

# CARMIGNAC'S NOTE

Mars 2022 #132



## ET POUTINE ENVAHIT L'UKRAINE... EN ROUTE VERS LE MONDE D'APRÈS ?

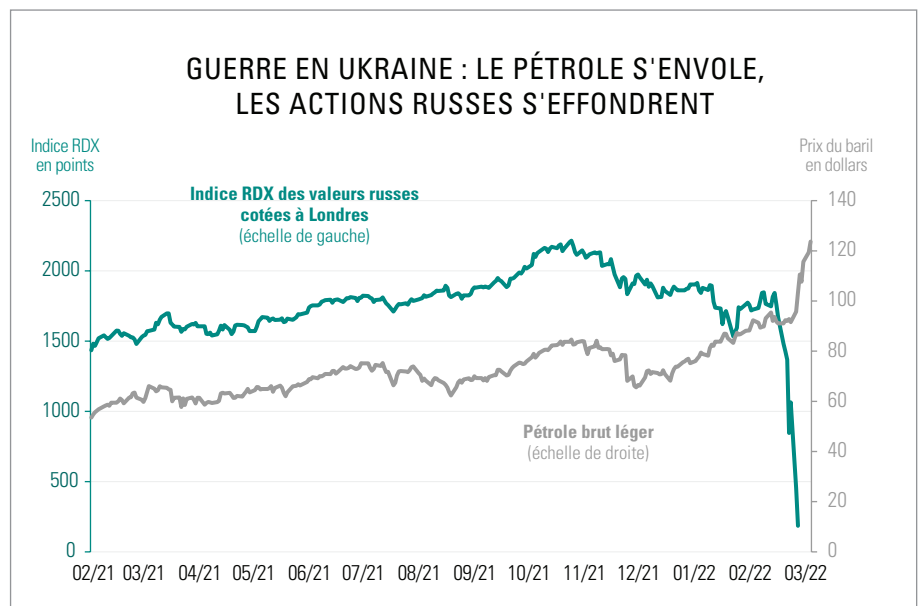
Par Frédéric Leroux

Membre du Comité d'Investissement Stratégique de Carmignac

Cet événement majeur aux implications humanitaires d'abord et économiques ensuite a pris de court l'immense majorité des commentateurs occidentaux et les gérants que nous sommes.

Cette invasion est survenue alors que nos fonds obligataires portaient de la dette russe à concurrence d'un pourcentage réduit mais impactant. Réduit compte tenu des bons fondamentaux de la dette russe avant son entrée dans cette guerre inattendue et impactant du fait des effets des sanctions décidées par les Occidentaux à l'encontre de la Russie. La valorisation de certains de nos fonds s'en est ressentie.

Les titres de dette russe, publique ou privée, ont en effet presque immédiatement perdu entre 60 % et 80 % de leur valeur. Simultanément, les actions russes cotées en Grande-Bretagne – le plus souvent des banques ou des producteurs de pétrole ou d'autres matières premières industrielles - ont abandonné de 92 % à 99 % de leur valeur entre le 16 février et le 1er mars, veille de la suspension des cotations. Simultanément, les prix du gaz en Europe étaient momentanément



Source : Bloomberg

multipliés par deux et demi alors que les cours du pétrole progressaient de 55 %.

Pourquoi un ajustement aussi ample et instantané ? Seule la prise en compte de deux facteurs distincts permet de l'expliquer.

Le premier est bien sûr celui des sanctions imposées par le monde occidental, qu'un ministre français dans un grand élan de témérité qualifia de « guerre économique et

financière totale livrée à la Russie » dont nous allons « provoquer l'effondrement ». Les sanctions les plus pénalisantes à ce jour sont le banissement de certaines banques du système de règlements internationaux SWIFT, interdisant les exclus de se faire payer leurs ventes ; le gel des actifs de la banque centrale russe à l'étranger, empêchant notamment la défense du rouble mais aussi le remboursement des emprunts russes en devises ; l'embarco sur les ventes occidentales de

biens et services technologiques garantissant une mise à l'arrêt rapide de nombreux secteurs d'activité ; le gel des avoirs à l'étranger des principaux dirigeants russes et des oligarques qui pourra fragiliser leur soutien à Vladimir Poutine ; l'embargo sur les achats de pétrole et de gaz russes par les Américains et les Britanniques.

