



## E PUTIN INVADE L'UCRAINA... IN VIAGGIO VERSO IL MONDO DI DOMANI?

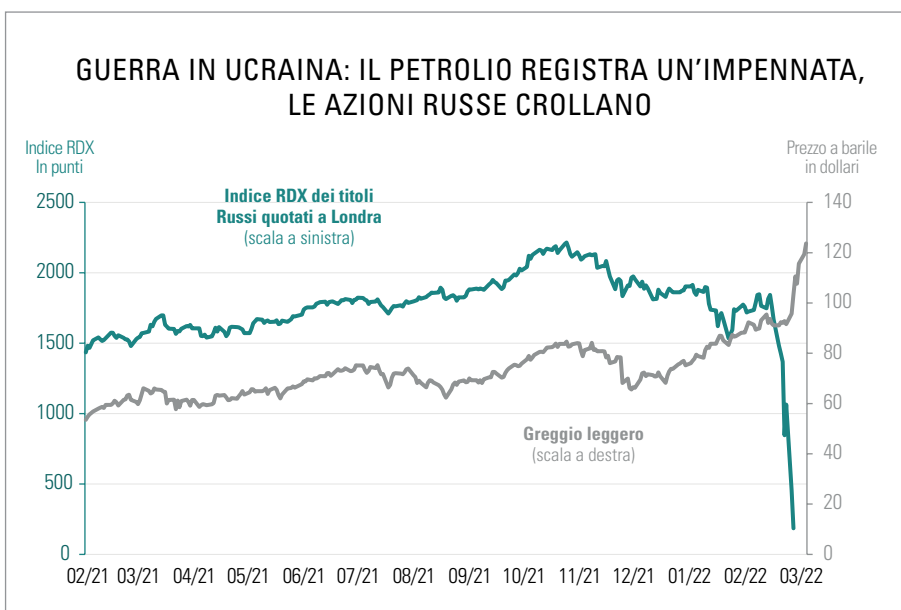
**Di Frédéric Leroux**

Membro del Comitato  
di Investimento strategico

Questo grave evento, dalle implicazioni innanzitutto umanitarie e successivamente economiche, ha colto di sorpresa la stragrande maggioranza degli osservatori occidentali e le società di gestione come la nostra.

L'invasione ha avuto luogo quando i nostri Fondi obbligazionari risultavano complessivamente investiti nel debito russo in percentuale ridotta ma d'impatto; ridotta considerati i fondamentali positivi del debito della Russia prima del suo ingresso in questa guerra inaspettata, e d'impatto a causa degli effetti delle sanzioni varate dall'Occidente contro la Russia. Le valutazioni di alcuni nostri Fondi ne hanno risentito.

I titoli di debito russo, pubblici o privati, hanno infatti perso quasi immediatamente tra il 60% e l'80% del loro valore. Contemporaneamente, i titoli azionari russi quotati in Gran Bretagna, il più delle volte istituti di credito o produttori petroliferi o di altre materie prime industriali, hanno perso dal 92% al 99% del loro valore tra il 16 febbraio e il 1° marzo, il giorno prima della sospensione delle quotazioni. Allo stesso tempo, in Europa i prezzi del gas sono temporaneamente au-



Fonte: Bloomberg

mentati di due volte e mezzo, mentre le quotazioni del petrolio sono cresciute del 55%.

Perché una correzione così significativa e immediata? È possibile motivarla soltanto tenendo conto di due aspetti distinti.

Il primo è ovviamente quello delle sanzioni imposte dal mondo occidentale, che un ministro francese in un grande impeto di incoscienza ha definito di « guerra totale

economica e finanziaria contro la Russia » di cui « provocheremo il crollo ». Le sanzioni più penalizzanti fino ad oggi sono l'esclusione di determinate banche dal sistema di pagamenti internazionali SWIFT, che vieta alle società escluse di ricevere i pagamenti a fronte delle loro operazioni di vendita; il congelamento degli asset della Banca Centrale russa depositati all'estero, che impedisce soprattutto di sostenere il rublo ma anche di rimborsare le obbligazioni russe in valuta

estera; l'embargo sulle vendite da parte dei paesi occidentali di beni e servizi tecnologici che garantiscono il rapido blocco di molti settori di attività; il congelamento dei beni all'estero dei principali dirigenti e oligarchi russi che potrebbe indebolirne il sostegno a Vladimir Putin; l'embargo sugli acquisti di petrolio e di gas russi da parte di Americani e Britannici.

