Xelion
DOM INWESTYCYJNY

luty
2022 r.

Raport specjalny

Konflikt na Ukrainie i jego potencjalny wpływ na rynki

AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Materiał marketingowy przeznaczony dla Klientów DI Xelion. Prosimy o zapoznanie się z „Istotnymi informacjami" umieszczonymi na końcu niniejszej publikacji.

Wstęp, lekcje z roku 2014

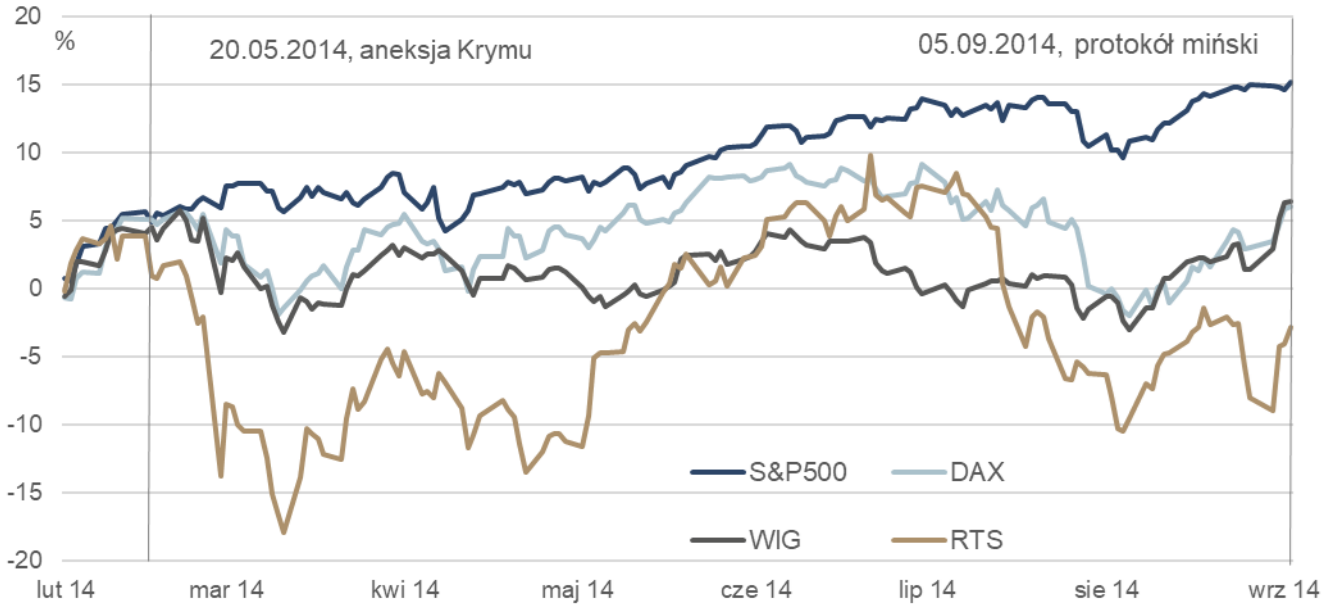
W piątek, 11 lutego, rynki zelektryzowała wiadomość, że według amerykańskiej administracji w rozpoczynającym się tygodniu Rosja ma zaatakować Ukrainę. O ryzyku rozpoczęcia inwazji jeszcze przed zakończeniem igrzysk poinformował Jake Sullivan, doradca ds. bezpieczeństwa narodowego w administracji J. Bidena. Szokujące doniesienia spowodowały gwałtowne spadki amerykańskich indeksów w giełdowych (przy udziale równie na razie niepotwierdzonych plotek o nadzwyczajnej podwyżce stóp procentowych przez Fed jeszcze przed marcowym posiedzeniem FOMC), sięgające około 4% zwyżki cen ropy i mniej więcej dwukrotnie mniejsze wzrosty notowań złota. Względem koszyka walut umocnił się dolar, kurs EURUSD spadł poniżej 1,1350 wobec wcześniejszego testu poziomów bliskich 1,15.

Materiał spotkał się z szybką reakcją rosyjskiego MSZ, które zdementowało doniesienia, oskarżając światowe media o dezinformację. **Napływające w ciągu weekendu informacje mają raczej uspokajający charakter, kraje UE nie przyłączyły się nawet do ewakuacji dyplomatów, podjętej przez inne państwa.** Sobotnia rozmowa prezydentów USA i Rosji nie przyniosła żadnych konkluzji, ale Waszyngton nie ma rzekomo planu wysłania na Ukrainę wojsk, Rosja podtrzymuje retorykę o tym, że wypowiedzi i kontrolowane przecieki z amerykańskiej administracji to objaw „bezprecedensowej histerii amerykańskich władz". Te z kolei nie mówią już o inwazji, ale „pewnego rodzaju aktywnym konflikcie".

