

KOMENTARZ SPECJALNY

Zespół Inwestycyjny Santander TFI S.A.

23.02.2022 r.



Komentarz specjalny do kryzysu ukraińskiego

Początek roku to okres spadków na rynkach akcji oraz obligacji korporacyjnych. **Jednym z powodów stojących za przeceną aktywów finansowych było rosnące napięcie pomiędzy Rosją a Ukrainą oraz groźba agresji zbrojnej.** Napięta sytuacja pomiędzy wspomnianymi krajami budowała się od wielu miesięcy. Już w listopadzie ub. r. wywiad amerykański alarmował o rosnącym ryzyku inwazji rosyjskiej na Ukrainę. Od tego czasu kraje zachodniej Europy oraz USA podejmowały działania dyplomatyczne oraz przygotowywały pakiet sankcji w razie ataku Rosji na Ukrainę. Wydaje się, że nie bez związku był również kryzys migracyjny na granicy polsko-białoruskiej. On także mógł stanowić pretekst dla Rosji do zwiększenia obecności wojskowej na Białorusi i w pobliżu granicy z Ukrainą oraz eskalacji napięcia w celu realizacji własnych geopolitycznych interesów. Wśród nich jest m.in. niedopuszczenie do tego, aby Ukraina jako w pełni suwerenny kraj znalazła się w strefie wpływów państw Zachodu i np. przystąpiła do NATO. **Zatem już od pewnego czasu aspekt Ukrainy brany jest pod uwagę przez inwestorów podejmujących swoje decyzje, a ostatnie wydarzenia nie powinny już stanowić pełnego zaskoczenia, jak chociażby 8 lat temu.** Jednym z warunków stawianych ostatnio przez Rosję była implementacja przez Ukrainę skutków porozumień mińskich, co de facto prowadziłoby do destabilizacji wewnętrznej tego kraju. W związku z tym, że władze Ukrainy nie wyrażały woli, aby wprowadzać te porozumienia w życie, Rosja 21. lutego zdecydowała się uznać niepodległość samozwańczych „republik”: Donieckiej i Ługańskiej. Ponadto, Rosja zawarła z separatystami umowy o współpracy, na mocy których wprowadziła swoje wojska na ich teren. Warto zaznaczyć, że są to tereny kontrolowane już od 2014 r. przez prorosyjskie siły zatem wspomniany ruch, jak na razie nie stanowi istotnej zmiany sytuacji.

Napięcie wokół Ukrainy jest w 2022 r. oprócz wyzwań inflacyjnych, jednym z dominujących czynników wpływających na rynki finansowe. Ciężko jest natomiast wyznaczyć punkt startowy konfliktu, aby w pełni oszacować jego wpływ, bo jak już wspomnieliśmy eskalacja działań przez Rosję trwa od kilkunastu tygodni i nie tylko to wydarzenie miało w tym czasie wpływ na rynki. **Niemniej jednak od lokalnego, styczniowego, szczytu na polskiej giełdzie akcje do dotka w dniu 22 lutego straciły już blisko 15%** (za część tego spadku „odpowiada” jednak Fed i zapowiedź szybszych podwyżek stóp) a od początku roku ok. 8%.

Od początku roku stopa zwrotu dla indeksu S&P 500 wyniosła (na 22 lutego) -9,5% a dla indeksu STOXX Europe 600 -6,7%. Indeks europejskich wysokodochodowych obligacji korporacyjnych przecenił się w tym czasie o ok. 3,6%. **Dotychczasowa skala przeceny aktywów ryzykownych jest już zatem porównywalna do reakcji rynku na zajęcie przez Rosję Krymu w 2014 r.** W trakcie tamtego, dużo bardziej niespodziewanego wydarzenia na przełomie lutego i marca 2014 r. (również tuż po zakończeniu igrzysk olimpijskich) inwestorzy zareagowali równie gwałtownie, doprowadzając do przeceny akcji. Tamte zdarzenia skończyły się sfingowanym referendum i nielegalną aneksją półwyspu przez Rosję, a następnie okupacją przez prorosyjskich separatystów terenów na wschodzie Ukrainy, która trwa do dzisiaj. **Wówczas od szczytu do lokalnego dotka indeks WIG spadł o ok. 10%** co może być także punktem odniesienia do możliwych tegorocznych spadków. Indeks akcji europejskich STOXX Europe 600 przecenił się wówczas o niespełna 5%, a w przypadku S&P 500 spadki były nieistotne. **Rozwinięte rynki akcji potrzebowały wówczas tylko kilku tygodni, aby w pełni odrobić spadki związane z wydarzeniami na Krymie.** Co ciekawe, w marcu 2014 r. ceny europejskich obligacji korporacyjnych wzrosły.