In risposta, i Russi hanno adottato misure di ritorsione quali il divieto per le società nazionali di rimborsare i loro prestiti in valuta estera, o il divieto di esportazione di determinate materie prime, che contribuiscono potenzialmente a nuove interruzioni nelle catene di produzione globali. Le sanzioni, economicamente molto pesanti, rischiano di paralizzare rapidamente l'economia russa, ma le conseguenti misure di ritorsione penalizzeranno anche tutti gli altri paesi a livello globale, accelerando le tendenze registrate prima del conflitto: inflazione e rallentamento economico.

Il secondo aspetto legato a questa brusca correzione del prezzo degli asset russi e dei combustibili fossili è quello dell'impegno della finanza globale a sostenere aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG) volti a favorire il finanziamento dello sviluppo sostenibile. Nel contesto dell'invasione russa, una società di gestione, impegnata in un tale approccio nei confronti dei propri clienti, dei consulenti finanziari e dei selezionatori di fondi, non può continuare a investire in Russia come se niente fosse. Pertanto la reazione più logica e legittima per investitori come la nostra società è stata quella di astenersi dall'acquistare titoli russi fino a nuovo avviso. Questa decisione, condivisa da moltissime società di gestione

patrimoniale, ha contribuito a intensificare il deprezzamento dei titoli russi, ben oltre il valore riconducibile alle sole sanzioni economiche.

### **Un costo economico molto pesante**

Il rispetto degli impegni presi in materia ESG, che spinge al rialzo i prezzi dell'energia accelerando il ritmo della transizione energetica, in combinazione con sanzioni, misure di ritorsione e decisioni di alcune principali aziende occidentali di cessare le proprie attività in Russia, crea una situazione economica estrema. Quest'ultima avrà forse il vantaggio di condurre più rapidamente del previsto verso una soluzione negoziata della fine del conflitto, poiché gli effetti di questa situazione possono già essere percepiti come potenzialmente devastanti per l'economia globale nel suo complesso.

“  
*In tal senso, il conflitto russo-ucraino potrebbe dando inizio a un nuovo ordine economico*

”

La risposta politica all'invasione russa, accolta favorevolmente dall'opinione pubblica, sommata alle misure adottate da investitori e aziende occidentali ha un costo economico molto pesante. Tuttavia, queste decisioni dimostrano i nuovi obiettivi della società: il desiderio di un'economia più "morale", che metta in secondo piano l'esigenza di un'immediata efficienza economica che ha governato le nostre scelte economiche negli ultimi decenni.

La conferma di queste nuove aspirazioni potrebbe contribuire a radicare l'inflazione in modo duraturo nella nostra vita quotidiana, indipendentemente dalle attuali tensioni strettamente legate alla guerra in Ucraina. Le grandi decisioni politiche, che apparentemente devono accompagnare il tragico evento che ci sta traumatizzando tutti, rafforzano

anch'esse il consolidamento delle tendenze inflazionistiche, moltiplicandone le fonti. Accelerazione della transizione energetica, aumento dei budget per gli armamenti, ridefinizione delle rotte di approvvigionamento energetico, delocalizzazioni degli impianti produttivi, rappresentano tutte, infatti, decisioni che alimenteranno l'inflazione per anni, prima di generare qualunque tipo di efficienza economica.

In tal senso, il conflitto russo-ucraino potrebbe decretare la fine delle dinamiche disinflazionistiche degli ultimi quarant'anni, basate su una forte integrazione economica globale e fattori demografici virtuosi, dando inizio a un nuovo ordine economico. Si tratterebbe di un nuovo ordine economico caratterizzato da un certo ripiegamento su di sé a livello economico, una "de-integrazione" volta a favorire l'indipendenza industriale ed energetica, di cui la pandemia e le tensioni geopolitiche attuali hanno messo nettamente in luce l'esigenza. Questa inversione di tendenza del ciclo lungo, dalla disinflazione all'aumento dell'inflazione, farebbe ritornare in auge, dopo un lungo periodo di oblio, i settori dell'economia tradizionale, a condizione che le numerose restrizioni al loro reinsediamento vengano riesaminate in modo razionale. I progressi tecnologici in atto dovrebbero agevolare questo ritorno parziale al mondo precedente, promettendo di conferirgli nel tempo un'efficienza straordinaria. È forse questo il "mondo di domani"?

