Xelion
DOM INWESTYCYJNY

Raport Specjalny

Wojna na Ukrainie i jej wpływ na rynek finansowy.

25 lutego 2022 r.

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

Półtora tygodnia temu, 14.02.2022 r., w obliczu rosnącego ryzyka rosyjskiego ataku na Ukrainę, opublikowaliśmy Raport Specjalny, w którym staraliśmy się odpowiedzieć na pytanie, w jaki sposób należy przygotować portfel inwestycyjny na ewentualną eskalację konfliktu, bazując na doświadczeniach z 2014 r. i aneksji Krymu. **Jednocześnie jednak wierzyliśmy wówczas, że nie dojdzie do inwazji, a lądowe działania militarne ograniczą się do terenów utworzonych wówczas separatystycznych republik, których niepodległość Rosja ogłosiła na początku tygodnia. Rozpoczęta w czwartek rano agresja Rosji na tereny Ukrainy niweczy te nadzieje i sprawia, że obecnie należy mówić o najpoważniejszym konflikcie w Europie od czasu rozpadu Jugosławii i wojny na Bałkanach**. Dzisiejszy materiał jest próbą podsumowania wpływu wydarzeń, które miały miejsce w ciągu pierwszych 24 godzin wojny na rynki kapitałowe. Choć wszystkie postawione poprzednio tezy inwestycyjne (załamanie na rosyjskiej i polskiej giełdzie, wzrost cen złota, wzrost cen surowców i amerykańskich obligacji skarbowych, ucieczka kapitału na rynku akcji do USA) znalazły potwierdzenie w ciągu pierwszej doby od ataku wojsk rosyjskich, drastyczna zmiana sytuacji geopolitycznej względem zakładanego wówczas scenariusza bazowego wymaga aktualizacji i bardziej szczegółowego przyjrzenia się potencjalnym dalszym konsekwencjom konfliktu dla rynków finansowych. **W tym punkcie zaznaczamy, że wydarzenia ostatniego tygodnia udowodniły, że rachunek ekonomiczny ma dla Władimira Putina ograniczone znaczenie na tle jego celów politycznych i prognozy, które stawiamy obarczone są skrajnie asymetrycznymi, negatywnymi ryzykami.**

