

Q4 2022

Decryptage

JANVIER 2023

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** 2022, l'année de l'inflation, 2023, l'année de la récession ?
- 05** 2020-2022 : Le retour de l'histoire ou la fin du triomphe de l'économie libérale ?
- 09** Mais que se passe-t-il avec l'article 9 ?
- 11** Qu'est-ce que la durabilité d'une action ?

Ce nouveau décryptage du début 2023 arrive à un moment où les interrogations sont nombreuses tant sur le plan macro-économique et boursier (après une année 2022 particulièrement fournie en surprises) que sur les aspects extra-financiers où l'application du règlement SFDR est chahuté et questionné de toutes parts.

Nous profiterons de ce décryptage pour présenter notre compréhension des bouleversements intervenus en 2022 et essaierons de les replacer dans une optique d'un cycle à plus long terme. Nous rappellerons le malaise lié au déclassement de fonds Article 9 SFDR et la polémique sur les soupçons de greenwashing. Cela nous permettra d'expliquer notre positionnement et comment nous parvenons à satisfaire des objectifs de durabilité bien établis et exigeants sans compromettre les objectifs financiers.

2022, l'année de l'inflation, 2023, l'année de la récession ?

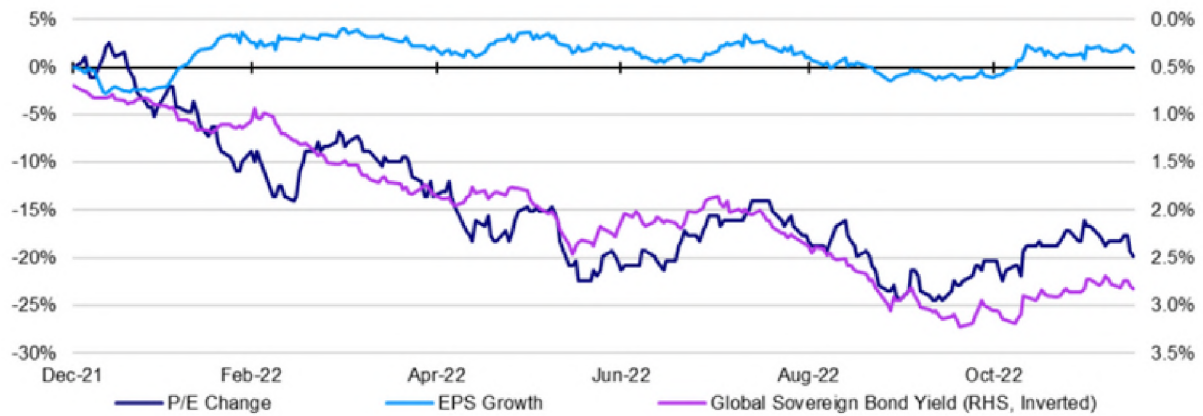
2022 sera donc la première année de l'histoire financière moderne à subir un double Krach sur les actions et sur les obligations. En plus d'un siècle cela n'était jamais arrivé ! Tous les principes de diversification ont volé en éclat, seules les matières premières ont offert de la décorrélation. Au-delà de la surprise statistique, l'absence de décorrélation et de convexité sur les marchés obligataires questionne la solidité des théories de la finance moderne et de leur application dans les portefeuilles diversifiés.

La faute en revient à l'inflation : sujet essentiel de toute l'année 2022. La sidération était déjà palpable en début d'exercice et s'est renforcée avec le conflit Russo-Ukrainien et l'explosion des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Puis, depuis l'été, le temps de la stabilisation et de l'inflexion est venu. Tout indique, en effet, que le phénomène inflationniste est en passe d'être maîtrisé, ce qui est une bonne nouvelle. Malheureusement, inflexion n'est pas raison. Comme le démontre l'histoire des années 70 où l'inflation a connu des vagues de hausse interrompues par des périodes de stabilisation. Rien n'indique à ce stade que l'inflation soit maîtrisée au point de revenir sur le seuil de neutralité de 2% décrété par les banques centrales.