Redatto  
il 14/03/2022

# Strategia di investimento

**Il mese di febbraio è stato contrassegnato dall'aumento della volatilità sui mercati finanziari. Nel momento dell'invasione russa dell'Ucraina, i mercati erano già indeboliti dalle prospettive di inasprimento monetario annunciato dalle principali Banche Centrali occidentali. Il nuovo contesto rafforza le tendenze che avevamo identificato prima dell'invasione russa: resilienza dell'inflazione e rallentamento economico, in vista dei quali avevamo ampiamente avviato la trasformazione dei nostri portafogli. Sebbene gli asset russi finora abbiano subito le correzioni più significative, è ormai plausibile aspettarsi un effetto domino generalizzato sulle altre asset class, soprattutto poiché ad oggi il rischio di recessione non può più essere ignorato.**

Sebbene le nostre strategie di copertura stiano continuando a sostenere in modo particolare la performance dei nostri Fondi misti in un contesto di turbolenze sui mercati, l'esposizione al debito sovrano e al credito della Russia all'interno di Carmignac Patrimoine, benché limitata a meno del 5%, ci ha penalizzati. Avevamo aperto queste posizioni quasi due anni fa, in un'ottica di lungo periodo in base a considerazioni finanziarie ed extra finanziarie, come siamo soliti fare in tutte le circostanze. Il conflitto ha colto di sorpresa la comunità internazionale e gli investitori. In questo contesto, la dislocazione del mercato russo non ha consentito di liquidare totalmente i nostri investimenti, a condizioni tali da garantire l'interesse dei nostri clienti. Abbiamo continuato a ridurre i rischi nei portafogli durante il mese di febbraio, in particolare contestualmente all'aumento delle tensioni geopolitiche.



**AZIONI:** Sul fronte azionario abbiamo continuato a riequilibrare il portafoglio di Carmignac Patrimoine privilegiando titoli più difensivi e resilienti in periodi di rallentamento economico, in particolare all'interno del settore sanitario.

Manteniamo, tuttavia, l'esposizione ai titoli ciclici attraverso investimenti, di-

retti o tramite posizioni su indici, nelle società del settore energetico. La nostra esposizione è suddivisa tra società tradizionali del settore energetico, la cui performance è correlata all'aumento dei prezzi del petrolio e del gas, e le aziende di energie rinnovabili, che beneficiano di un rinnovato interesse, dato che l'Occidente nel suo complesso sta cercando di ridurre la propria esposizione alle esportazioni russe.

Inoltre, il contesto attuale ci ha indotti ad aprire una posizione in una società aurifera, che rappresenta un sostegno in un periodo di tensioni geopolitiche e di aumento dell'inflazione.

I rischi che l'effetto domino si propaghi oltre gli asset russi, ci inducono a mantenere un'esposizione relativamente bassa ai mercati azionari, gestita attivamente attraverso posizioni corte sugli indici azionari statunitensi ed europei.



**OBBLIGAZIONI:** Sul fronte obbligazionario, combiniamo un posizionamento difensivo sulle scadenze corte e intermedie, con posizioni lunghe su scadenze molto a lungo termine, al fine di combinare la normalizzazione monetaria con il rallentamento economico, conseguendo un posizionamento neutro nelle strategie sulla duration.

La nostra esposizione alle obbligazioni corporate è in fase di riduzione, in linea con la liquidità di questa asset class. Facciamo presente che la ricostituzione del premio per il rischio è indicativo del fatto che il carry trade dell'allocatione nel credito consentirà di ammortizzare meglio la volatilità.

La componente di obbligazioni russe in portafoglio, emesse dallo Stato e dalle principali società, si attesta attualmente a circa l'1% del patrimonio. Siamo intenzionati a gestire la liquidazione dei titoli ancora presenti nei portafogli, tenendo in considerazione le condizioni attuali di mercato al fine di tutelare l'interesse dei clienti, che è il nostro obiettivo prioritario.



**VALUTE:** Gli investimenti esposti al dollaro sono scarsi e addirittura non coperti, poiché in base alla

nostra analisi il contesto attuale potrebbe rafforzare lo status di bene rifugio del dollaro, tanto più che l'Europa è considerata come la principale vittima economica del conflitto nel mondo occidentale.