W portfelach funduszy zarządzanych przez Santander TFI nie znajdują się akcje spółek rosyjskich, a udział notowanych na GPW spółek ukraińskich jest nieistotny w skali całych aktywów funduszy. Nie posiadamy innych spółek z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, które mają dużą ekspozycję na Rosję czy Ukrainę. Ponadto, udział rynków wschodnich w przychodach polskich i europejskich spółek mimo ich bliskości geograficznej jest niewielki. W przypadku tych polskich spółek, które prowadzą biznes na wschodzie, w ostatnich miesiącach ograniczyliśmy ich udziały w funduszach (tu pretekstem były też m.in. wspomniane wcześniejsze działania na polskiej granicy wschodniej). **Istotna część środków zarządzanych przez TFI jest lokowana na amerykańskim rynku akcji, który ma dużo niższą wrażliwość na te wydarzenia.** W ostatnich latach sukcesywnie bowiem ograniczaliśmy naszą

KOMENTARZ SPECJALNY

Zespół Inwestycyjny Santander TFI S.A.

23.02.2022 r.



ekspozycję na firmy z regionu (m.in. łącząc fundusze, czy zmieniając ich politykę inwestycyjną) i tym samym rozwijaliśmy naszą aktywność inwestycyjną w kierunku Europy Zachodniej czy USA.

Wśród emitentów obligacji, w które inwestujemy nie ma żadnych podmiotów z Rosji lub Ukrainy. Przypominamy, że w naszych subfunduszach obligacji korporacyjnych większość inwestycji stanowią instrumenty zagraniczne (w walucie EUR i USD), w szczególności dług korporacyjny wyemitowany na eurorynku i denominowany w EUR. Z tego powodu kluczowe znaczenie dla stóp zwrotu tych subfunduszy ma polityka pieniężna głównych banków centralnych, a nie wydarzenia na wschodzie. **Równocześnie ponad 40% portfela ulokowane jest w polskich obligacjach korporacyjnych i skarbowych.** Są to głównie obligacje o zmiennym oprocentowaniu, więc obecny cykl podwyżek stóp procentowych w Polsce korzystnie wpływa na dochody z odsetek. Oczekujemy, że stopy niewypłacalności pozostaną niskie, a obecne poziomy marż kredytowych dają ograniczone pole do ich dalszego silnego wzrostu. **W związku z ostatnimi wzrostami rentowności obligacji korporacyjnych znacząco poprawiły się perspektywy dla przyszłych stóp zwrotu z tej klasy aktywów.**

Okresy wzrostu awersji do ryzyka podobne do ostatnich wydarzeń na wschodzie Ukrainy sprzyjają globalnym przepływom kapitału na rynki obligacji skarbowych. Zwykle zyskują wtedy obligacje gospodarek rozwiniętych takich jak USA czy Niemcy, uważane za tzw. „bezpieczne przystanie”. Podobne tendencje obserwujemy w ostatnich dniach – rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich w zeszłym tygodniu spadły (co oznacza wzrosty cen obligacji). **Co ciekawe, w równym stopniu zyskiwały także polskie obligacje skarbowe** – mimo tego, że będące efektem eskalacji konfliktu wyższe ceny surowców oraz brak aprecjacji złotego mogą być czynnikami oddziałującymi *ceteris paribus* w kierunku nieco wyższej inflacji.