En réponse, les Russes ont pris des mesures de rétorsion comme l'interdiction faite aux entreprises nationales de rembourser leurs emprunts en devises ou le bannissement de certaines matières premières à l'exportation, contribuant potentiellement à de nouveaux goulets d'étranglement dans les chaînes de production mondiales. Les sanctions, économiquement très lourdes, sont de nature à rendre rapidement exsangue l'économie russe mais les mesures de rétorsion qui leur répondent vont aussi affecter le reste du monde en accélérant les tendances observées avant le conflit : inflation et ralentissement économique.

Le second facteur de cet ajustement violent du prix des actifs russes et de l'énergie fossile est celui de l'engagement de la Finance mondiale en faveur de considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) visant à favoriser le financement du développement durable. Dans le contexte de l'invasion russe, une société de gestion engagée dans une telle démarche vis-à-vis de ses clients, des conseillers financiers et des sélectionneurs de fonds ne saurait continuer à investir en Russie comme si rien ne s'était passé. Dès lors, la réaction la plus logique et légitime de ces investisseurs auxquels nous appartenons a été de s'interdire jusqu'à nouvel ordre

tout achat de titres russes. Cette décision partagée par un très grand nombre de gestionnaires d'actifs a contribué à amplifier la dépréciation des cours des titres russes, bien au-delà de ce qu'auraient justifié les seules sanctions économiques.

### **Un coût économique très lourd**

Le respect des engagements pris en matière d'ESG, qui pousse vers le haut les prix de l'énergie en accélérant le rythme de la transition énergétique, combiné aux sanctions, aux mesures de rétorsion et aux décisions de certaines grandes

entreprises occidentales de cesser leurs opérations en Russie crée une situation économique extrême. Celle-ci aura peut-être la vertu de conduire plus rapidement que prévu vers une solution négociée à la fin du conflit, tant les effets de cette situation peuvent d'ores et déjà être perçus

comme potentiellement dévastateurs pour l'ensemble de l'économie mondiale.

La réponse politique applaudie par l'opinion publique à l'invasion russe ajoutée aux mesures prises par les investisseurs et les entreprises en Occident a un coût économique très lourd. Ces décisions illustrent cependant les nouvelles aspirations de la société : l'envie d'une économie plus « morale » repoussant au second plan l'exigence d'efficacité économique immédiate qui a présidé à nos choix économiques au cours des décennies passées.

La confirmation de ces nouvelles aspirations contribuerait à ancrer durablement l'inflation dans notre quotidien, au-delà des tensions actuelles strictement liées à la guerre en Ukraine. Les grandes décisions politiques qui semblent devoir ac-

compagner l'événement tragique qui nous consterne tous renforcent elles aussi la sanctuarisation des tendances inflationnistes en en multipliant les racines. Accélération de la transition énergétique, augmentation des budgets d'armement, redéfinition des itinéraires d'approvisionnement énergétique, relocalisation des productions sont en effet autant de décisions qui nourriront l'inflation durant des années avant de produire quelque forme d'efficacité économique.

En ce sens, le conflit russo-ukrainien viendrait confirmer la fin de la dynamique désinflationniste des quarante dernières années fondée sur une puissante intégration économique globale et une démographie vertueuse, et initier un nouvel ordre économique. Un nouvel ordre marqué par une forme de repli sur soi économique, une « dé-intégration » visant à favoriser l'indépendance industrielle et énergétique dont la pandémie et les tensions géopolitiques actuelles auront révélé avec force la nécessité. Ce renversement du cycle long, de la désinflation vers plus d'inflation, redonnerait un lustre longtemps oublié aux secteurs de l'ancienne économie pourvu que les contraintes multiples à leur réimplantation soient réexaminées avec rationalité. Les avancées technologiques en cours devraient faciliter ce retour partiel au monde d'avant en promettant de lui conférer à terme une efficacité redoutable. C'est peut-être cela le « monde d'après ».

