

Q1 2022

Decryptage

AVRIL 2022

PRÉPARÉ PAR

Thierry Bechu et Jean Jardel

Kanopy AM
38 rue Etienne Marcel, 75002 Paris
info@kanopy-am.com
www.kanopy.com

TABLE DES MATIÈRES

03 Marchés et contexte macro-économique

09 Fonds à impact

11 Température de réchauffement implicite



Marchés et contexte macro-économique

L'année 2022 débute avec un premier trimestre dense et complexe et ouvre la voie à des perspectives particulièrement incertaines. Le choc géopolitique prédomine : premier conflit international en Europe depuis la seconde guerre avec des atrocités indignes d'un pays civilisé. Passée la sidération de ce choc, les marchés ont abandonné la dimension émotionnelle après le 7 mars et sont revenus à un mode plus « affaires courantes ». Nous avons relevé ici les faits saillants relatifs aux marchés et leurs conséquences géopolitiques et monétaires. Nous concluons ce décryptage par le rapport du Groupe d'Experts Intergouvernemental sur l'Evolution du Climat (GIEC) et notre décision de nous impliquer totalement dans cette ambition de lutte contre le réchauffement climatique en inscrivant la température du portefeuille dans notre politique d'investissement.

Marchés

Sur les marchés, de nombreuses dislocations et des chocs multiples liés à la guerre et à l'intensification de l'inflation se sont manifestés :

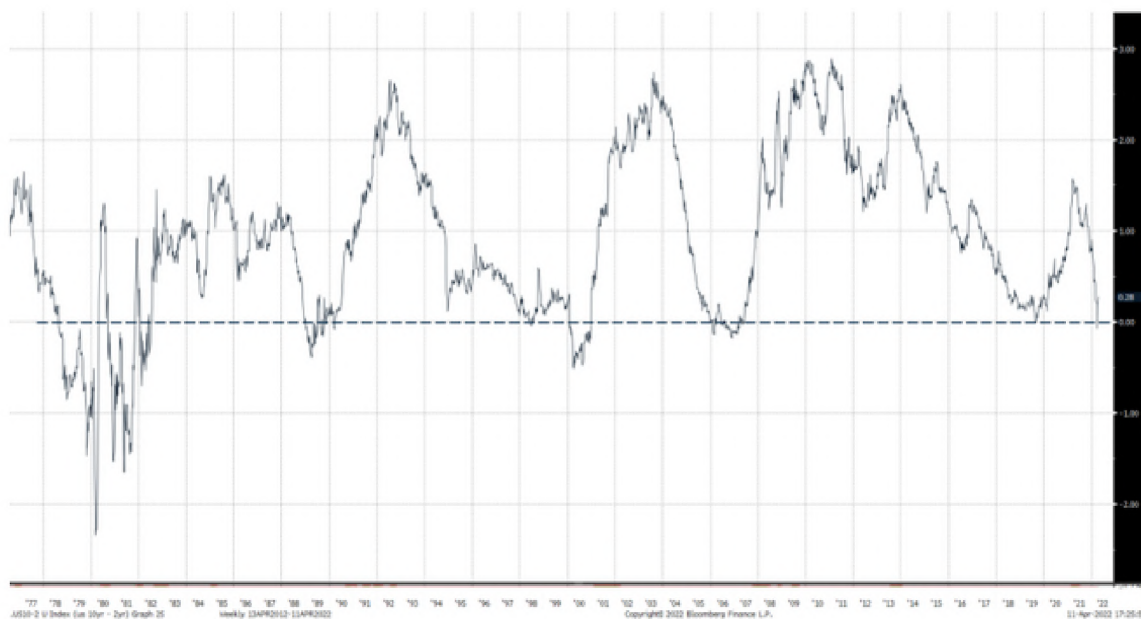
- Choc historique sur les matières premières en hausse de plus de 25% sur le trimestre, du jamais vu depuis 1973. Le pétrole s'est rapproché de ses plus hauts de 2008 (140\$) mais les a largement dépassés en Euros (à l'époque l'Euro cotait environ 1,50 contre dollar contre 1,10 aujourd'hui). Avec une redistribution massive de richesse entre pays producteurs et importateurs.



Taux 10 ans US

Source : Bloomberg

- Baisse majeure des obligations d'Etat. Le premier trimestre 2022 est le pire trimestre pour les bonds avec la perspective d'un resserrement drastique des taux par la Fed (au-delà de 2% en fin d'année). Le taux 10 ans US est en hausse de 1,2% sur le trimestre et les taux allemands ont quitté la zone négative avec une hausse de 0,90% à 0,70%. C'est aussi l'inversion de la courbe des taux sur le segment 2-10 qui interroge. Il est statistiquement annonciateur d'une récession dans les trimestres qui suivent, nous y reviendrons.



