



Y PUTIN INVADIÓ UCRANIA... ¿CAMINO A UN NUEVO ORDEN MUNDIAL?

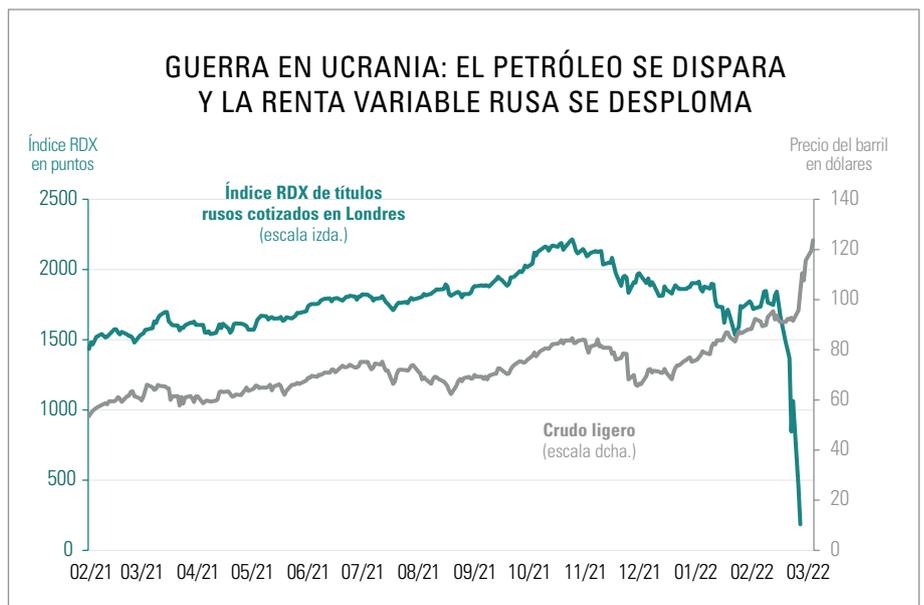
Por **Frédéric Leroux**

Miembro del Comité
de Inversión estratégica

Este acontecimiento de calado, con sus implicaciones primero humanitarias y luego económicas, pilló por sorpresa a la gran mayoría de analistas occidentales y gestores como nosotros.

La invasión se produjo en un momento en que nuestros fondos de renta fija mantenían un pequeño porcentaje de deuda rusa, que sin embargo nos ha pasado factura. Pequeño a la luz de los fundamentales positivos de esta clase de activos antes de que iniciara esta inesperada guerra y los efectos de las sanciones occidentales contra Rusia. Esto ha afectado a la valoración de algunos de nuestros fondos.

Los instrumentos de deuda rusos, tanto pública como corporativa, se dejaron casi inmediatamente entre el 60 % y el 80 % de su valor. En paralelo, la renta variable rusa que cotiza en Gran Bretaña —en su mayoría, bancos, petroleras o productoras de otras materias primas industriales— perdió entre el 92 % y el 99 % de su valor entre el 16 de febrero y el 1 de marzo, la víspera de la suspensión de las cotizaciones. En paralelo, los precios del gas en Europa se duplicaron momen-



Fuente: Bloomberg

táneamente, mientras que los del petróleo subieron un 55 %.

¿Por qué un ajuste tan amplio e inmediato? Esto solo puede explicarse teniendo en cuenta dos factores distintos.

El primero es, por supuesto, las sanciones impuestas por el mundo occidental, que un ministro francés, en un arrebatado de imprudencia, calificó de «guerra económica y financiera total contra Rusia»

cuyo colapso "vamos a provocar". Las sanciones más perjudiciales hasta la fecha son la exclusión de determinados bancos del sistema de liquidación internacional SWIFT, lo que impide a los excluidos cobrar por sus ventas; la congelación de los activos del banco central ruso en el extranjero, que impide concretamente la defensa del rublo, pero también el reembolso de los préstamos rusos en moneda extranjera; el embargo de las ventas occidentales de bienes y servicios

tecnológicos, lo que se traduce en una parada inminente de numerosos sectores; la congelación de los activos en el extranjero de los principales dirigentes y oligarcas rusos, que podría debilitar su apoyo a Vladimir Putin; así como el embargo de las compras estadounidenses y británicas de petróleo y gas rusos.