Rédaction achevée  
le 14/03/2022

“  
*En ce sens,  
le conflit russo-ukrainien  
viendrait initier  
un nouvel ordre  
économique*

”

# Stratégie d'investissement

**Le mois de février a été marqué par une volatilité accrue sur les marchés financiers. Au moment de l'invasion russe de l'Ukraine, les marchés étaient déjà fragilisés par les perspectives du resserrement monétaire annoncé par les grandes banques centrales occidentales. Le nouveau contexte renforce les tendances que nous avons identifiées avant l'invasion russe : inflation résiliente et ralentissement économique, en prévision desquels nous avons largement entamé la mue de nos portefeuilles. Si les actifs russes ont jusqu'à présent le plus corrigé, on peut désormais s'attendre à un effet de contagion global sur les autres classes d'actif, d'autant que le risque d'une récession ne peut aujourd'hui plus être ignoré.**

Si nos stratégies de couverture continuent de particulièrement soutenir la performance de nos fonds mixtes dans un contexte de marchés chahutés, notre exposition à la dette souveraine et au crédit russes dans Carmignac Patrimoine, bien que limitée à moins de 5 %, nous a coûté. Nous avons initié ces positions il y a près de deux ans, dans une optique de long terme selon des considérations à la fois financières et extra-financières, comme nous le faisons en toutes circonstances. Le conflit a surpris la communauté internationale et les investisseurs. Dans ce contexte, la dislocation du marché russe n'a pas permis la liquidation totale de nos investissements dans des conditions permettant de garantir l'intérêt de nos clients. Nous avons continué à réduire les risques dans nos portefeuilles au cours du mois de février, notamment à mesure que les tensions géopolitiques augmentaient.



**LES ACTIONS :** Sur le front des actions, nous avons poursuivi le rééquilibrage du portefeuille de Carmignac Patrimoine vers des valeurs plus défensives, résilientes en période de ralentissement économique, notamment dans le secteur de la santé. Nous maintenons néanmoins une exposition aux valeurs cycliques via des investisse-

ments, directs ou à travers des positions indicielles, dans des sociétés énergétiques. Notre exposition est répartie à la fois sur les entreprises énergétiques traditionnelles, dont la performance est corrélée à la hausse des prix du pétrole et du gaz, et les entreprises du renouvelable, qui bénéficient d'un regain d'intérêt, l'Occident cherchant globalement à réduire son exposition aux exportations russes. Par ailleurs, le contexte actuel nous a conduits à initier une position aurifère, bénéfique en période de tensions géopolitiques et de hausse de l'inflation. Les risques de contagion au-delà des actifs russes nous incitent à maintenir une exposition relativement faible aux marchés d'actions, gérée activement, via des positions vendeuses sur indices boursiers américains et européens.



**LES TAUX :** Sur le front obligataire, nous combinons un positionnement défensif sur les échéances courtes à intermédiaires avec des positions acheteuses sur les échéances très longues, afin d'associer normalisation monétaire imminente et ralentissement économique, ce qui nous conduit à la neutralité sur les stratégies de duration. Notre exposition aux emprunts privés est en cours de réduction, en phase avec la liquidité de cette classe d'actifs. A noter que la reconstitution de la prime de risque signifie que le portage de notre allocation au crédit permettra de mieux digérer la volatilité. La part de nos obligations russes, émises par l'Etat et les grandes entreprises, se porte actuellement à hauteur d'environ 1% des encours. Nous nous engageons à gérer la sortie des titres encore présents dans les portefeuilles en prenant en compte les conditions actuelles de marché afin de préserver l'intérêt de nos clients, notre objectif premier.



**LES DEVISES :** Nos investissements exposés au dollar sont peu, voire pas couverts car nous analysons l'environnement actuel comme de nature à renforcer le statut de valeur

refuge du dollar, d'autant que l'Europe est vue comme la principale victime économique du conflit dans le monde occidental.

Nous sommes aujourd'hui très attentifs à l'impact potentiel du conflit militaire en Ukraine sur le resserrement annoncé des politiques monétaires des banques centrales. Aux Etats-Unis, l'impact du conflit sur la politique annoncée par la Réserve fédérale devrait rester plutôt limité. En revanche, en raison de sa proximité géographique et de l'impact économique beaucoup plus marqué du conflit sur l'économie européenne, celui sur la politique à venir de la Banque centrale européenne (BCE) devrait être plus important même si lors de sa dernière réunion, il y a une semaine, la BCE a confirmé sa volonté de rester sur la logique de resserrement de sa politique monétaire exprimée lors de sa précédente réunion en février. Elle a en effet annoncé son intention d'arrêter les achats d'actifs obligataires au cours du troisième trimestre 2022, au plus tard. Néanmoins, sa présidente Christine Lagarde a opté pour une flexibilité prudente quant à la première hausse des taux directeurs à venir.