Si l'inflation s'estompe, elle le doit à la politique particulièrement radicale des banques centrales qui ont réduit les liquidités et augmenté les taux d'intérêt de façon extrêmement brutale. Et pourtant, en dépit de la flambée du prix des matières premières, la croissance économique tient toujours. Des premiers signes d'essoufflement de la croissance sont déjà constatés sur le marché immobilier, sur les commandes ainsi que sur la confiance des consommateurs et des entrepreneurs. Et s'il paraît légitime de s'attendre à un ralentissement marqué au cours de l'année 2023, il faudra cependant constater une dégradation tangible sur le marché du travail pour le valider.

Ainsi 2023 devrait être l'année du ralentissement et peut-être de la récession. Le consensus est assez unanime. Tous les indicateurs ayant fonctionné historiquement sont au rouge : inversion de la courbe des taux, baisse des leadings indicators et enfin, baisse de la masse monétaire. Et pourtant, les marchés actions montrent une résistance implacable. Jusqu'à présent, la baisse des marchés coïncide avec un réajustement des valorisations (PER) parfaitement aligné à la hausse des taux (Graphique 1).

Ainsi, les anticipations sur les bénéfices restent inchangées et le marché n'a nullement intégré une éventuelle correction des bénéfices. Or historiquement,

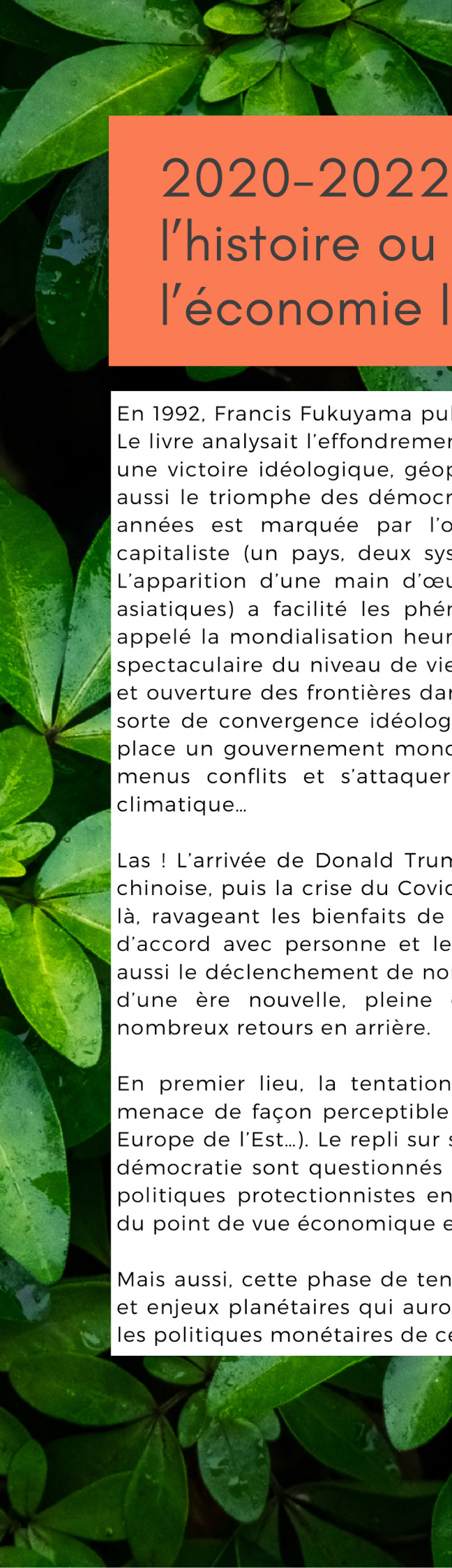


Graphique 1 : La baisse des marchés d'actions en 2022 s'explique essentiellement par la hausse des taux longs