En respuesta, Rusia ha tomado represalias, como la prohibición de que las empresas nacionales amorticen sus préstamos en moneda extranjera o de exportar determinadas materias primas, lo que puede contribuir a crear nuevos cuellos de botella en las cadenas de producción mundiales. Es probable que las sanciones, de gran peso económico, asfixien rápidamente a la economía rusa, pero las represalias adoptadas en respuesta a las primeras afectarán también al resto del mundo con una aceleración de las tendencias observadas antes del conflicto: inflación y ralentización económica.

El segundo factor de este drástico ajuste de los precios de los activos rusos y de los combustibles fósiles es el compromiso de las finanzas mundiales con las consideraciones medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo (ESG) para apoyar la financiación del desarrollo sostenible. En el contexto de la invasión rusa, una gestora de activos comprometida en este ámbito con sus clientes, asesores financieros y profesionales de la selección de fondos no puede seguir invirtiendo en Rusia como si nada hubiese ocurrido. Por tanto, la reacción más lógica y legítima de estos inversores, entre los que nos encontramos, fue abstenerse de adquirir cualquier título ruso hasta nuevo aviso. Esta decisión, compartida por un gran número de

gestores de activos, contribuyó a ampliar la depreciación de los valores rusos, mucho más allá de lo que habrían justificado las sanciones económicas por sí solas.

Un coste económico muy elevado

El cumplimiento de los compromisos ESG, que está tirando al alza de los precios de la energía al acelerar el ritmo de la transición energética, junto con las sanciones, las represalias y las decisiones de algunas grandes empresas occidentales de dejar de operar en Rusia, está generando una situación económica extrema. Esto puede tener la virtud de conducir más rápido de lo previsto a una solución negociada para poner fin al conflicto, puesto que los efectos de esta situación pueden considerarse ya potencialmente devastadores para toda la economía mundial.

La aplaudida respuesta política a la invasión rusa, sumada a la actuación de los inversores y las empresas occidentales, tiene un elevado coste económico. Sin embargo, estas decisiones ilustran las nuevas aspiraciones de la sociedad: el deseo de una economía más «moral», que relega a un segundo plano la exigencia de eficacia económica inmediata que ha marcado nuestras decisiones económicas en las últimas décadas.

La confirmación de estas nuevas aspiraciones contribuiría a anclar la inflación indefinidamente en nuestro día a día, más allá de las tensiones actuales estrictamente ligadas a la guerra en Ucrania. Las grandes decisiones políticas que parecen acompañar al trágico acontecimiento que nos consterna a todos refuerzan también la sacralización de las tendencias inflacionistas multiplicando sus raíces. Acelerar la

transición energética, aumentar los presupuestos de defensa, redefinir las rutas de suministro energético y relocalizar las producciones son decisiones que impulsarán la inflación durante años antes de producir cualquier tipo de eficiencia económica.

En este sentido, el conflicto entre Rusia y Ucrania confirmaría el final de la dinámica desinflacionista de los últimos cuarenta años, basada en una potente integración económica mundial y una demografía virtuosa, y daría comienzo a un nuevo orden económico. Este nuevo orden estaría marcado por una especie de repliegue económico, una «desintegración» destinada a favorecer la independencia industrial y energética, cuya necesidad se ha revelado de forma manifiesta con la actual pandemia y las tensiones geopolíticas. Esta reversión del ciclo largo, de la desinflación a un aumento de la inflación, devolvería un lustre casi olvidado a los sectores de la vieja economía, siempre que se reexaminen racionalmente las múltiples limitaciones que pesan sobre su reimplantación. Los continuos avances tecnológicos deberían facilitar este regreso parcial al mundo del pasado y prometen hacerlo más eficaz a largo plazo. Tal vez este sea el «nuevo orden mundial».

