jedynie 45%. Działanie Trumpa może zmienić te oczekiwania, a wtedy USD może znacząco się osłabić. W 2017 roku dolar osłabił się do koszyka walut o ponad 10%, do euro o 14%, a do polskiej złotówki o 17%. Co ciekawe, poziomy z początku tego roku są porównywalne do tych z początku pierwszej kadencji Trumpa. Dziś trudno to sobie wyobrazić, ale gdyby historia miała się powtórzyć, to kurs EUR/USD wzrósłby do poziomu 1,20, a kurs USD/PLN spadłby w okolice 3,50. Przyjmując bezpieczniejsze założenie, na koniec roku możemy zobaczyć dolara po 3,65 PLN, co odpowiadałoby spadkowi o około 10%. Krótkoterminowo jednak, na skutek nieudanych negocjacji pokojowych, mogliśmy się spodziewać powrotu w okolice 4,10-4,15 PLN za 1 USD.

Zagraniczne rynki akcyjne

Co do zasady, osłabiający się dolar amerykański oznacza hossę na rynkach akcji. Jeśli ta deprecjacja będzie wynikała również z oczekiwań co do większych obniżek stóp procentowych przez FED, to powinny na tym korzystać indeksy amerykańskie, zarówno te główne jak S&P 500 czy Nasdaq-100, jak i te z drugiej i trzeciej linii jak S&P 400, S&P 300 czy Russell 2000. Pozostałe giełdy krajów rozwiniętych też powinny rosnąć, choć nie tak spektakularnie. Jeszcze lepsze tendencje niż na rynku amerykańskim powinniśmy zobaczyć na indeksach krajów rozwijających się. Może z wyjątkiem Chin, które kapitał zagraniczny – z uwagi na ryzyko geopolityczne – może omijać. Wśród tych krajów powinna wyróżniać się polska giełda, zwłaszcza jeśli przeliczymy wynik w USD.

GPW w Warszawie

Miniony rok był dla polskiej giełdy niespecjalnie udany. WIG20TR spadł o 1,3%, a mWIG40TR i sWIG80TR wzrosły jedynie o 9,9% i 6,7%. W dolarze było to odpowiednio -5,8%, 4,9% i 1,9%. W tym czasie indeks MSCI World wzrósł o 18,7%, a MSCI EM o 7,5%.

Stabość polskiej giełdy, w mojej ocenie, wynikała głównie z rozczarowania inwestorów zagranicznych sposobem rządzenia przez „koalicję 15 października”. Ale to może się zmieniać. O ile zapowiedzi o inwestycjach przedstawione podczas konferencji „Polska. Rok przelotowy” nie są same w sobie punktem zwrotnym, o tyle informacja o planowanym ograniczeniu podatku od kopalni może być zwiastunem zmian na lepsze, jeśli chodzi o podejście polityków do gospodarki, w tym spółek ze znaczącym udziałem Skarbu Państwa. Jeśli dodożymy do tego uwolnienie zdolności rządu do przeprowadzenia bardziej przejrzystej reformy praworządności w Polsce na skutek wygrania majowych wyborów prezydenckich przez Rafała Trzaskowskiego czy (co byłoby niespodziewane) ogłoszenie strategii dla Wojska Polskiego, to klimat inwestycyjny na polskiej giełdzie może się znacząco poprawić. A to będzie oznaczać silne wzrosty, zwłaszcza w segmencie spółek z WIG20 a w dalszej kolejności z mWIG40. Powtórzenie roku 2023, kiedy to polska giełda była w absolutnej czołówce światowych giełd jest wielce prawdopodobne. Choć po takich wzrostach, jak te z początku roku, przyda nam się kilkutygodniowy odpoczynek (możliwy na skutek m.in. nieudanych negocjacji pokojowych), to na koniec roku możemy zobaczyć nawet „3” z przodu na WIG20, a indeks WIG powinien przekroczyć barierę 100 tys. punktów.

Obligacje skarbowe

Analizując perspektywy dla rynku obligacji skarbowych wystarczy odnieść się do amerykańskiego rynku. Reakcje na każdym innym rynku dłużnym są wtórne do największego na świecie rynku kapitałowego. Sytuacja na rynku obligacji skarbowych wydaje się odmienna od tej widzianej w 2017 roku. Wtedy to FED stopniowo podnosił stopy procentowe, co doprowadziło do tego, że – pomimo deprecjacji dolara – nie doświadczyliśmy drastycznego spadku rentowności obligacji długoterminowych. Tym razem możemy spodziewać się obniżki stóp procentowych, co może zmienić perspektywy długoterminowe i sprawić, że rok zakończymy z rentownością 10-letnich obligacji amerykańskich na poziomie bliżej 4,0% niż 5,0%. W ślad za nimi powinny podążyć rentowności obligacji długoterminowych w innych krajach, w tym w Polsce.