Le graphique démontre que les anticipations sur les bénéfices sont restées stables et légèrement positives sur toute l'année 2022. En revanche, la correction sur les actions est essentiellement un phénomène de réajustement des valorisations. Le PER semble avoir suivi pas à pas la dégradation des marchés obligataires (ici représentée à travers la hausse des taux longs en échelle inversée).

toute récession s'accompagne d'une baisse de ces derniers d'une ampleur de 15 à 30%. Ce que semble ignorer le marché. Probablement, parce qu'il considère que la récession est déjà dans les cours et qu'il se concentre donc sur la prochaine étape. Tout particulièrement, les investisseurs considèrent que le déficit de stimulation monétaire sera compensé par une politique budgétaire toujours aussi audacieuse... Le risque est pourtant élevé de voir les taux d'intérêt sous pression (augmentation de l'offre vs réduction de la demande des banques centrales). La belle euphorie des marchés depuis septembre (plus de 20% en Europe) repose sur un décalage profond avec le narratif macro. Un tel écart de perception n'est pas durable : l'un des deux devra corriger (rapidement) sa copie.

████████████████████



2020-2022 : Le retour de l'histoire ou la fin du triomphe de l'économie libérale ?

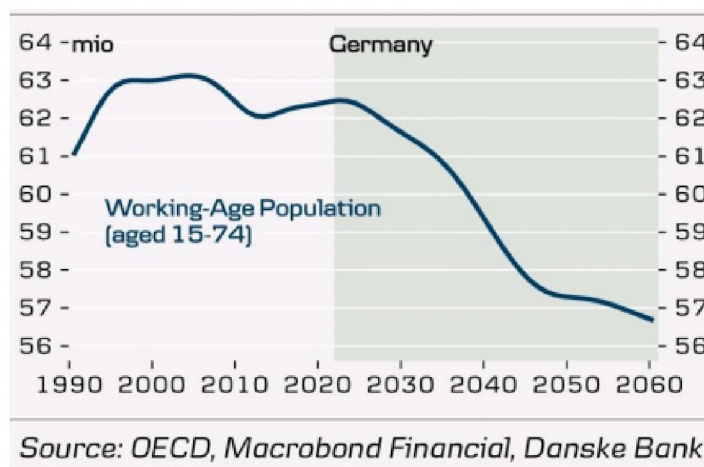
En 1992, Francis Fukuyama publiait « La fin de l'histoire et le dernier homme ». Le livre analysait l'effondrement du communisme et des totalitarismes comme une victoire idéologique, géopolitique et historique de l'occident, c'est-à-dire aussi le triomphe des démocraties libérales. L'histoire de ces trente dernières années est marquée par l'ouverture de l'économie Chinoise au système capitaliste (un pays, deux systèmes) et l'explosion des échanges mondiaux. L'apparition d'une main d'œuvre abondante et bon marché (Chine et pays asiatiques) a facilité les phénomènes des délocalisations et de ce qu'on a appelé la mondialisation heureuse (abondance de produits à bas prix, hausse spectaculaire du niveau de vie dans certains pays émergents comme la Chine et ouverture des frontières dans un monde pacifié et plus démocratique). Une sorte de convergence idéologique se profilait. Ne restait plus qu'à mettre en place un gouvernement mondial dont l'objectif aurait été de régler quelques menus conflits et s'attaquer au très sérieux problème du réchauffement climatique...

Las ! L'arrivée de Donald Trump en 2017 avec sa politique commerciale anti-chinoise, puis la crise du Covid et, enfin, la guerre en Ukraine sont passées par là, ravageant les bienfaits de trente années d'expansion. Plus personne n'est d'accord avec personne et les égoïsmes nationaux ont repris la main. C'est aussi le déclenchement de nombreux phénomènes qui marquent l'émergence d'une ère nouvelle, pleine d'incertitudes et marquée sous le sceau de nombreux retours en arrière.