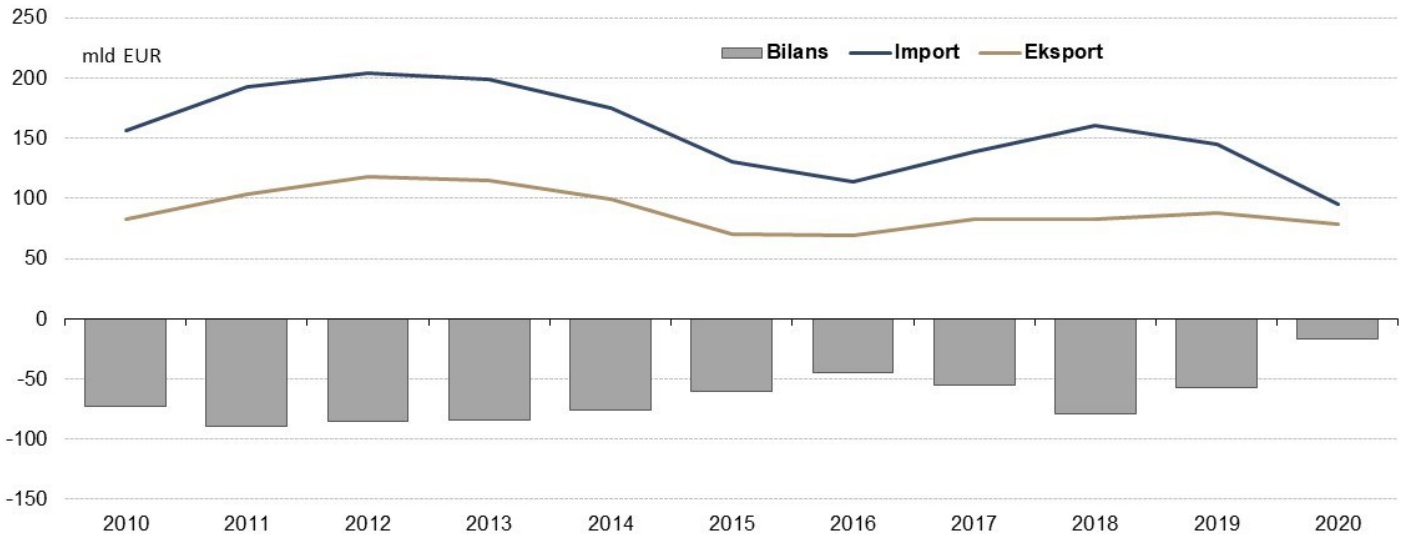
Sankcje

Pierwsza runda sankcji wdrożonych przez Europę i USA w środę miałaby marginalny wpływ na rosyjską gospodarkę, której uzależnienie od handlu z Unią Europejską, USA i Wielką Brytanią systematycznie malało w ostatnich latach. Traktujemy ją jako sygnał, że przede wszystkim w ramach UE nie ma aktualnie zgody na podjęcie działań, w wyniku których państwa europejskie poniosłyby poważny koszt ekonomiczny. Po wdrożeniu dodatkowych działań w czwartek rano lista sankcji wygląda następująco:

- **Wielka Brytania** zamroziła aktywa ośmiu osób związanych z reżimem, objęła sankcjami 11 przedsiębiorstw, w tym 6 banków, producentów samolotów, rakiet i statków, zakazała lotów Aeroflotu na swój teren, zawiesiła wszystkie licencje eksportowe na towary, które mogą zostać wykorzystane do celów militarnych. W przyszłym tygodniu wszystkie rosyjskie przedsiębiorstwa zostaną objęte pełnym zakazem pozyskiwania finansowania i procesowania transakcji na terenie kraju.
- **USA** efektywnie wykluczyły Sberbank, VTB, 3 inne banki oraz 90 powiązanych z nimi instytucji z procesowania transakcji dolarowych, zakazały emisji akcji i obligacji w USA rosyjskim przedsiębiorstwom, nakładają sankcje na kolejne osoby powiązane z rosyjskim reżimem.
- **UE** nałożyła sankcje na banki, które według Ursuli van der Leyen odpowiadają za 70% aktywów sektora, Internet Research Agency oraz 23 osoby powiązane z reżimem.