Jeśli traktowałbym obligacje jako element portfela długoterminowego stabilizującego wahania jego wyników, to – pomimo szansy na mocny wynik w 2025 roku obligacji o stałym kuponie – preferowałbym jednak inwestycję w rynkowe obligacje zmiennokuponowe lub indeksowane inflacją. Ryzyko geopolityczne w dłuższym terminie jest w tym momencie dość spore, co w którymś momencie mogłoby podbić rentowności na skutek wzrostu premii terminowej za ryzyko lub oczekiwań co do wzrostu inflacji właśnie. A wtedy obligacje stałokuponowe zachowałyby się gorzej od obligacji opartych o zmienny kupon.

W sytuacji osłabiającego się dolara, optymalną inwestycją w obligacje byłaby inwestycja w polskie WZ-ty, czyli obligacje denominowane w PLN o kuponie zależnym od WIBOR 6M, a zgrupowane w indeksie GPWB-BWZ.

Złoto

Ostatnią z omówionych tutaj klas aktywów powiązaną z geopolityką będzie złoto. Poprzedni rok był spektakularny, a w tym roku popyt na złoto powinien wciąż się utrzymywać. Wskazuje za tym wiele czynników. Choć akurat nie ten, który podaje wielu uczestników rynku – mianowicie, chęć stworzenia alternatywnej do USD waluty krajów BRICS opartej na złocie. W mojej ocenie proces ten długo jeszcze nie dojdzie do skutku – Stany Zjednoczone wykorzystają swoją siłę militarną, gospodarczą i polityczną, by to dolar wciąż był walutą rozliczeniową świata. Co nie zmienia faktu, że banki centralne krajów rozwijających się w dalszym ciągu będą złoto skupowały. Jednak głównym powodem będzie chęć dywersyfikacji swoich rezerw i częściowego uniezależnienia się od dolara i obligacji amerykańskich. A w przypadku Rosji i Chin oraz innych krajów chcących postawić się światowemu hegemonowi, dodatkowym argumentem będzie ograniczenie możliwości szantażowania ich przez Stany Zjednoczone odłączeniem od systemu SWIFT czy zamrożeniem aktywów zagranicznych w momencie wystąpienia napiętych relacji pomiędzy tymi krajami (Rosję już to zresztą spotkało). Fizyczne złoto w dalszym ciągu jest najpewniejszą formą pieniądza, o niepodważalnej na arenie międzynarodowej wartości.

Dodatkowymi czynnikami wpływającymi na rosnący popyt na złoto powinny być przedłużający się i potencjalnie eskalujący konflikt na Ukrainie, słabszy w tym roku dolar i coraz niższe stopy procentowe na świecie.

Jakiego poziomu cenowego możemy się spodziewać? Jeśli wierzyć analizie technicznej, to możliwe jest osiągnięcie nawet poziomu 3 500 USD/ozt, na co wskazuje implikowany procentowy wzrost wynikający z widocznej na wykresie kształtującej się formacji filizanki z uszkiem.

Podsumowanie

Choć rok ten zapowiada się na rynkach kapitałowych jako zmienny, to koniec końców powinniśmy na zakończenie roku znaleźć się na poziomach wyraźnie wyższych niż obecne, a pomóc w tym

może deprecjacja dolara amerykańskiego, której zwolennikiem jest Donald Trump. Mając to na uwadze, trzymanie swoich oszczędności poza rynkiem kapitałowym może okazać się w tym roku dla nas kosztowne. Nie warto zatem odkładać inwestowania w czasie z uwagi na niepewność dotyczącą przyszłości. Zamiast tego należy stworzyć optymalny dla siebie – pod względem poziomu ryzyka – portfel inwestycyjny, dobrać odpowiednie instrumenty finansowe (pomocne mogą być np. ETF-y) i opracować właściwą strategię zakupową (rozbicie inwestycji na transze, cykliczne inwestowanie, rebalancing itp.). Istnieje spora szansa, że dzięki temu będziemy za nieco ponad 10 miesięcy na wyraźnym plusie, jeśli chodzi o nasze nadwyżki finansowe.