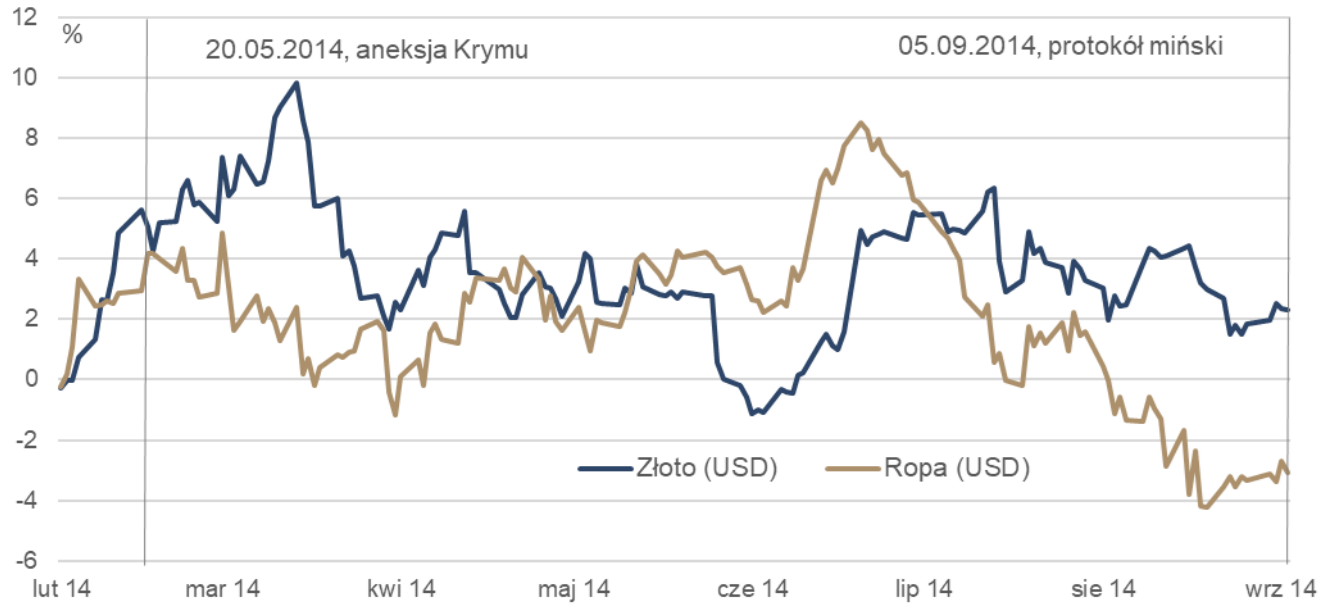
Podtrzymujemy przekonanie, że do otwartej wojny na Ukrainie nie dojdzie, jej potencjalne skutki wydają się też tak naprawdę niemożliwe do skwantyfikowania – zbyt wiele jest niewiadomych, dotyczących tego, jak długi byłby tego rodzaju konflikt, w jakim stopniu powodowałby zaangażowanie wojsk NATO, itd. Zdajemy sobie jednak sprawę z tego, że w najbliższym tygodniu napięcia w regionie mogą sięgnąć zenitu, chcielibyśmy jednak przypomnieć ekonomiczne i rynkowe konsekwencje konfliktu z 2014 r., zaznaczając jednocześnie najpoważniejsze różnice między ówczesnymi i obecnymi realiami.

Choć rozpoczęty wówczas konflikt tak naprawdę nie został zakończony do tej pory, jego główną fazę można spiąć klamrą od 20 lutego 2014 r. (aneksja Krymu) do 5 września 2014 r. (tzw. porozumienie mińskie). **Jak widać na poniższy wykresie, wpływ ówczesnej agresji Rosji na amerykański rynek akcji był bliski zeru, S&P500 co najwyżej zatrzymało się we wzrostach w okresie między końcem lutego a końcem maja, by następnie kontynuować ruch w górę.** O reakcji można mówić natomiast w przypadku indeksów europejskich, przynajmniej tych z regionu Europy Centralnej. Co ciekawe, dość podobnie w tamtym wykresie wypadały polski WIG i niemiecki DAX – w okresie od dnia poprzedzającego aneksję Krymu do 14.03. (lokalne minima) oba indeksy przeceniły się o 6-7%. W tym samym czasie zdecydowanie najsilniej reagujący rosyjski RTS spadł o 18%. **W porównaniu warto zwrócić jednak uwagę, że przed wydarzeniami z 2014 r. nie dochodziło do kilkumiesięcznej eskalacji napięć, która ma miejsce obecnie.** Ostatnia skala przeceny RTS w okresie od listopada do stycznia jest większa niż wtedy i trudno tłumaczyć ją jakimkolwiek innym czynnikiem – zachowanie najsilniej z rosyjską giełdą skorelowanego rynku ropy jest więcej niż sprzyjające.