Ad oggi, siamo fortemente focalizzati sull'impatto che il conflitto militare in Ucraina potrebbe avere sull'inasprimento delle politiche monetarie annunciato dalle Banche Centrali. Negli Stati Uniti, l'impatto del conflitto sulla politica annunciata dalla Federal Reserve dovrebbe restare abbastanza contenuto. Al contrario, per la sua vicinanza geografica e per l'impatto economico molto più marcato del conflitto sull'economia europea, le ricadute sulla politica futura della Banca Centrale Europea (BCE) dovrebbero essere più significative, anche se in occasione dell'ultima riunione, una settimana fa, la BCE ha confermato di volersi attenere alla logica dell'inasprimento monetario espresso nella riunione precedente a febbraio. Ha infatti annunciato l'intenzione di interrompere gli acquisti di asset obbligazionari al più tardi nel terzo trimestre del 2022. Tuttavia, il suo Presidente Christine Lagarde ha optato per una cauta flessibilità riguardo al primo futuro aumento dei tassi di riferimento.

**In questo contesto, abbiamo deciso di mantenere un posizionamento molto difensivo, quanto meno abbastanza a lungo per poter intravedere una risoluzione del conflitto, l'adozione di misure fiscali in Europa e in Cina, o la capitolazione dei mercati. Continuiamo a monitorare attentamente lo sviluppo degli eventi in Ucraina e l'inasprimento delle politiche monetarie in atto. Al momento giusto, aumenteremo la nostra esposizione riducendo le coperture. La volatilità attuale offrirà molte opportunità di investimento che intendiamo cogliere.**

*(Al momento della stesura della presente nota, il 14 marzo, l'esposizione azionaria della gamma Patrimoine è inferiore al 5%, e la duration della componente obbligazionaria risulta quasi pari a zero.)*

# Carmignac Patrimoine

A EUR Acc

ISIN: FR0010135103

Periodo minimo  
di investimento  
consigliato:

**3**anni



## PRINCIPALI RISCHI DEL FONDO:

**AZIONARIO:** Le variazioni del prezzo delle azioni, la cui portata dipende da fattori economici esterni, dal volume dei titoli scambiati e dal livello di capitalizzazione delle società, possono incidere sulla performance del Fondo. **TASSO D'INTERESSE:** Il rischio di tasso si traduce in una diminuzione del valore patrimoniale netto in caso di variazione dei tassi. **CREDITO:** Il rischio di cambio è connesso all'esposizione, mediante investimenti diretti ovvero utilizzando strumenti finanziari derivati, a una valuta diversa da quella di valorizzazione del Fondo.

**L'investimento nel Fondo potrebbe comportare un rischio di perdita di capitale.**

Fonte: Carmignac, Bloomberg, 10/03/2022.

\* Scala di rischio tratta dal KIID (Documento contenente le informazioni chiave per l'investitore). Il rischio di livello 1 non indica un investimento privo di rischio. Questo indicatore può variare nel tempo.