Courbe des taux US 10Y - 2Y

Source : Bloomberg

- Baisse des marchés d'actions, et surtout des marchés européens qui affichent leur pire sous-performance face aux actions américaines depuis 2008. Le niveau de sous-valorisation est ainsi devenu historique et rend les actions européennes attractives en relatif.

Géopolitique

Sur un plan géopolitique, les conséquences du conflit en Ukraine sont nombreuses. Tout d'abord, l'émergence de deux blocs : les pays occidentaux farouchement opposés à la Russie, majoritaires en nombre et les pays 'non alignés' ou pro-Russes minoritaires en nombre mais majoritaires en population (Chine et Inde notamment). Pour la première fois, les mesures de bannissement tant économique que sportif ou culturel sont radicales et peuvent servir de point de repère aux Chinois, toujours tentés par Taïwan. Ensuite, l'épisode Covid et le déclenchement de la guerre en Ukraine donnent une inflexion supplémentaire à la démondialisation et montrent l'absolue nécessité de renforcer l'indépendance sur les biens et l'énergie. Cela démontre aussi la reprise en main des Etats sur le monde économique. Les Etats décident,

les entreprises appliquent et deviennent le bras armé économique des nations. Contrairement à l'ère de la mondialisation heureuse où les entreprises pouvaient tout, il y a désormais une remise en cause de la toute-puissance des entreprises privées. Aussi, la dimension éthique et morale semble peser chaque jour davantage et peu d'entreprises cotées ont osé la défier. On peut y voir une certaine résonance avec les progrès manifestes des valeurs de l'ESG.

Enfin, le règne de la diversification internationale est ébranlé. Investir en Russie était une bonne idée de diversification pour jouer le rebond des matières premières avec un rouble dévalué. Malheureusement, cela s'est avéré un pari désastreux. Les investissements dans des zones politiquement sensibles vont souffrir et s'exposent à des risques réputationnels. Pour exemple, n'oublions pas la menace des Etats-Unis de délister un certain nombre d'entreprises chinoises.

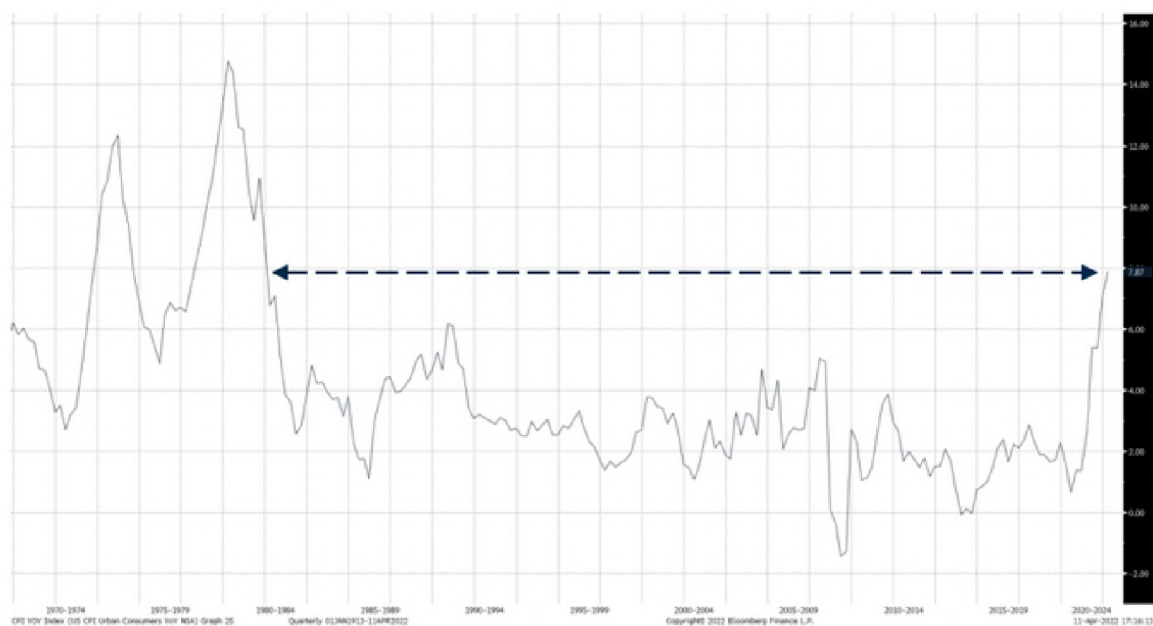
S'il est très présomptueux de vouloir faire un bilan de ces premières semaines de guerre, on notera cependant qu'il y a beaucoup de perdants et probablement aucun gagnant (hormis les producteurs d'énergie). Cependant, si les Ukrainiens sont devenus un peuple martyr, ils ont aussi gagné une unité indéfectible et le respect international. L'armée Russe a été mise en échec et a montré l'étendue de ses faiblesses et risque maintenant de s'embourber dans une guerre de tranchée au Donbass. La Russie a endommagé sa crédibilité militaire et perdu la reconnaissance internationale et la possibilité de se rapprocher de l'Europe. Tant que Putin sera maître du Kremlin, les Russes pourraient au mieux devenir les supplétifs de la grande factory chinoise. Les européens sont extrêmement fragilisés par leur dépendance au pétrole et au gaz Russe. Cette crise met à nu les faiblesses manifestes de l'Allemagne tant d'un point de vue énergétique (notamment depuis l'arrêt du nucléaire en 2011) que militaire (complaisance à l'égard de la Russie). La prise de conscience de l'Europe comme bien commun est peut-être tardive mais pourrait aider à retrouver un élan. Les Etats-Unis devraient s'en sortir sans trop de dommages : ils sont indépendants sur le plan énergétique et produisent des armes. Finalement, les Chinois pourraient être les gagnants du ban Russe. Ils ont là l'occasion d'avoir un fournisseur de matières premières à leur merci. Mais cela prendra du temps pour être opérationnel. Toutefois, à moins d'accepter les risques d'un isolement avec les pays occidentaux, l'ambition hégémonique de la Chine sur Taïwan paraît compromise.