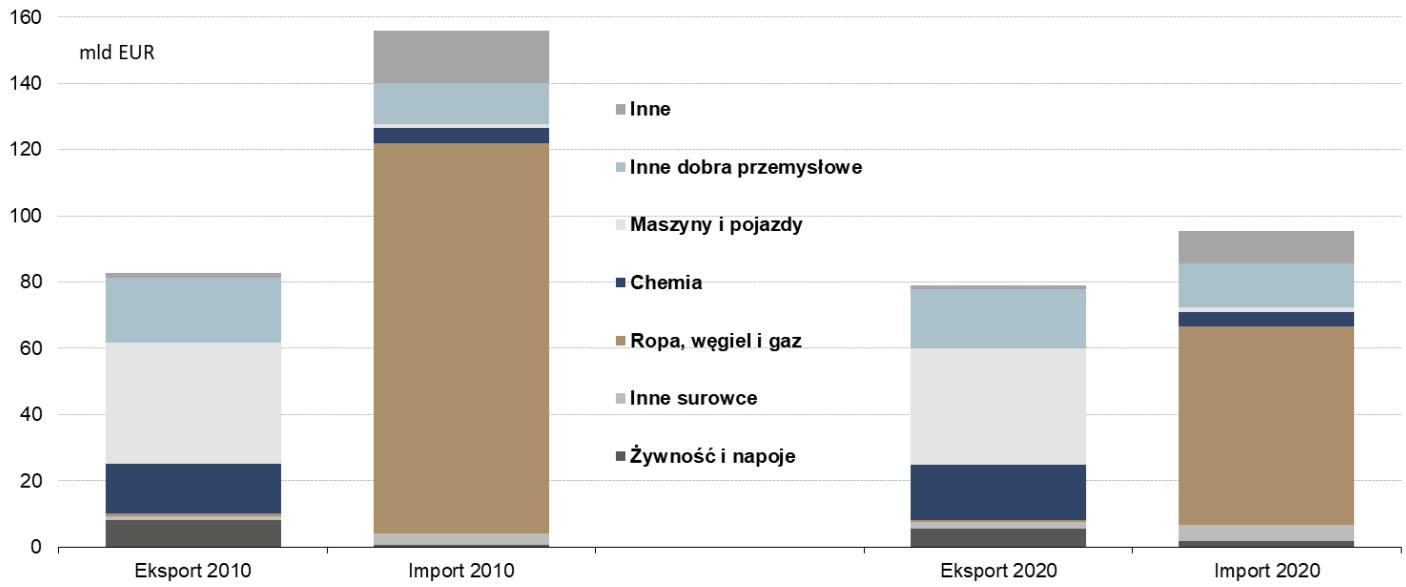
UE, USA i Wielka Brytania pracują też nad wspólnym zakazem eksportu komponentów używanych w branżach wysokich technologii, lotnictwa oraz wydobycia ropy i gazu. Po stronie unijnej wciąż brakuje m.in. odcięcia rosyjskiego sektora finansowego od operacji międzybankowych w euro. Rosja natomiast nie tylko nie zmniejszyła, ale wręcz zwiększyła wczorajsze dostawy gazu o 38%, hamując spekulacyjny wzrost cen na europejskich rynkach. **Jest to działanie ewidentnie obliczone na uniemożliwienie uzyskania zgody politycznej na najpoważniejszą możliwą sankcję, czyli wykluczenie Rosji z systemu SWIFT, którego negatywną stroną byłoby uniemożliwienie zakupu surowców energetycznych od rosyjskich przedsiębiorstw**. Nawet uwzględniając ostrzejsze niż w 2014 r. działania ze strony amerykańskiej, podjęte i ogłoszone dotychczas sankcje nie wydają się wystarczające, by spowodować recesję w rosyjskiej gospodarce, która dodatkowo będzie korzystała z niezwykle wysokich obecnie cen ropy, gazu i węgla.

Wymiana handlowa między Unią Europejską a Rosją



Źródło: Eurostat, 25.02.2022 r.

Unijny eksport i import z Rosji według grup produktów

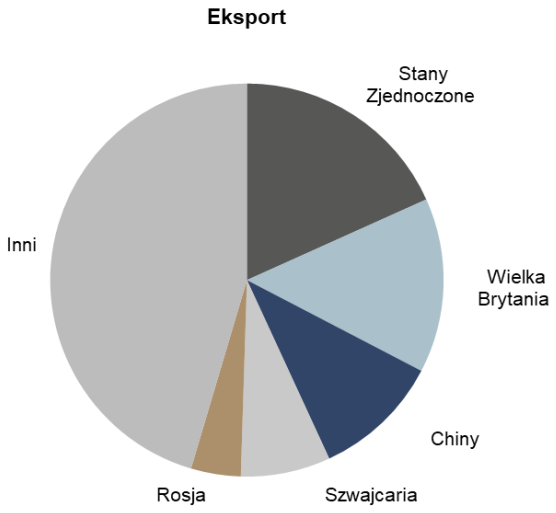


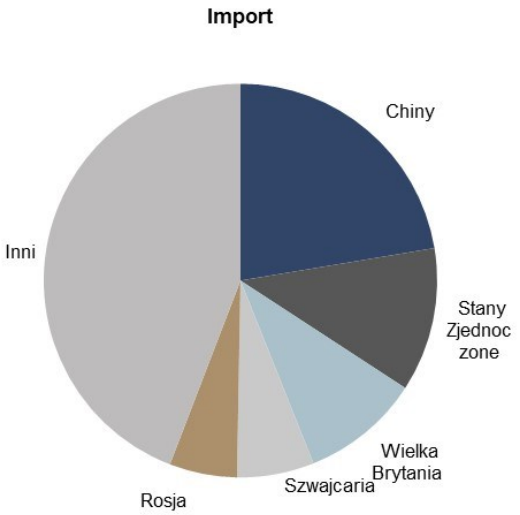
Źródło: Eurostat, 25.02.2022 r.