**Dans cet environnement, nous avons décidé de conserver un positionnement très défensif, au moins le temps d'entrevoir une résolution du conflit, le développement de mesures budgétaires en Europe et en Chine, ou la capitulation des marchés. Nous restons très vigilants en ce qui concerne la suite des événements en Ukraine et le resserrement des politiques monétaires en place. Le moment venu, nous augmenterons notre exposition en réduisant nos protections. La volatilité actuelle offrira de nombreuses opportunités d'investissement que nous avons bien l'intention de saisir.**

*(Au moment de la rédaction de cette note le 14 mars, notre exposition aux actions sur la gamme Patrimoine était inférieure à 5 % et la duration du poste obligataire était proche de zéro.)*

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

\* Echelle de risque du DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur). Le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps.

#### COMMUNICATION PUBLICITAIRE.

Ceci est une communication publicitaire. Ce document ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement. Les informations contenues dans cet article peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment.

Le rendement peut évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations des devises, pour les actions qui ne sont pas couvertes contre le risque de change. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment.

La référence à un classement ou à un prix ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPC ou de la société de gestion. Echelle de risque du DICI/KIID (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur). Le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps.

La durée minimum de placement recommandée équivaut à une durée minimale et ne constitue pas une recommandation de vente à la fin de ladite période. Morningstar Rating™ : © 2021 Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations du présent document : -appartiennent à Morningstar et / ou ses fournisseurs de contenu ; ne peuvent être reproduites ou diffusées ; ne sont assorties d'aucune garantie de fiabilité, d'exhaustivité ou de pertinence. Ni Morningstar ni ses fournisseurs de contenu ne sont responsables des préjudices ou des pertes découlant de l'utilisation desdites informations. L'accès au Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Le présent document ne s'adresse pas aux personnes relevant d'une quelconque juridiction où (en raison de la nationalité ou du domicile de la personne ou pour toute autre raison) ce document ou sa mise à disposition est interdite. Les personnes auxquelles s'appliquent de telles restrictions ne doivent pas accéder à ce document. La fiscalité dépend de la situation de chaque personne. Les fonds ne sont pas enregistrés à des fins de distribution en Asie, au Japon, en Amérique du Nord et ne sont pas non plus enregistrés en Amérique du Sud. Les Fonds Carmignac sont immatriculés à Singapour sous la forme d'un fonds de placement de droit étranger réservé aux seuls clients professionnels. Les Fonds ne font l'objet d'aucune immatriculation en vertu du US Securities Act de 1933. Le fonds ne peut être proposé ou vendu, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « US person » au sens de la réglementation S américaine et du FATCA. Les risques et frais relatifs aux Fonds sont décrits dans le DICI/KIID (Document d'informations clés pour l'investisseur). Le DICI/KIID doit être tenu à disposition du souscripteur préalablement à la souscription. Le souscripteur doit prendre connaissance du DICI/KIID. Tout investissement dans les Fonds comporte un risque de perte de capital.

Le prospectus, les DICI/KIID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur [www.carmignac.com](http://www.carmignac.com), ou sur demande auprès de la Société de gestion. La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays. Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée "Résumé des droits des investisseurs" : [https://www.carmignac.fr/fr\\_FR/article-page/informations-reglementaires-3862](https://www.carmignac.fr/fr_FR/article-page/informations-reglementaires-3862) Carmignac Portfolio désigne les compartiments de la SICAV Carmignac Portfolio, société d'investissement de droit luxembourgeois conforme à la directive OPCVM.

Les Fonds sont des fonds communs de placement de droit français conformes à la directive OPCVM ou AIFM. Copyright: Les données publiées sur cette présentation sont la propriété exclusive de leurs titulaires tels que mentionnés sur chaque page.

**Carmignac Gestion**, 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tél : (+33) 01 42 86 53 35 – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF. SA au capital de 15,000,000 € - RCS Paris B 349 501 676.

**Carmignac Gestion Luxembourg**, City Link - 7, rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg. Tel: (+352) 46 70 60 1 – Filiale de Carmignac Gestion. Société de gestion de fonds d'investissement agréée par la CSSF.

SA au capital de 23 000 000 € - RC Luxembourg B67549.