Inflation et politiques monétaires

La guerre en Ukraine accentue les risques inflationnistes. Le renchérissement du prix des matières premières agricoles et énergétiques donne au scénario inflationniste encore plus de poids et de persistance. Pire, la crise Russe affaiblit la vigueur de la reprise en Europe et ravive les risques d'un scénario noir avec une croissance menacée accompagnée d'une forte inflation, ce que les

économistes appellent la stagflation. La stagflation est la pire des situations puisque essayer de la juguler revient soit à tuer le malade (politique monétaire restrictive pour stopper l'inflation au risque de déclencher une récession féroce), soit à accentuer sa fièvre (conserver une politique monétaire accommodante pour préserver la croissance au risque d'entretenir et de renforcer le phénomène de hausse des prix).

Paul Volker avait choisi un remède de cheval pour tuer la spirale inflationniste au début des années 80. Son prédécesseur Arthur Burns avait mis le feu aux poudres en choisissant la seconde possibilité au milieu des années 70. Apparemment, et après une (très) longue période de réflexion, Jerome Powell s'oriente vers un choix Volkerien. Tancé par certains faucons comme Bullard, il s'est décidé à agir et à remonter les taux de façon ostensible pendant toute l'année 2022. On peut s'attendre à une nouvelle hausse de taux de 0,5% en mai et à un rythme soutenu de hausse à chaque FOMC. La Fed indique clairement son intention de casser la spirale inflationniste qui s'est étendue à l'immobilier, aux services et surtout aux salaires.