Zależności ekonomiczne

Tak jak pisaliśmy w poprzednim raporcie, zależności ekonomiczne między Unią Europejską a Rosją poważnie zmalały w ciągu ostatniej dekady (znajdą tam Państwo dane dla Polski i bardziej szczegółowe rozbicie ekspozycji na kraje). Import dóbr i towarów z Rosji spadł w latach 2010-2020 ze 156 mld EUR do niecałych 100 mld EUR. W 2020 r. Rosja odpowiadała za zaledwie 4,1% unijnego eksportu oraz 5,1% importu. Nawet gdy doliczy się do tego bardzo niewielkie wielkości handlu z Ukrainą i Białorusią, wpływ wojny na gospodarkę UE powinien być bardzo ograniczony, a jego podstawowym kanałem transmisji pozostają surowce, w szczególności energetyczne, ale także zboża. **Łączny udział Rosji i Ukrainy w światowym eksporcie pszenicy wynosi 29% i znacząco wzrósł od 2013 r., gdy sięgał 17%**. Za bardzo istotny dla europejskich rynków finansowych uważamy także fakt, że po aneksji Krymu europejskie banki (poza włoskimi i austriackimi) zaczęły bardzo istotnie ograniczać finansowanie rosyjskich przedsiębiorstw i ekspozycję na tamtejszy rynek, to samo robiły zresztą instytucje amerykańskie i japońskie. W przypadku najważniejszych obecnie (z perspektywy udziału w europejskich indeksach) banków francuskich, spadło ono z 59 mld USD do 25 mld USD. Po nałożeniu na to wzrostu całego sektora i jego znacznie lepszej sytuacji niż po globalnym kryzysie finansowym, spodziewamy się pozytywnego wyniku prowadzonych przez EBC *stress testów* i wyraźnego odbicia sektora po ostatnich spadkach, będącego w naszej opinii swego rodzaju kalką ich zachowania 8 lat temu przy zupełnie innych realiach gospodarczych. **Nie oznacza to bynajmniej, że wykluczamy kilkumiesięczną słabość akcji europejskich na tle amerykańskich, spodziewamy się, że może mieć ona jednak nieco inną strukturę sektorową, a jej głównym powodem będą obawy o dalsze agresywne działania Rosji.**

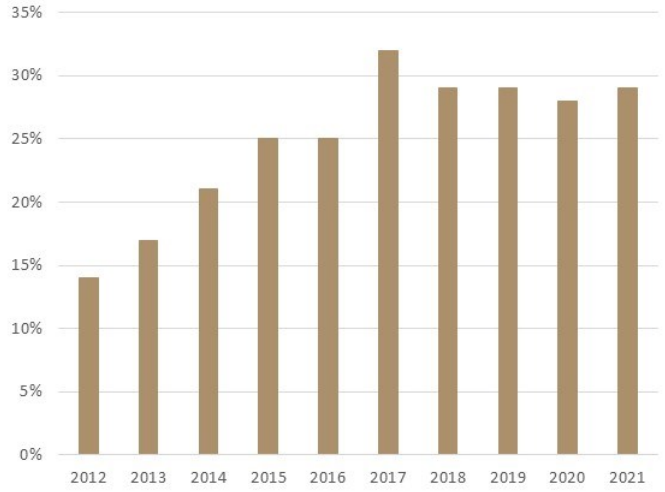
Partnerzy handlowi Unii Europejskiej w 2020 r.



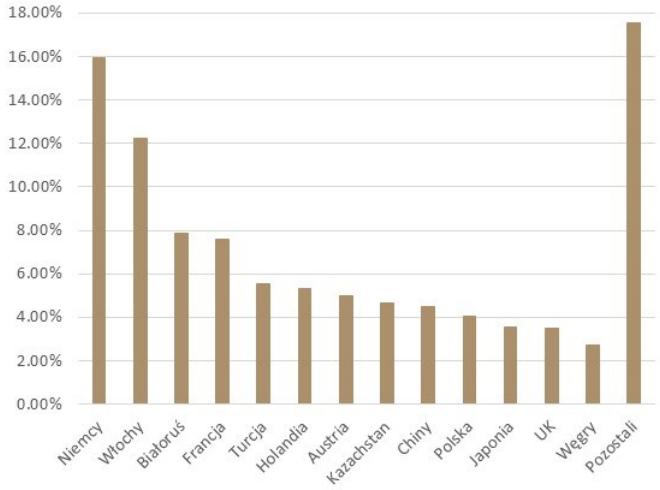


Źródło: Eurostat, 25.02.2022 r.