En premier lieu, la tentation totalitaire est à nouveau au goût du jour et menace de façon perceptible les plus vieilles démocraties (USA, Brésil, Israël, Europe de l'Est...). Le repli sur soi se constate chaque jour, certains piliers de la démocratie sont questionnés et les populismes de toute sorte font florès. Les politiques protectionnistes en sont une des conséquences les plus tangibles du point de vue économique et financier.

Mais aussi, cette phase de tension politique coïncide avec d'autres crispations et enjeux planétaires qui auront un impact probable sur l'inflation, la dette et les politiques monétaires de ces prochaines années.

- La démographie est un sujet majeur. La main d'œuvre autrefois si abondante devient rare. La sortie des baby-boomers du marché de l'emploi entraîne une inflexion nouvelle du ratio entre population en âge de travailler et le reste de la population : le monde manque de main d'œuvre en Chine, qui pour la première fois depuis 1961 vient d'annoncer la réduction de sa population de près d'un millions de personnes, confirmant l'amorce de son déclin démographique. Et la situation est similaire en Amérique du Nord, au Japon et bien-sûr en Europe. En Allemagne, on constate à la fois un niveau d'emploi historique (à plus de 45 millions de travailleurs) et des perspectives de dégradation progressive de la population active qui devrait baisser de plus de 10% dans les trente prochaines années (Graphique 2). La raréfaction de l'emploi est inscrite. Elle aura de nombreux impacts sur les équilibres sociaux et sur l'inflation. Certaines études démontrent une relation objective entre la structure démographique et l'inflation structurelle. Le dernier cycle de tension démographique s'est achevé à la fin des années 70 (début de l'arrivée des baby-boomers sur le marché du travail), il a laissé la place à un monde où l'emploi était abondant, relayé ensuite par l'ouverture du marché Chinois. Aujourd'hui, la structure démographique a toute les chances d'entraîner une tension sur les salaires et l'amorce d'une redistribution salaires-profits au détriment des entreprises qui auront beaucoup de mal à éviter un tassement de leur marge.



GRAPHIQUE 2 : EVOLUTION DE L'EMPLOI TOTAL EN ALLEMAGNE ET PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION DE LA POPULATION ACTIVE D'ICI 2060, DONNÉES BLOOMBERG

- Les problématiques environnementales représentent le sujet le plus important à régler au cours de ces trente prochaines années. Sans détailler l'immensité des difficultés et des points à résoudre, quoi qu'il en coûte parce qu'il n'y a pas de plan B, on doit bien comprendre que cela pèsera sur les ménages mais encore plus fortement sur les entreprises (réglementations, normes, taxe carbone...). Les entreprises devront à la fois financer le changement environnemental et s'adapter à ces normes en acceptant des engagements nouveaux qui dégraderont les marges.
- Parallèlement à la pacification géopolitique constatée ces trente dernières années, les politiques macroéconomiques ont aussi convergé vers un libéralisme où l'entreprise était triomphante avec les lois de la concurrence comme philosophie et la recherche du profit absolu comme doctrine morale, avec toutes les dérives que l'on sait et en particulier, l'accumulation d'inégalités croissantes dépassant celles observées un siècle plus tôt pendant les années folles. Ces dérives inégalitaires sont naturellement socialement inacceptables. Comme nous l'avons vu, la bascule démographique devrait aussi s'accompagner d'une inversion des forces dans les rapports sociaux. Et aussi, d'un point de vue politique : les nations devraient reprendre leurs droits (à l'instar de l'application d'une taxe minimale de 15% pour les entreprises).
- L'environnement macroéconomique a lui aussi changé radicalement. Nous avons vécu trente années « Boucles d'or » du nom du conte dans lequel une petite fille dénommée « Boucles d'or », perdue dans la forêt, découvre la maison des ours où l'y attend trois bols de gruau. Elle se régale de celui de l'ourson, ni trop chaud, ni trop froid... C'est la métaphore des économistes pour parler d'un environnement économique parfaitement idéal où la croissance est suffisante pour permettre aux bénéficiaires de prospérer mais pas trop forte pour éviter toute tension monétaire susceptible de casser le rythme de la croissance.