## MATERIALE PUBBLICITARIO.

Questo documento è destinato ai clienti professionali. Il presente documento non può essere riprodotto, totalmente o parzialmente, senza la previa autorizzazione della Società di gestione. Il presente documento non costituisce né un'offerta di sottoscrizione né una consulenza di investimento. Esso non intende fornire consulenza fiscale, giuridica o contabile e non deve essere utilizzato in tal senso. Il presente documento viene fornito unicamente a scopo informativo e non deve essere utilizzato per valutare la convenienza di un investimento in titoli o partecipazioni in esso illustrati né per qualsivoglia altra finalità. Le informazioni contenute nel presente documento possono essere parziali e possono essere modificate senza preavviso. Esse sono aggiornate alle data di redazione del presente documento e sono tratte da fonti proprietarie e non proprietarie ritenute affidabili da Carmignac. Non sono necessariamente esaustive o accurate. Di conseguenza, Carmignac, i suoi dirigenti, dipendenti o agenti non ne garantiscono l'accuratezza o l'affidabilità e declinano ogni responsabilità in caso di errori e omissioni (compresa la responsabilità verso terzi in caso di negligenza). Le performance passate non sono un'indicazione delle performance future. Le performance sono calcolate al netto delle spese (escluse eventuali commissioni di ingresso applicate dal distributore). Il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni valutarie per le quote senza copertura valutaria. Il riferimento a titoli o strumenti finanziari specifici è riportato a titolo meramente esemplificativo per illustrare titoli attualmente o precedentemente presenti nei portafogli dei Fondi della gamma Carmignac. Tale riferimento non è volto pertanto a promuovere l'investimento diretto in detti strumenti né costituisce una consulenza di investimento. La Società di Gestione ha la facoltà di effettuare transazioni con tali strumenti prima della pubblicazione della comunicazione. I portafogli dei Fondi Carmignac possono essere modificati in qualsiasi momento. Il riferimento a titoli o strumenti finanziari specifici è riportato a titolo meramente esemplificativo per illustrare titoli attualmente o precedentemente presenti nei portafogli dei Fondi della gamma Carmignac. Tale riferimento non è volto pertanto a promuovere l'investimento diretto in detti strumenti né costituisce una consulenza di investimento. La Società di Gestione ha la facoltà di effettuare transazioni con tali strumenti prima della pubblicazione della comunicazione. I portafogli dei Fondi Carmignac possono essere modificati in qualsiasi momento. Scala di Rischio del KIID (Informazioni chiave per gli investitori). Il rischio 1 non significa che l'investimento sia privo di rischio. Questo indicatore può evolvere nel tempo. L'orizzonte di investimento raccomandato si intende come periodo minimo e non è una raccomandazione a vendere allo scadere di tale periodo. Morningstar Rating™: © 2021 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni contenute nel presente documento sono di proprietà esclusiva di Morningstar e/o dei suoi fornitori di contenuti, non possono essere copiate né distribuite e non se ne garantisce l'accuratezza, la completezza o l'attualità. Morningstar e i suoi fornitori di contenuti non sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di tali informazioni. Alcuni soggetti o paesi potrebbero subire restrizioni di accesso ai Fondi. Il presente documento non è rivolto a soggetti in giurisdizioni dove (a causa della nazionalità, residenza o altro di tale soggetto) il documento o la disponibilità di tale documento sono vietati. I soggetti ai quali si applicano tali divieti non devono avere accesso al presente documento. L'imposizione fiscale dipende dalla situazione del singolo investitore. I Fondi non sono registrati per la distribuzione al dettaglio in Asia, Giappone, Nordamerica e Sudamerica. I Fondi Carmignac sono registrati a Singapore nel quadro del regime estero limitato (rivolto esclusivamente a clienti professionali). I Fondi non sono registrati ai sensi del Securities Act statunitense del 1933. I Fondi non possono essere offerti o venduti, in maniera diretta o indiretta, a beneficio o per conto di una "U.S. Person" secondo la definizione della normativa statunitense Regulation S e FATCA. I rischi, le commissioni e le spese applicate sono descritti nel KIID (documento contenente le informazioni chiave per gli investitori). Il KIID deve essere consegnato al sottoscrittore prima della sottoscrizione. Leggere il KIID prima della sottoscrizione. I Fondi non sono a capitale garantito e gli investitori possono perdere parte o tutto il loro capitale. I Fondi presentano un rischio di perdita di capitale. I prospetti, KIID e rapporti di gestione annuali del Fondo sono disponibili sul sito [www.carmignac.it](http://www.carmignac.it) o su semplice richiesta alla Società di Gestione. La Società di gestione può interrompere la promozione nel Suo paese in qualsiasi momento. Gli investitori possono accedere a un riepilogo dei loro diritti in italiano al seguente link sezione 6: [https://www.carmignac.it/it\\_IT/article-page/informazioni-sulla-regolamentazione-1762](https://www.carmignac.it/it_IT/article-page/informazioni-sulla-regolamentazione-1762) Carmignac Portfolio fa riferimento ai comparti Carmignac Portfolio SICAV, una società di investimento di diritto lussemburghese e conforme alla Direttiva UCITS. I Fondi sono fondi comuni di investimento disciplinati dalla legge francese (FCP) conformi alla Direttiva UCITS o AIFM. Copyright: i dati pubblicati su questa presentazione sono di esclusiva proprietà dei titolari menzionati su ogni pagina.

**Carmignac Gestion**, 24, place Vendôme - F - 75001 Paris – Tél : (+33) 01 42 86 53 35 - Società di gestione di portafogli autorizzata dall'AMF - S.A. con capitale di 15000 000 € - R.C. di Parigi B 349 501 676.  
**Carmignac Gestion Luxembourg**, City Link - 7, rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg. Tél : (+352) 46 70 60 1 – Filiale di Carmignac Gestion - Investment fund management company approved by the CSSF  
S.A. con capitale di 23 000 000 € - R.C. Lussemburgo B 67 549