Udział Rosji i Ukrainy w światowym eksporcie pszenicy



Najwięksi odbiorcy rosyjskiego gazu (2020 r.)

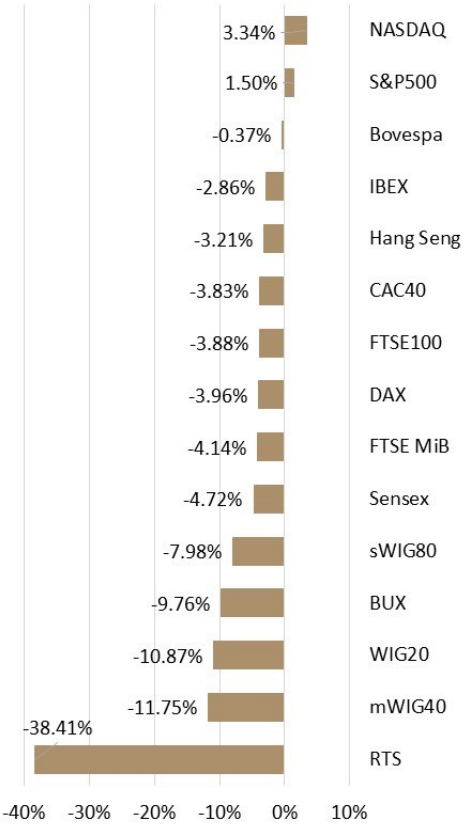


Źródło: CRM Agricommodities, US EIA, 24.02.2022 r.

Prognozy rynkowe

Po kilkugodzinnej panice na rynkach finansowych w dniu 24.02. sesja amerykańska, w szczególności jej część po wystąpieniu Joe Bidena, przyniosła olbrzymią poprawę nastrojów, kończąc się wzrostami amerykańskich indeksów i silnymi spadkami cen ropy i złota względem wyznaczonych w ciągu dnia szczytów. Uważamy, że nawet gdyby sesja 25.02. zakończyła się silnymi wzrostami na europejskim i polskim rynku akcji, wojna na Ukrainie przyniesie silne, trwające tygodniami lub miesiącami pogorszenie sentymentu. Aktualna wiedza o dalszym przebiegu konfliktu jest niezwykle ograniczona. Bardzo trudno jest w szczególności określić, w jakim sugerowany przez Moskwę obraz klęski wojsk ukraińskich, możliwości błyskawicznego zajęcia Kijowa i ewentualnego ustanowienia marionetkowego, prorosyjskiego rządu na Ukrainie jest stanem faktycznym, a w jakim elementem rosyjskiej propagandy. Brakuje informacji na temat liczby ofiar wczorajszego ataku, skali starć pomiędzy oddziałami ukraińskimi i rosyjskimi, a co najważniejsze możliwości oceny, jak długo te pierwsze będą prowadziły walkę. Doświadczenia konfliktów zbrojnych z ostatnich 20 lat sugerują, że długotrwała wroga okupacja jakiegokolwiek kraju jest w obecnych realiach niezwykle trudna i kosztowna. Zakładamy, że nie mamy do czynienia z konfliktem błyskawicznym, a napływające w ciągu najbliższych dni i tygodni informacje mogą burzyć obecną narrację Moskwy.

Główne indeksy 24.02.2022 r.