Piątkowe zachowanie rynku może sugerować, że dobrymi rozwiązaniami, by przygotować portfel na ewentualny konflikt mogą okazać się surowce – w szczególności ropa i złoto, które silnie zyskiwały podczas zamykającej tydzień sesji. Analiza historii nie daje tutaj jednoznacznej odpowiedzi. Faktem jest, że w analizowanym dla indeksów okresie (20.02-14.03.), który jest w naszej opinii jedynym, w którym wpływ poprzedniej wojny był zauważalny, złoto okazało się jedną z najlepszych możliwych inwestycji, osiągając w szczycie paniki (minima na giełdach w Europie i Rosji) lokalne szczyty. Wzrost ten został jednak wymazany w ciągu kolejnego miesiąca, a w czasie do podpisania protokołu mińskiego całkowita stopa zwrotu od początku lutego wyniosła zaledwie dwa procent. W teorii jeszcze gorzej wygląda potencjał do kupna ropy lub powiązanych z nią instrumentów, które wówczas właściwie nie reagowały. Ten przypadek jednak może okazać się szczególnie mylący. Rok 2014 rozpoczynał się w realiach nadpodaży ropy, wywołanej przede wszystkim bijącą rekordy produkcją niekonwencjonalną w USA. Choć twierdzenie, że konflikt na Ukrainie mógł powstrzymywać je przed spadkami jest dużym uproszczeniem, po jego zakończeniu jesienią rozpoczęły się gwałtowne spadki. Nadpodaż na szeregu innych surowców sprawiła, że od czerwca 2014 r. do lutego 2015 r. ceny w całej tej klasie aktywów spadły koszykowo o 38%. Jest to otoczenie bardzo różne od tego, które mamy obecnie. Analogicznie, w okresie między lutym a kwietniem 2014 r. niezwykle ciepła pogoda wpływała bardzo negatywnie na popyt na gaz i jego ceny, nie został on odcięty, więc wyciąganie jakichkolwiek wniosków dla tego rynku na bazie historii tym bardziej nie ma sensu.



Źródło: Bloomberg. 11.02.2022 r.



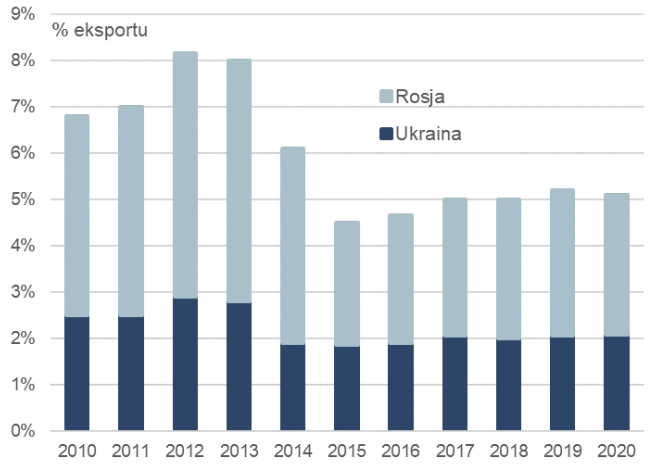
Źródło: Bloomberg. 11.02.2022 r.