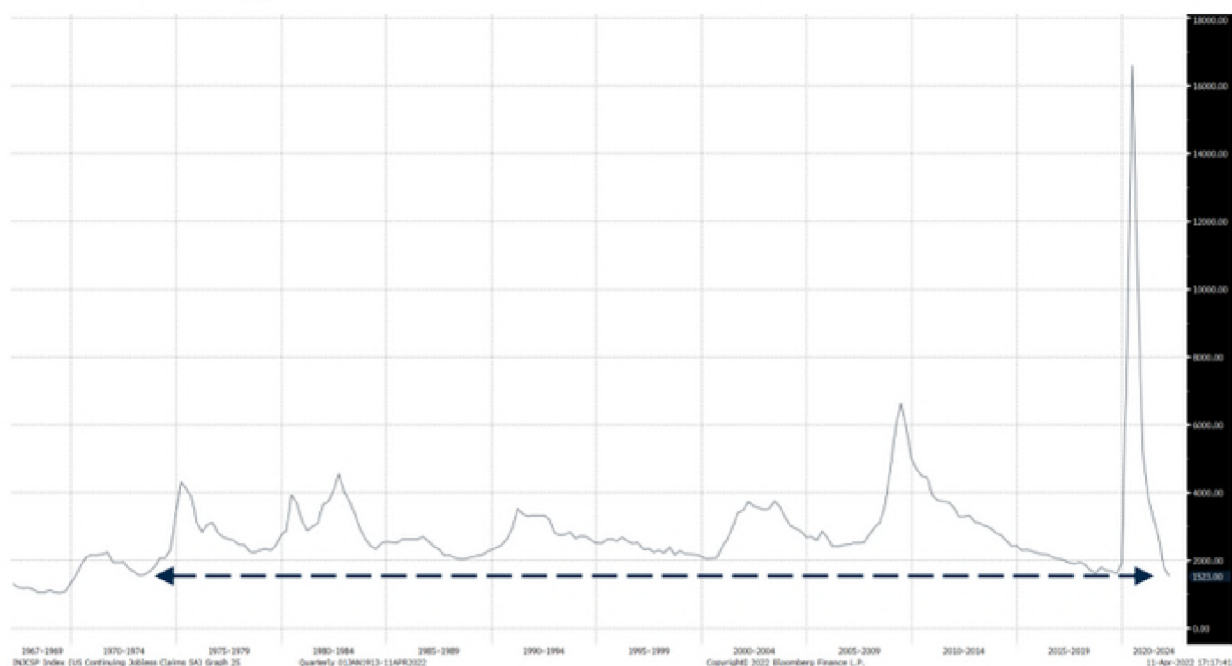
US CPI

Source : Bloomberg

Face à la politique de la Fed, la disparité des réponses des banques centrales est manifeste. Si la Banque d'Angleterre est dans le sillage de la Fed, la Banque du Japon promet de ne rien changer et de conserver un ton résolument accommodant. Il faut dire que l'inflation atteint à peine 2% et que la croissance reste morose au Japon. L'écart entre les deux politiques monétaires a entraîné une forte baisse du Yen (-7% depuis le début d'année) quasiment au plus bas depuis 2002. La BCE se trouve dans une position délicate. En premier lieu, l'inflation observée en Europe n'est pas de même nature qu'aux Etats-Unis.

Il s'agit principalement d'une inflation importée sans phénomène tangible d'indexation (boucle prix-salaire notamment). Monter les taux ressemblerait à refaire l'erreur de JC Trichet en 2008. Et ne rien faire pourrait conduire à une baisse de l'euro génératrice d'inflation (cf. scénario de la baisse du Yen). La BCE sera donc très prudente mais devrait profiter de cet épisode pour normaliser les taux d'intérêt et les ramener à zéro. On le comprend, cette disparité dans les politiques monétaires aura un impact direct sur les devises et leur volatilité. Incertitude supplémentaire.

La question sur la possibilité d'une récession est naturellement sur toutes les lèvres et l'inversion momentanée de la courbe des taux sur le 2-10 est un élément à considérer. Et là encore, l'équation est complexe. Le paradoxe d'un marché de l'emploi en super forme (chiffres des demandes d'allocations chômage au plus bas depuis 1968) et d'une confiance des ménages en berne (Michigan Consumer confidence) s'explique par une demande toujours très élevée (avec une demande de crédit en forte hausse) mais une peur instinctive de l'inflation et d'une forte dégradation du pouvoir d'achat. Mais, tant que rien de concret ne se manifeste sur l'emploi, on doit, a priori, considérer ce risque de récession comme une menace à probabilité limitée.



Demands d'allocation chômage aux Etats-Unis au plus bas depuis 1968



Confiance des consommateurs - Université du Michigan

Source : Bloomberg

Entre remontée des taux, risque de stagflation, guerre en Ukraine, flambée des prix de l'énergie, les marchés actions auraient pu connaître une punition d'ampleur. Et cependant, en dépit d'une réaction émotionnelle après la déclaration de guerre le 24 février, les actions ont montré une résilience assez remarquable très éloignée des scénarios les plus noirs. Et on assiste en effet à un surprenant « flight to quality » à l'envers. Les investisseurs ne se retournent pas vers les actions par conviction mais plutôt par dépit. Dans l'environnement actuel, aucun investissement n'est attractif (hormis peut-être certaines matières premières) mais certains semblent moins mauvais que d'autres. En l'état, ce sont donc les obligations et le cash qui sont montrés du doigt. Pour la première fois depuis 40 ans, les obligations ne sont plus l'actif sans risque. Mais, au contraire, elles sont devenues l'actif où l'on risque de perdre deux fois : une première fois avec la hausse des taux et l'effet de la durée et une deuxième avec l'effet de l'inflation sur le principal à la maturité. Et comme il faut bien être investi quelque part, les actions deviennent un havre de paix avec l'idée que les entreprises peuvent indexer leurs profits plus facilement à la hausse des prix. En marche vers un nouveau paradigme ?