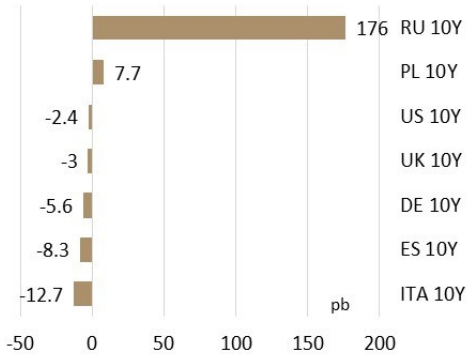
Akcje

Zachowanie głównych indeksów w ciągu pierwszych 24 godzin konfliktu powinno być naszym zdaniem traktowane jako symptomatyczne. Chociaż piątkowa sesja może przynieść gwałtowne odbicie, ranking potencjalnych stóp zwrotu w ciągu najbliższych 2-4 tygodni może mieć wiele wspólnego z tym, który widzimy po lewej stronie. Spodziewamy się efektywnego odcięcia giełdy rosyjskiej od kapitału zagranicznego i chociaż już na początku miesiąca lokalne spółki wycenione były niezwykle atrakcyjnie, po silnym krótkoterminowym odbiciu będą one ponosiły naszym zdaniem długofalowe koszty polityki rosyjskich władz. **Gorzej od globalnego rynku akcji zachowywać się będzie prawdopodobnie polska giełda**. W obecnej sytuacji musimy niestety przyjąć średnioterminowe negatywne nastawienie w szczególności do małych spółek, z których część posiada ekspozycję na rynki wschodnie. GPW poniżej mWIG40 staje się rynkiem mało płynnym, co jest głównym powodem, dla którego sWIG80 zachowywał się wczoraj lepiej od mWIG40 i WIG20. W szczególności ten drugi powinien naszym zdaniem najszybciej wyznaczyć dno i rozpocząć ruch w górę, co ma związek także z sezonem wynikowym za 4Q2021 i oczekiwaniami na ten kwartał - dynamiki zysków dużych spółek powinny być wyższe, w mniejszym stopniu są one podatne także na presję kosztową.

Oczekujemy, że akcje amerykańskie będą w ciągu najbliższych miesięcy zachowywały się lepiej niż europejskie. Ekspozycja flagowych spółek NASDAQ i S&P500 na rynek rosyjski i ukraiński jest marginalna, w przypadku szerokiego indeksu istnieje zaledwie jedno, które czerpie z nich powyżej 5% przychodów (Philip Morris). Spodziewamy się także, że tak jak pokazała wczorajsza sesja, obawy o szoki podażowe na rynku surowców i pogorszenie perspektyw realnej gospodarki będzie sprzyjało spółkom technologicznym. **W Europie najsilniejszy może okazać się rynek brytyjski**, na którym wprawdzie notowane są przedsiębiorstwa o silnej ekspozycji na Wschód, ale głównie w segmentach, gdzie efekt ten będzie równoważony przez silne zachowanie surowców (sektor ropy i gazu).

Reakcja Chin na rosyjską agresję, a raczej jej brak, stanie się w naszej opinii źródłem narastających napięć między Pekinem a Europą i USA, mogąc mieć negatywny wpływ na ten atrakcyjny poza tym naszym zdaniem rynek. Spośród rynków wschodzących silna powinna pozostać Ameryka Łacińska, a jeżeli jest jeden indeks, którego wczorajsze zachowanie nie powinno być symptomem dłuższych problemów, są to Indie.

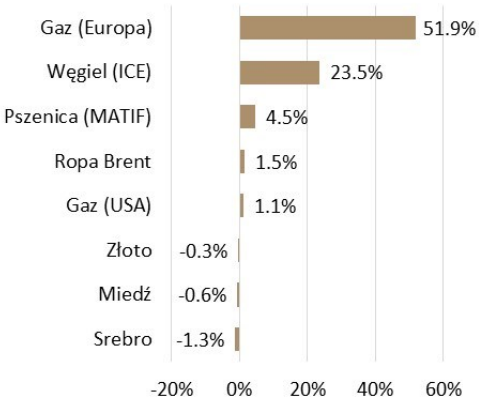
Zmiana rentowności 24.02.2022 r.