Wpływ ekonomiczny

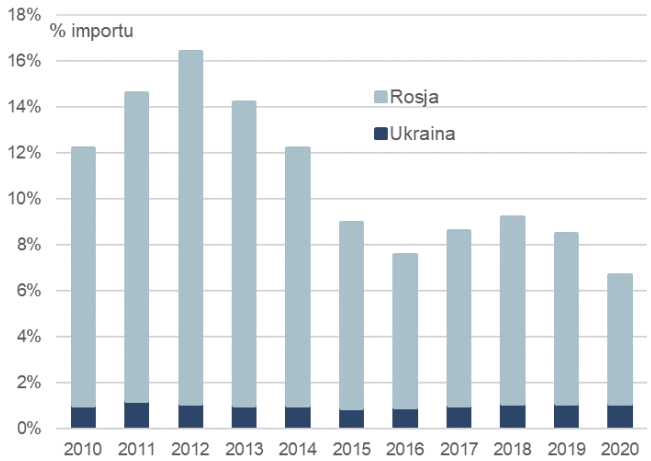
Zgodnie z badaniami przeprowadzonymi po konflikcie w 2014 r., za sprawą agresji Rosji ukraińskie PKB w samym 2014 r. skurczyło się o 8%. Konsekwencje dla pozostałych krajów były o rząd wielkości mniejsze – łączne koszty dla Rosji były estymowane na około 1% PKB, dla krajów europejskich zdecydowanie największą ekspozycję handlową miała wówczas Litwa (utrata 0,4% PKB za sprawą spadku eksportu na ten rynek o 10%), za nią Estonia (0,35% PKB), Słowacja (0,3% PB), Litwa (0,25% PKB), wreszcie Bułgaria i Polska (po około 0,2% PKB). **Najpoważniejszą z polskiej perspektywy konsekwencją była utrata PKB wynikająca z rosyjskiego zakazu importu żywności, która kosztowała Polskę 0,2-0,25%, dodając do tego pozostałe efekty, można zakładać, że koszt całkowity konfliktu zamknął się z krajowej perspektywy w 0,3-0,4% PKB.**

Znaczenie kanału handlowego słabło w ostatnich latach. W 2020 r. Rosja była piątym największym partnerem Unii Europejskiej, odpowiadając za około 4,8% handlu zagranicznego dobrami. Cała wymiana handlowa osiągnęła 174,3 mld EUR, po stronie importu w przeszło 70% są to gaz i ropa (Rosja odpowiada za 26% importu produktu przetwórstwa ropy i 40% importu gazu ziemnego), poza tym głównie żywność i inne surowce (4,5%), środki chemiczne (4,3%), ruda żelaza i stali (4,1%). **Całkowity import dóbr z Rosji był w 2020 r. około dwukrotnie niższy niż w latach 2012-13, poprzedzających poprzedni konflikt na Ukrainie.** Na liście polskich partnerów handlowych Rosja zajmowała pod względem eksportu w 2020 r. siódme miejsce (wartość około 7,61 mld USD), odpowiadając za około 3% eksportu. Rosja i Ukraina odpowiadają łącznie za około 5% eksportu oraz za 5,5% importu – w szczytowym roku 2012 było to odpowiednio 8% oraz 15%. **W teorii powinno to sugerować, że konflikt w podobnej skali jak poprzedni będzie miał mniejszy wpływ na polską gospodarkę.**

Udział Rosji i Ukrainy w polskim eksporcie (2010-2020)



Udział Rosji i Ukrainy w polskim imporcie (2010-2020)



Źródło: PKO Bank Polski, 11.02.2022 r.

Różnice

Zasadniczą różnicą pomiędzy sytuacją obecną a rokiem 2014 jest to, że skala ówczesnych sankcji UE i USA wobec Rosji była niewielka lub marginalna. Nakładano je personalne na pojedynczych polityków, zakazano transakcji dolarowych z Bankiem Rossiya, dopiero w lipcu objęto nimi także m.in. Bank Moskwy, Gazprombank, VTB czy Rosneft, zakazano transakcji o zapadalności powyżej 90 dni ze Sberbankiem. Również działania odwetowe ze strony Rosji pozostawały ograniczone. Obecnie rozważane sankcje miałyby niemal całkowicie odciąć rosyjskim bankom dostęp do kapitału zagranicznego, zamrażać ich aktywa, na starcie miałyby objąć Sberbank i VTB oraz podmioty wykorzystywane do obchodzenia poprzednich. **Na całkowite odcięcie Rosji od systemu SWIFT nie ma na razie jednomyślnej zgody, ale jest to opcja „nuklearna", możliwa do wykorzystania w przypadku inwazji lądowej. Pod presją Unii i USA Niemcy zablokowałyby, być może bezterminowo, uruchomienie Nord Stream 2.**

W założeniach Unii sankcje zostałyby nałożone na większość handlu poza sektorami krytycznymi z perspektywy unijnego importu, czyli surowcami energetycznymi, metalami oraz chemią. **Jest więcej niż prawdopodobne, że w przypadku, gdyby do nich doszło, Rosja blokowałaby eksport co najmniej części tych towarów w ramach działań odwetowych i to jest najprawdopodobniej najpoważniejsze ryzyko z perspektywy Polski.**