Zarządzane przez nas portfele funduszy są płynne, nie mamy problemów z realizacją zleceń. Utrzymujemy odpowiednie salda środków pieniężnych i ekwiwalentów, które planujemy wykorzystać m.in. aby zwiększyć zaangażowanie w silnie przecenionych akcjach czy obligacjach korporacyjnych, które wg nas spadły w stopniu nieuzasadnionym a które przy poprawie nastrojów rynkowych mają szanse na mocne odbicie. W przypadku wielu emitentów konflikt pomiędzy Rosją a Ukrainą nie ma i prawdopodobnie nie będzie miał wpływu na ich wyniki finansowe. Spadki kursów akcji często nie mają biznesowego uzasadnienia a wynikają aktualnie z oczekiwania przez inwestorów przejściowo większej premii za ryzyko inwestycji w akcje.

Przed nami prawdopodobnie okres podwyższonej niepewności i wielu często sprzecznych informacji, czego efektem może być w dalszym ciągu wysoka zmienność na rynkach. W związku z tym warto rozważyć możliwe scenariusze wydarzeń, oraz ich ewentualny wpływ na rynki i wyceny aktywów.

W scenariuszu najbardziej prawdopodobnym wpływ obecnego konfliktu na gospodarkę polską a tym bardziej europejską czy światową będzie wg nas mniejszy niż w 2014r. Pomijając długoterminowe, geopolityczne skutki decyzji Putina to aby mogły one mieć istotny wpływ na makroekonomię i rynki finansowe musiałyby się wiązać z odważnymi decyzjami ze strony UE czy USA. Na to jednak, podobnie jak przy pierwszej odstonie konfliktu, obecnie się nie zanoszą. Ogłoszone do tej pory sankcje nie będą miały istotnego wpływu na gospodarkę rosyjską. **Zbyt duże są powiązania gospodarcze państw Zachodu z Rosją aby mogły one sobie pozwolić na drastyczne sankcje, które uderzyłyby przecież także w ich gospodarki** (choćby przez dalszy wzrost cen surowców). Ewentualne dalsze działania podejmowane przez Rosję nie spotkają się zatem prawdopodobnie z ostrą odpowiedzią świata zachodniego. Ponadto Ukraina nie jest członkiem NATO, w związku z czym nie obejmują ją gwarancje bezpieczeństwa ze strony państw członkowskich. O ile taki scenariusz nie jest z pewnością dobrą wiadomością przede wszystkim dla Ukrainy to takie są dzisiaj realia polityczne. **W takim przypadku, należy liczyć się z podwyższoną zmiennością na rynkach, ale wpływ tych wydarzeń na gospodarkę będzie niski. W średnim terminie powinno zatem dojść do odreagowania obecnie obserwowanych spadków na rynkach finansowych, przede wszystkim na akcjach i w mniejszym stopniu także na obligacjach korporacyjnych.** Ten wariant jest też

KOMENTARZ SPECJALNY

Zespół Inwestycyjny Santander TFI S.A.

23.02.2022 r.



umiarkowanie pozytywny dla polskich obligacji skarbowych, gdyż możliwe umocnienie złotego oraz stabilizacja na rynku surowców ułatwi walkę z inflacją.

W scenariuszu negatywnym, skala agresji Rosji wymusi wprowadzenie przez kraje zachodu dotkliwych sankcji gospodarczych, na skutek których oprócz Rosji, ucierpią także jej najwięksi partnerzy handlowi. Rosja nie jest już taką potęgą gospodarczą jak kiedyś, ale wciąż jest ważnym dostawcą surowców energetycznych (ropa i gaz) i metali. Powiązania gospodarcze są najsilniejsze z Europą. Ukraina, z kolei, jest dużym eksporterem produktów rolnych. **Prawdopodobieństwo wystąpienia sytuacji, gdzie kraje Europy odcinają sobie dostawy niezbędnych surowców jest bardzo niskie.** Skutkiem takich decyzji byłyby także dalsze istotne spadki cen aktywów ryzykownych (akcji i obligacji korporacyjnych), szczególnie w Polsce i Europie, a w mniejszym stopniu w USA. Doszłoby także do wzrostu cen surowców, a wśród pożądaných klas aktywów znalazłyby się natomiast obligacje skarbowe, przede wszystkim krajów rozwiniętych. Dalsze zaostrzenie sytuacji może przełożyć się na osłabienie złotego (choćby ze względu na geograficzne sąsiedztwo obszaru konfliktu) co utrudni Narodowemu Bankowi Polskiemu walkę z inflacją. Poza implikacjami inflacyjnymi, dalsza eskalacja konfliktu może odbić się negatywnie na koniunkturze gospodarczej, co akurat może spowodować większą ostrożność NBP w zacieśnianiu polityki pieniężnej. Otworzyłyby to pole do dalszych spadków rentowności obligacji skarbowych a więc wzrostów notowań funduszy inwestujących w te instrumenty.