Redactado
el 14/03/2022

“
*En este sentido,
el conflicto entre
Rusia y Ucrania
daría comienzo
a un nuevo orden
económico*
”

Estrategia de inversión

El mes de febrero estuvo marcado por un aumento de la volatilidad en los mercados financieros. En el momento de la invasión rusa de Ucrania, los mercados ya estaban debilitados por la perspectiva del ajuste monetario anunciado por los principales bancos centrales de Occidente. El nuevo contexto refuerza las tendencias que habíamos identificado antes de la invasión rusa: una inflación persistente y una desaceleración económica, en previsión de las cuales habíamos empezado a modificar en gran medida nuestras carteras. Aunque los activos rusos son los que más han caído hasta ahora, cabe esperar un efecto contagio a escala mundial en otras clases de activos, especialmente porque ya no podemos ignorar el riesgo de recesión.

Aunque nuestras estrategias de cobertura siguen impulsando especialmente la rentabilidad de nuestros fondos diversificados en un contexto de mercados caóticos, nuestra exposición a la deuda pública y corporativa rusa en Carmignac Patrimoine, aunque limitada a menos del 5 %, nos penalizó. Habíamos iniciado estas posiciones hace casi dos años, con una visión a largo plazo basada en consideraciones tanto financieras como extrafinancieras, tal y como hacemos siempre. El conflicto ha sorprendido a la comunidad internacional y a los inversores. En este contexto, la perturbación del mercado ruso no permitió la liquidación total de nuestras inversiones en condiciones que garantizaran los intereses de nuestros clientes. Durante el mes de febrero continuamos reduciendo los riesgos de nuestras carteras, sobre todo ante el aumento de las tensiones geopolíticas.



RENTA VARIABLE:

En cuanto a la renta variable, seguimos reequilibrando la cartera de Carmignac Patrimoine hacia valores más defensivos y resilientes en tiempos de desaceleración económica, concretamente en el sector sanitario.

Con todo, mantenemos la exposición a los valores cíclicos mediante inversiones directas, o posiciones en índices,

en empresas energéticas. Nuestra exposición se reparte entre las empresas energéticas tradicionales, cuya rentabilidad está correlacionada con la subida de los precios del petróleo y el gas, y las empresas de energías renovables, que gozan de un renovado interés a medida que Occidente trata de reducir su exposición general a las exportaciones rusas.

Además, el contexto actual nos ha llevado a iniciar una posición aurífera, favorable en tiempos de tensiones geopolíticas y de aumento de la inflación.

Los riesgos de contagio más allá de los activos rusos nos llevan a mantener una exposición relativamente pequeña, gestionada activamente, a los mercados bursátiles a través de posiciones cortas en índices de renta variable estadounidenses y europeos.



RENTA FIJA: En el ámbito de la renta fija, combinamos un posicionamiento defensivo en los vencimientos cortos e intermedios con posiciones largas en los vencimientos muy largos, para combinar la inminente normalización monetaria con la desaceleración económica, lo que nos lleva a la neutralidad en las estrategias de duración.

Estamos recortando nuestra exposición a la deuda corporativa en consonancia con la liquidez de esta clase de activos. Obsérvese que el restablecimiento de la prima de riesgo implica que el carry de nuestra asignación a la deuda corporativa nos permitirá digerir mejor la volatilidad.

El componente de nuestros bonos rusos, emitidos por el Estado y por las grandes empresas, se sitúa actualmente en torno al 1 % de los activos gestionados. Nos comprometemos a gestionar la salida de los valores que permanecen en las carteras, teniendo en cuenta las condiciones actuales del mercado, con el fin de preservar el interés de nuestros clientes, que es nuestro principal objetivo.



DIVISAS: Nuestras inversiones expuestas al dólar cuentan con poca o ninguna

cobertura, ya que consideramos que el entorno actual refuerza la condición de activo refugio del billete verde, especialmente porque Europa se considera la principal víctima económica del conflicto en el mundo occidental.