Obligacje

Atak na Ukrainę spowodował w większości Europy i w USA wzrost popytu na dług skarbowy oraz spadki rentowności, które notabene nie ominęły nawet rynków peryferyjnych strefy euro - drożał np. dług włoski pomimo wysokiego uzależnienia tego kraju od rosyjskiego gazu. W Polsce i krajach Europy Środkowo-Wschodniej rentowności wzrosły, ale nie oczekujemy, aby w średnim terminie ten wpływ był znaczący. Ruch może zostać odwrócony w ciągu kilku sesji, a główny kanał wpływu konfliktu na dług to ewentualny wzrost cen surowców, a co za tym idzie inflacji. Będzie to jednak w porównywalnym stopniu dotyczyło reszty Europy, tym bardziej, że w Polsce cykl jest zaawansowany, a wojna niesie jednak większe od przeciętnej UE ryzyka dla wzrostu gospodarczego. W strefie euro, gdzie wysoki poziom cen wciąż jest przedmiotem dyskusji, kolejny szok inflacyjny może mieć nawet większy wpływ na kształt przyszłej polityki pieniężnej. W kraju mogą rosnąć z kolei nieco silniej spready kredytowe.

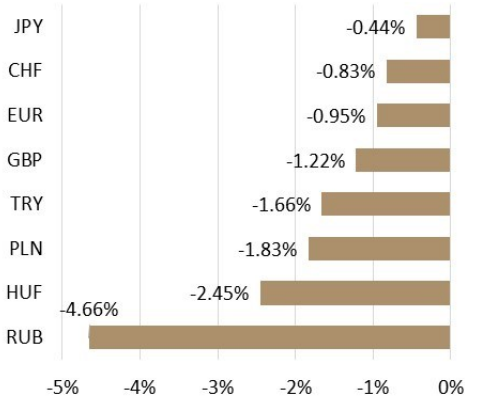
Zmiana cen 24.02.2022 r.



Surowce

Wczorajsze zmiany cen mogą wydawać się nieco mylące, ponieważ notowania ropy, amerykańskiego gazu, złota, miedzi i srebra odzwierciedlają ruch do zakończenia sesji w USA, podczas gdy w trakcie handlu w Europie silnie drożały (złoto nawet o 3,5%, a ropa o 8,7%). Po otwarciu notowań w Azji ich ceny znowu rosną. O ile dalszy ruch ropy w górę musiałby być wywołany zaprzestaniem dostaw na kontynent z Rosji (co na razie nie jest scenariuszem bazowym), **oczekujemy, że wojna na Ukrainie okaże się katalizatorem średnioterminowych wzrostów na rynku kruszców**. Pozytywne zachowanie złota i metali szlachetnych w ciągu ostatnich dwóch tygodni ma szansę przywrócić inwestycyjne zainteresowanie nimi, które niemal całkowicie wygasło w ubiegłym roku. **Sprzyjające powinno być to, że ostatnie dni dobitnie udowadniają, że kryptowaluty nie mogą być zabezpieczeniem przed czymkolwiek, a przy obecnych wycenach są po prostu niezwykle spekulacyjną klasą aktywów, wysoko skorelowaną z zachowaniem akcji**. Wpływ konfliktu na ceny miedzi wydaje nam się neutralny, Rosja w 2020 r. posiadała 5,65% udziału w globalnym eksporcie, ale nie jest on na razie zagrożony sankcjami.

Waluty na tle dolara 24.02.2022 r.



Waluty

Czwartkowy handel przyniósł silne koszykowe umocnienie dolara nawet w przypadku walut uznawanych za tzw. „bezpieczne przystanie". Zakładamy jednak, że w średnim terminie na jenie i franku szwajcarskim może nastąpić odwrócenie tego efektu. **Wojna może jednak powstrzymywać spodziewane przez nas wcześniej wzrosty EURUSD, a tym bardziej spadki USDPLN i EURPLN.** Efekt ten nie powinien się jednak utrzymywać dłużej niż kilka tygodni, o ile nie dojdzie do realizacji bardzo negatywnych scenariuszy. Kontynuacja cyklu podwyżek w Polsce powinna do końca marca stać się czynnikiem, który ponownie będzie oddziaływał na złotego, ciężar awersji do inwestycji w regionie poniosą raczej rynki akcji. Zachowanie rubla będzie być może w jakimś stopniu oddziaływało na waluty innych rynków wschodzących, ale efekt powinien być ograniczony z uwagi na specyfikę obecnej sytuacji oraz to, że będzie ono determinowane głównie interwencjami rosyjskiego banku centralnego.

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.