Fonds à impact

Urgence climatique : le fonds Kanopy Active Climate Transition devient un fonds à impact

Le nouveau rapport du GIEC (3600 pages) dresse un tableau très alarmant des conséquences du changement climatique, notamment la multiplication des événements climatiques extrêmes. Publié le 1er mars, en plein conflit Ukrainien, le résultat est là : personne ne l'a lu, peu de monde en a parlé, mais tout le monde est concerné !

Fruit d'une collaboration internationale de 270 scientifiques issus de 67 pays, le GIEC a publié le volume 2 de son 6ème rapport d'évaluation, intitulé « Changement climatique : impacts, adaptation et vulnérabilité ». Il présente l'état actuel des connaissances sur les impacts perceptibles du changement climatique sur les humains et les écosystèmes.

Le rapport est inquiétant : les événements climatiques extrêmes (vagues de chaleur, fortes précipitations, inondations, cyclones tropicaux intenses, sécheresses, incendies), effets du changement climatique causés par l'homme, ont déjà des impacts importants sur les populations, les écosystèmes et les infrastructures. Les conséquences sur l'accès à l'eau et la sécurité alimentaire, la santé, le fonctionnement des économies et la biodiversité sont très graves. Les risques s'aggraveront avec l'augmentation du réchauffement climatique, dans toutes les régions du monde. Le rapport souligne qu'au-delà de 1,5°C de réchauffement, le changement climatique aura des impacts irréversibles, notamment sur la biodiversité. Pour le GIEC, des solutions d'adaptation existent mais elles nécessitent une transformation systémique. Parmi ces solutions, il y a notamment la mise en place de systèmes d'alerte précoce ou encore des solutions fondées sur la nature, qui ont des co-bénéfices pour la biodiversité, le climat et les populations. Retarder ces actions et les politiques nécessaires à leur mise en œuvre compromet leur efficacité, diminue leur potentiel et augmente leur coût.

“

LES CONSTATS DU GIEC SONT SANS APPEL ET CONFIRMENT LA NÉCESSITÉ D'AGIR À LA FOIS SUR LA CAUSE DU CHANGEMENT CLIMATIQUE, EN RÉDUISANT LES ÉMISSIONS DE GAZ À EFFET DE SERRE MONDIALES, ET SUR SES CONSÉQUENCES POUR ESSAYER D'EN LIMITER LES IMPACTS.

Conscients de l'urgence climatique et en nous inspirant de Pierre Rabi, nous avons décidé d'apporter notre contribution en intégrant un objectif de réchauffement de notre portefeuille compatible avec l'Accord de Paris. C'est-à-dire en imposant une contrainte de température de réchauffement inférieure à 2°C pour notre portefeuille d'actions, quelle que soit la situation de marché. L'année passée, nous avons intégré un filtre ESG qui a permis d'exclure les plus mauvaises entreprises selon notre méthodologie en accord avec l'article 8 de la réglementation SFDR. Dans les prochaines semaines, le fonds deviendra un fonds à impact, aligné à l'article 9 de la réglementation SFDR. Nous présentons ici le détail de notre méthodologie qui nous permet aujourd'hui d'afficher une température implicite de 1,78°C.





Température de réchauffement implicite

Plus de 6 ans après l'adoption de l'Accord de Paris sur le climat, les efforts portés sur la réduction des émissions carbone manquent encore d'ambition. Les crises qui ont récemment secoué l'économie mondiale n'ont pas globalement permis d'insuffler un nouveau souffle dans les politiques de transition des entreprises et des gouvernements. Pire, la pandémie de Covid-19 n'a même pas suffi à réduire les émissions carbone mondiales (-5,4% en 2020 - source Global Carbon Project) à hauteur des ambitions de l'Accord de Paris (objectif de -7% par an jusqu'en 2050). Concrètement, il faudrait donc une pandémie massive chaque année afin d'atteindre la neutralité carbone en 2050 - seuil indispensable pour restreindre le réchauffement climatique en-dessous des 2°C d'ici 2100. Pour l'année 2021, les projections établissent déjà un retour des émissions aux niveaux de l'année 2019.

En Europe, c'est finalement la décroissance subie, conséquence des restrictions occidentales suite à l'offensive russe, qui nous mène vers le délaissement des ressources fossiles. Faut-il donc une guerre pour prendre conscience que notre dépendance aux énergies polluantes n'est pas une solution de long terme ? Apparemment, oui malheureusement. C'est encore une fois face au mur que nous tentons d'écraser la pédale de frein. Trop tard. Par ailleurs, si la Russie fournissait de l'électricité 'verte', certains pays seraient même obligés de faire marche arrière, vers le charbon par exemple, pour subvenir à leur besoin à court terme.