Czarne scenariusze mówiące o krachu na miarę krachu kryzysu finansowego z 2008 r. czy początku pandemii z 2020 r. są naszym zdaniem bardzo mało prawdopodobne.

Najbardziej pozytywnym scenariuszem (ale też najmniej prawdopodobnym) byłoby zaprzestanie dalszych działań ze strony Rosji oraz dyplomatyczne zakończenie obecnego konfliktu. Czynniki relacji ukraińsko-rosyjskich przestałyby mieć wpływ na rynki finansowe i doszłoby do gwałtownego wzrostu cen aktywów ryzykownych.

Ostatnie wydarzenia powinny wszystkim przypominać jak istotna jest dywersyfikacja inwestycji – geograficzna i według klas aktywów. Daje ona możliwość ochrony wartości portfela przed gwałtownymi zmianami i spadkami cen. Nasze doświadczenie podpowiada także, że w chwilach takich jak dziś pożądanym działaniem jest powstrzymanie się od gwałtownych, podejmowanych pod wpływem emocji decyzji (jak np. uptyśnianie wszystkich aktywów, w tym tych na które konflikt ma niewielki wpływ). Historia pokazuje, że dużo lepszym wyborem w takich chwilach jest wręcz działanie pod prąd.

Materiał jest prezentowany w celach marketingowych, nie stanowi umowy ani nie jest dokumentem informacyjnym wymaganym na mocy przepisów prawa. Materiał nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych. Bieżący skład portfeli funduszy Santander publikowany jest co miesiąc na stronie Santander.pl/TFI.

Wartość aktywów netto niektórych subfunduszy funduszy Santander cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego. Niektóre subfundusze mogą inwestować więcej, niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa lub NBP.

Korzyściom wynikającym z inwestowania w jednostki uczestnictwa towarzyszą również ryzyka. Opis czynników ryzyka, dane finansowe oraz informacje na temat opłat znajdują się w prospektach informacyjnych, kluczowych informacjach dla inwestorów oraz tabelach opłat dostępnych w języku polskim na Santander.pl/TFI/dokumenty i u dystrybutorów funduszy Santander. Streszczenie praw inwestorów znajduje się w prospekcie informacyjnym (Rozdział III, pkt 4).

Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego, a przyszłe wyniki podlegają opodatkowaniu, które zależy od sytuacji osobistej każdego inwestora i które może ulec zmianie w przyszłości. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej uczestnik powinien wziąć pod uwagę

KOMENTARZ SPECJALNY

Zespół Inwestycyjny Santander TFI S.A.

23.02.2022 r.



opłaty związane z subfunduszem oraz uwzględnić ewentualne opodatkowanie zysku. Uczestnik musi liczyć się z możliwością straty przynajmniej części wpłaconych środków. Inwestując w fundusze inwestycyjne uczestnik nabywa jednostki uczestnictwa tych funduszy, a nie aktywa bazowe będące przedmiotem inwestycji samego funduszu.

Niniejszy dokument nie może być kopiowany, cytowany lub rozpowszechniany w jakikolwiek sposób bez uprzedniego pisemnego zezwolenia Santander TFI S.A. Informacje zawarte w dokumencie są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności. Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji niniejszego dokumentu.

2022 © Santander Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna. Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa Santander i logo „płomień” są zarejestrowanymi znakami towarowymi.