JP Morgan ostrzega, że spadek rosyjskiego eksportu ropy o połowę mógłby obecnie doprowadzić ceny do 150 $/b (powyżej historycznych rekordów), co miałoby odjąć 0,9 proc. z globalnego wzrostu gospodarczego w tym roku. Wartość ta wydaje się alarmistyczna, natomiast na pewno nie można wykluczyć tymczasowego wzrostu cen surowca do 100-120 $/b, co również miałoby istotny wpływ na wzrost, a także silny efekt inflacyjny, dodając w Polsce przejściowo do CPI 1-2pp. Dodatkowe negatywne efekty związane byłyby z prawdopodobnym dalszym ograniczeniem dostaw gazu, uderzającym w Polskę silniej niż w większość państw europejskich.

Podsumowanie

Poniedziałkowe zachowanie rynków sugeruje, że po chwili uspokojenia podczas sesji azjatyckiej znowu rozpoczyna się panika. **Naszym scenariuszem bazowym pozostaje jednak deeskalacja konfliktu na Ukrainie, spodziewamy się zanegowania jego efektu z końcówki tygodnia w ciągu kilku najbliższych sesji** (terminem rzekomej inwazji miała być środa, zapewne od czwartku można doczekać się poprawy sentymentu, jeżeli do niej nie dojdzie). Jeżeli ktoś jednak zakłada rozpoczęcie konfliktu, warto rozważyć:

- **znaczącą lub całkowitą redukcję zaangażowania w akcje rosyjskie oraz polskie.** W okresie od lutego do marca 2014 r. fundusze akcji polskich były jednymi z najsłabszych poza produktami opartymi o Rosję, a rozwiązania typu short (zarabiające na spadku WIG20) najlepszą możliwą inwestycją;
- **zakup produktów opartych o złoto.** Pomimo bardzo dyskusyjnej ostatnio zależności między cenami złota a inflacją na świecie, kruszec cały czas zachowuje się w sposób oczekiwany w okresie wzrostu napięć geopolitycznych. Jego wzrosty w piątek sugerują, że podobnie będzie także tym razem;
- **zakup amerykańskich obligacji skarbowych.** Tradycyjna w okresach napięć geopolitycznych ucieczka do bezpieczeństwa sprzyja im notowaniom, uważamy dodatkowo, że ubiegłotygodniowa panika wokół potencjalnej ilości podwyżek Fed (obecnie wycenianych jest siedem do końca roku) sama w sobie stanowi świetną okazję do kupna;
- **zakup produktów opartych o surowce.** Ropa i produkty jej przetwórstwa oraz gaz ziemny nie są jedynymi surowcami, które zaczęłyby drożeć w przypadku konfliktu. Może to dotyczyć chociażby cen pszenicy i kukurydzy, czy szerzej zbóż – czterech znaczących eksporterów (Ukraina, Rosja, Kazachstan, Rumunia) eksportuje je z portów na Morzu Czarnym.

Zaznaczamy, że w takich okolicznościach niezwykle ważne jest rozróżnienie między cenami surowców a notowaniami spółek wydobywczych, w szczególności europejskich. Brytyjskie BP jest właścicielem 19,75% akcji Rosneftu, Shell posiada 27,5% udziałów w Sachalinie 2 i szereg wspólnych przedsięwzięć z Gazpromem, ekspozycję w Rosji ma także rosyjski Equinor. **Inwestycje w sektorze ropy i gazu powinny być tym samym ograniczane raczej do spółek amerykańskich.**

Uważamy także, że niezależnie od potencjalnego szoku inflacyjnego wywołanego konfliktem, jego ewentualny wpływ na rentowności polskich obligacji powinien być ograniczony i krótkotrwały, nie powodując znacznej zmiany oczekiwań co do perspektyw polityki pieniężnej – wzrost inflacji nastąpiłby w komponentach niemonetarnych i byłby przejściowy, a spadek tempa wzrostu PKB powinien stanowić argument przeciwko silniejszemu zacieśnieniu monetarnemu.

Konflikt na Ukrainie nie stanowi argumentu za sprzedażą akcji amerykańskich. W 2014 r. były one jedną z najlepiej zachowujących się klas aktywów, spodziewamy się, że także obecnie atak Rosji powstrzymałby widoczną od początku rotację amerykańskiego kapitału na rynki zagraniczne, w szczególności do Europy, a wpływ w średnim terminie byłby wręcz pozytywny, nawet gdyby miały powtórzyć się pojedyncze spadkowe sesje.

Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („**DI Xelion**"). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony www.xelion.pl oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.