Ahora estamos prestando mucha atención al posible impacto del conflicto militar en Ucrania en el ajuste anunciado de las políticas monetarias de los bancos centrales. En Estados Unidos, el efecto del conflicto en la política anunciada por la Reserva Federal debería continuar siendo bastante limitado. En cambio, debido a su proximidad geográfica y al impacto económico mucho mayor del conflicto en la economía europea, el efecto en la futura política del Banco Central Europeo (BCE) debería ser más notable, aunque en su última reunión de hace una semana, el BCE confirmó su deseo de mantenerse en la senda de ajuste monetario expresada en su anterior reunión de febrero. La institución anunció su intención de dejar de comprar activos de renta fija, a más tardar, en el tercer trimestre de 2022. Sin embargo, su presidenta, Christine Lagarde, optó por una flexibilidad prudente en cuanto a la próxima primera subida de los tipos de referencia.

En este entorno, decidimos mantener una postura marcadamente defensiva, al menos hasta que atisbemos una resolución del conflicto, el desarrollo de medidas fiscales en Europa y China, o la capitulación de los mercados. Seguimos muy atentos a la evolución de los acontecimientos en Ucrania y al ajuste de las políticas monetarias en curso. Cuando llegue el momento, aumentaremos nuestra exposición reduciendo las coberturas. La actual volatilidad ofrecerá numerosas oportunidades de inversión que pretendemos aprovechar.

(En el momento de redactar esta nota, el 14 de marzo, nuestra exposición a la renta variable en la gama Patrimoine era inferior al 5 % y la duración de la partida de renta fija rondaba cero.)

Carmignac Patrimoine

A EUR Acc

ISIN : FR0010135103

Duración mínima
recomendada de
la inversión:

3 años



PRINCIPALES RIESGOS DEL FONDO:

RENTA VARIABLE: Las fluctuaciones en los precios de las acciones, cuya amplitud depende de factores económicos externos, del volumen de títulos negociados y del nivel de capitalización de la sociedad, pueden afectar a la rentabilidad del Fondo. **TIPOS DE INTERÉS:** El riesgo de tipos de interés deriva en un descenso del valor liquidativo en caso de que se produzcan fluctuaciones en los tipos de interés. **DEUDA CORPORATIVA:** El riesgo de crédito consiste en que el emisor pueda incumplir el pago. **RIESGO CAMBIARIO:** El riesgo cambiario está vinculado a la exposición, a través de instrumentos directos o el uso de instrumentos financieros a plazo, de una divisa distinta a la de denominación del Fondo.

El Fondo conlleva un riesgo de pérdida del capital.

Fuentes: Carmignac, Bloomberg, a 10/03/2022.

* Escala de riesgo del DFI (documento de Datos Fundamentales para el Inversor). El riesgo 1 no implica una inversión sin riesgo. Este indicador podrá variar con el paso del tiempo.

COMUNICACIÓN PUBLICITARIA.

La presente es una comunicación publicitaria. El presente documento no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. No constituye ni una oferta de suscripción ni un asesoramiento en materia de inversión. Este documento no pretende constituir ni debe utilizarse como asesoramiento contable, jurídico o fiscal. Se le facilita exclusivamente con fines informativos y no podrá utilizarse como base para evaluar los beneficios asociados a la inversión en cualquiera de los valores o participaciones descritos en este documento ni para cualquier otro propósito. La información aquí contenida puede ser parcial y es susceptible de modificación sin previo aviso. Dicha información se corresponde a la situación existente en la fecha de su elaboración y procede de fuentes internas y externas consideradas fiables por Carmignac, si bien no es necesariamente exhaustiva y no cabe garantizar su exactitud. Por lo tanto, no se ofrece garantía alguna sobre su exactitud o fiabilidad y ni Carmignac, ni sus directivos, empleados o agentes asumen responsabilidad de otro modo derivada por errores u omisiones (incluida la responsabilidad frente a cualquier persona por negligencia).

Las rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de las rentabilidades futuras. Estas se expresan netas de gastos (excl. posibles gastos de entrada aplicados por el distribuidor).

La rentabilidad puede variar al alza o a la baja según las fluctuaciones de las divisas debido a las acciones que no están cubiertas frente al riesgo cambiario.