Comment réagir et faire réagir ? La transition vers un monde moins polluant est une mécanique complexe dans laquelle chaque acteur est un rouage. Agir seul ne permettra pas de faire tourner l'ensemble de la machine dans le bon sens. Mais plus la bonne volonté s'installe parmi un grand nombre de participants et plus la transition sera douce et sans friction. C'est pourquoi Kanopy affiche son engagement sur le sujet de la décarbonation, véritable clé de voûte de sa politique d'investissement.

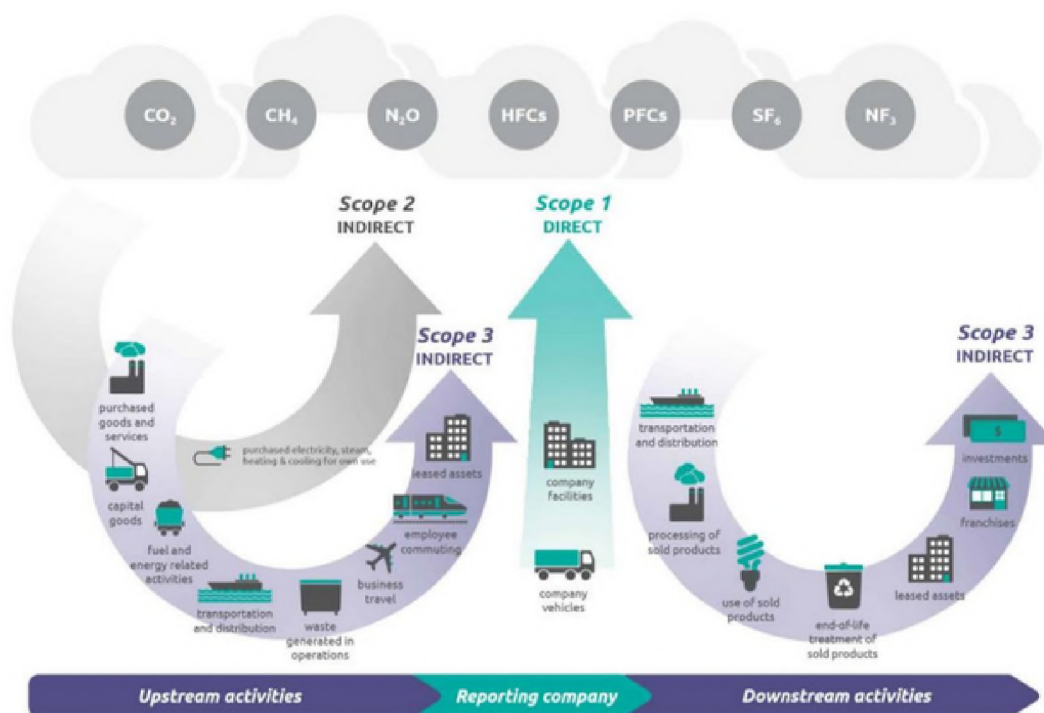
Un indicateur simple, et qui résume bien l'empreinte carbone d'une entreprise, est sa température de réchauffement implicite. C'est la température de réchauffement implicite par rapport aux niveaux préindustriels à l'horizon 2100 si l'ensemble des entreprises avaient les mêmes émissions de gaz à effet de serre (GES) au-dessus de leur budget carbone disponible.

Comptabilisation des émissions

Pour chaque entreprise de l'indice, la somme des émissions de GES sont rapportées en tonnes de CO₂ équivalentes (tCO₂e). En effet, tous les gaz polluants ne se valent pas. Certains gaz tels que le méthane (CH₄) ou le protoxyde d'azote (N₂O) ont des potentiels de réchauffement bien supérieurs à celui du dioxyde de carbone (CO₂). Il est donc important de comptabiliser non pas une quantité intrinsèque mais un niveau d'émissions en tCO₂e. De plus, les émissions de GES doivent être comptabilisées pour l'ensemble de la chaîne de valeur d'une entreprise, de la production au recyclage en passant par l'utilisation des produits ou services proposés.

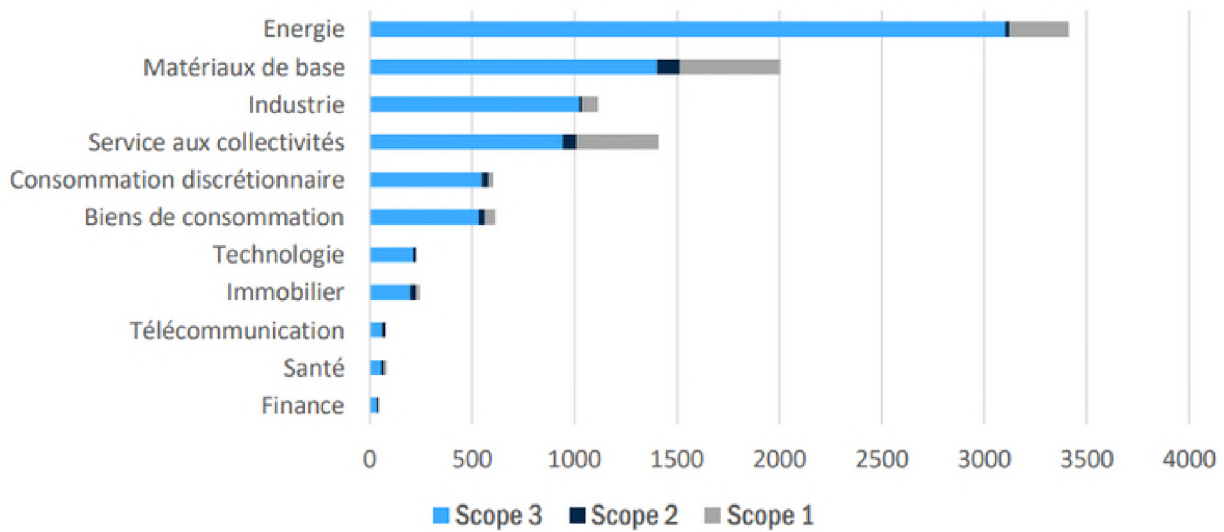
Pour ségréger les phases de la chaîne de valeur, des 'scopes' ont été définis :

- Scope 1 : émissions directes de l'entreprise (issues des installations fixes ou mobiles situées à l'intérieur du périmètre organisationnel)
- Scope 2 : émissions indirectes liées à l'énergie (liées à la production d'électricité importée pour les activités de l'entreprise)
- Scope 3 : toutes les autres émissions indirectes (achats de produits et services, déchets, déplacements des employés, transports de marchandises...)



Le scope 3 étant le plus difficile à calculer ou estimer, il est souvent exclu des analyses. C'est pourtant le scope avec les postes d'émissions les plus importantes.

Emissions carbone moyenne par secteur et scope (en tCO2e)



Source : MSCI Research

Enfin, les objectifs de décarbonation des entreprises sont pris en compte afin d'estimer les émissions projetées entre aujourd'hui et 2070.

Calcul du budget d'une entreprise

Le budget carbone mondial annuel disponible entre aujourd'hui et 2070 est réparti entre les entreprises selon leur secteur, pays et activités. Ainsi, chaque entreprise ne doit pas dépasser un seuil d'émissions propre à ses caractéristiques.

Calcul de la température d'une entreprise

À l'échelle d'une entreprise, le dépassement est calculé en divisant les émissions projetées par le budget carbone de l'entreprise. Ce dépassement peut être négatif si l'entreprise émet moins que ce qu'elle a le droit d'émettre. Ensuite, le "facteur de réponse aux émissions cumulées" (TCRE en anglais), défini en 2013 par le GIEC, permet de convertir un excédent d'émissions en surplus de température au-delà des 2°C. Ce facteur vaut $5.45e10^{-4}^{\circ}\text{C}/\text{GtCO}_2\text{e}$ et il est identique pour toutes les entreprises.

La température de réchauffement implicite peut ensuite être calculée grâce à la formule : (1)

$$T = 2^{\circ}\text{C} + \text{dépassement} * \text{budget global} * \text{TCRE}$$

Grâce à cette méthode, la trajectoire de décarbonation de l'entreprise est incluse dans le calcul de la température. Ainsi, sélectionner une entreprise dont la température de réchauffement implicite est inférieure à 2°C assure que les émissions de l'entreprise répondent aux exigences de l'Accord de Paris.

Agrégation au niveau du portefeuille

Au niveau d'un portefeuille d'actions, il faut d'abord calculer un pourcentage de détention d'une entreprise i grâce à la formule : (2)