La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Esta no busca promover la inversión directa en dichos instrumentos ni constituye un asesoramiento de inversión. La Gestora no está sujeta a la prohibición de efectuar transacciones con estos instrumentos antes de la difusión de la información. Las carteras de los Fondos Carmignac podrían sufrir modificaciones en todo momento.

La referencia a una clasificación o a un precio no es un indicador fiable de las clasificaciones o precios futuros de estos OIC o de la gestora. Escala de riesgo del documento DFI (documento de información clave para el inversor). El riesgo 1 no implica una inversión sin riesgo. Este indicador podrá variar con el paso del tiempo.

El horizonte de inversión mínimo recomendado se refiere a un plazo mínimo y no constituye una recomendación de venta al final de dicho periodo. Morningstar Rating™: © 2021 Morningstar, Inc - Todos los derechos reservados. Los datos contenidos en el presente documento: pertenecen a Morningstar y/o a sus proveedores de contenido; no podrán reproducirse ni difundirse y no son objeto de ninguna garantía de fiabilidad, exhaustividad o pertinencia. Ni Morningstar ni sus proveedores de contenido se responsabilizarán por los perjuicios o las pérdidas que se deriven del uso de dichos datos. El acceso a los Fondos puede estar restringido para ciertas personas o en ciertos países. El presente documento no está dirigido a las personas de ningún territorio en el que (por razón de su nacionalidad, domicilio o cualquier otro motivo) su disponibilidad esté prohibida. Las personas objeto de estas restricciones no deben acceder a este documento. El tratamiento fiscal depende de la situación específica de cada persona. Los fondos no están registrados para su distribución en Asia, Japón, América del Norte o Sudamérica. Los Fondos Carmignac están inscritos en Singapur en forma de fondo de inversión extranjero disponible únicamente para clientes profesionales. Los Fondos no han sido inscritos en virtud de la Ley de valores estadounidense (Securities Act) de 1933. Los fondos no podrán ser ofertados o vendidos, bien directa o indirectamente, en beneficio o por cuenta de una «persona de Estados Unidos», en el sentido de lo dispuesto en los reglamentos estadounidenses «Regulation S» y FATCA. Los riesgos y los gastos asociados a los Fondos se describen en el DFI (documento de datos fundamentales para el inversor). El suscriptor deberá estar en posesión de los DFI antes de realizar la suscripción. Asimismo, el suscriptor deberá haber consultado los DFI. Toda inversión en los Fondos implica un riesgo de pérdida de capital.

Los folletos, los DFI, el VL y los informes anuales de los Fondos están disponibles en www.carmignac.com o previa petición a la Sociedad gestora. La sociedad gestora puede decidir en cualquier momento interrumpir la comercialización en su país. Los inversores pueden acceder a un resumen de sus derechos en francés en el siguiente enlace al apartado 6 titulado «Resumen de los derechos de los inversores»: https://www.carmignac.fr/fr_FR/article-page/informations-reglementaires-3862 Carmignac Portfolio diseña los subfondos de la SICAV Carmignac Portfolio, sociedad de inversión de derecho luxemburgués en virtud de la directiva OICVM.

Los Fondos son fondos de inversión de derecho francés en virtud de la directiva OICVM o la AIFM. Copyright: Los datos publicados en esta presentación pertenecen exclusivamente a sus titulares tal y como se mencionan en cada página.

Carmignac Gestion, 24, place Vendôme - F - 75001 Paris - Tel.: (+33) 01 42 86 53 35 – Sociedad de gestión de carteras con autorización de la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.

Sociedad anónima (SA) con un capital de 15.000.000 EUR - RCS Paris B 349 501 676

Carmignac Gestion Luxembourg, City Link, 7 rue de la Chapelle – L-1325 Luxemburgo Telf.: (+352) 46 70 60 1 – Filial de Carmignac Gestion. Sociedad de gestión de fondos de inversión con autorización de la Comisión de Supervisión del Sector Financiero de Luxemburgo. – Sociedad Anónima (SA) con un capital de 23.000.000 EUR - RC Luxemburgo B67549.