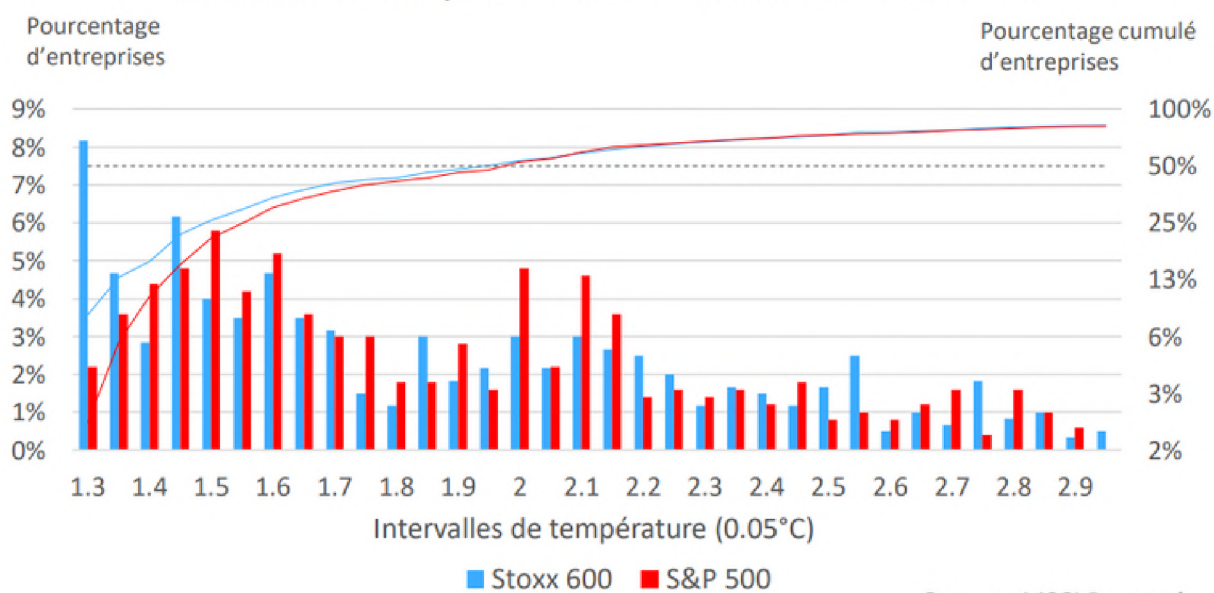
$$\text{détention}_i = \frac{\text{AUM portefeuille} * \text{poids actif}_i}{\text{valeur entreprise (cash inclus)}_i}$$

Le budget du portefeuille est alors la somme des budgets individuels pondérée par le pourcentage de détention. Pour obtenir le dépassement du portefeuille, il faut appliquer la formule suivante : (3)

$$\text{dépassement portefeuille} = \frac{\sum \text{détention}_i * (\text{émissions}_i - \text{budget}_i)}{\sum \text{détention}_i * \text{budget}_i}$$

En appliquant l'équation (1) avec le dépassement du portefeuille, on peut obtenir sa température implicite de réchauffement. Il est donc possible de déterminer si une allocation est alignée à l'Accord de Paris. En pratique, une exclusion des titres non alignés (dont la température individuelle est supérieure à 2°C) permet déjà d'allouer les capitaux vers les entreprises environnementalement plus nobles. Dans ce domaine, l'Europe est plutôt un bon élève avec plus de 50% des entreprises alignées.

Distribution des températures de réchauffement au 31 mars 2022



Source : MSCI Research

Conséquences sur notre sélection

Le réchauffement climatique est désormais au centre de la sélection du fonds Kanopy Active Climate Transition. C'est aujourd'hui un impératif. A contre courant des idées vaguement répandues d'un cadre restrictif insoutenable, d'une

diversification impossible et d'une sous-performance inévitable, exclure les gros pollueurs d'un indice n'a rien d'impossible. En effet, notre sélection se base sur un compartiment ESG de 400 actifs dont la température de réchauffement implicite est inférieure à 2,5°C. Afin de s'assurer que la température du portefeuille ne dépasse jamais 2°C, les poids des actifs sont ensuite optimisés sous contrainte. Il est alors possible de minimiser la tracking error avec l'indice de référence tout en conservant une allocation alignée à l'Accord de Paris.

Par ailleurs, les exclusions liées à l'ESG d'une part et à la trajectoire des émissions carbone, d'autre part, permettent de conserver un univers d'investissement proche des deux-tiers de l'univers initial du Stoxx 600. Cette sélection n'entrave nullement notre processus d'investissement et nous permet donc de conserver l'ADN historique de Kanopy: une volonté de réduction de la volatilité, une expertise top-down sur les styles de gestion avec une approche bottom-up innovante. En effet, avec une pré-sélection de 400 actifs, la marge de manœuvre dans la sélection d'actifs de qualité et à volatilité maîtrisée est parfaitement réalisable sans nuire à la diversification sectorielle et de style.

Nous sommes donc très enthousiastes à l'idée de pouvoir intégrer une contrainte de réchauffement tout en poursuivant notre construction de portefeuille fondée sur des critères quantitatifs liés à notre analyse du cycle des affaires et à la sélection des titres reposant sur leurs métriques financières et boursières. Ainsi, le fonds Kanopy Active Climate Transition devient un fonds Article 9, selon la réglementation SFDR, avec un objectif de température compatible avec l'Accord de Paris et en lien avec nos valeurs.