Ainsi entre 1985 et 2019, la volatilité de la croissance réelle n'a jamais été aussi faible de même que l'inflation. Le risque de tout investissement n'a jamais été aussi faible qu'à cette période. Et, en même temps, le coût de l'investissement (le taux d'intérêt) a atteint des niveaux historiquement faibles (free money). Les investisseurs ont donc bénéficié d'un environnement idyllique où le risque était à la fois faible et peu coûteux. Or, aujourd'hui, la croissance promet d'être plus faible et beaucoup plus incertaine (la baisse de la population active est par nature une mauvaise nouvelle pour la croissance économique) et l'inflation récemment apparue a peu de chances de disparaître dans les mois qui viennent. Elle risque au contraire d'être difficilement maîtrisable. En conséquence, la volatilité de la croissance nominale va changer de nature, entraînant une hausse significative du risque. Et dans le même temps, le coût du risque va fortement croître (hausse des taux et réduction du bilan des banques centrales). En clair, l'environnement « Boucles d'or » s'est évanoui et les ours sont rentrés à la maison !

En résumé, si l'on agrège une politique monétaire beaucoup moins dispendieuse, des risques environnementaux considérables, une instabilité sociale forte, une pression démographique persistante avec de véritables menaces pour les démocraties libérales, on doit donc comprendre que l'avenir promet d'être complexe et grave. On ne notera aussi qu'aucun des aspects mentionnés ici n'est favorable à l'entreprise et au maintien de taux de marges exceptionnels. Comme nous l'écrivions dans notre précédent décryptage, l'aléa moral du Greenspan put a bel et bien disparu et obtenir des rendements nets de plus de 10% par an sur les actions est devenu plus qu'improbable. Il faudra redoubler de talent pour compenser l'inflation et ce sera déjà une belle réussite!



Mais que se passe-t-il avec l'article 9 ?

Au cours de ces derniers mois, un nombre significatif de gérants a dégradé des fonds préalablement répertoriés article 9 en article 8. Les raisons de cette bascule sont multiples. Tout d'abord un certain nombre de gérants n'avait pas pris la mesure des contraintes tant en terme de gestion (univers d'investissement) qu'en terme de contraintes logistiques (base de données, capacité à gérer les données, reporting, documentation...). Aussi, la réglementation s'est avérée changeante et de plus en plus exigeante. Enfin, certains gérants y ont vu un risque réputationnel avec la peur d'être accusé de greenwashing.

Certaines études ont ainsi pu montrer qu'assez peu de fonds article 9 respectaient des contraintes relatives à la taxonomie européenne, notamment sur la durabilité des investissements (Novethic, Morningstar...). En conséquence, le paysage des fonds article 9 a foncièrement évolué : les fonds passifs (principalement des ETF indexés au PAB) ont quasiment disparu. Et pour cause, un indice n'a pas vocation à s'adapter aux évolutions réglementaires. Les fonds passifs ne représentent plus que 5% des fonds article 9 (contre 24% en septembre 2022). Finalement, Morningstar estime que l'ensemble des déclassifications en article 8 concerne plus de 300 fonds et 175M sous gestion. Remarquons que certains gérants ont péché par complaisance : certains ont ainsi considéré que 55% du CAC40 était durable quand d'autres affichaient un objectif bas carbone sans même disposer des données relatives au scope 3, pourtant essentiel. Les abus de toute sorte ont fatalement nuit à l'ensemble de la profession.

Ainsi, beaucoup d'observateurs se sont montrés très critiques à l'encontre des gérants. La presse (dossier du Monde sur le sujet) en a fait ses choux gras et en a profité pour jeter l'anathème sur toute la profession. Et les plus excessifs ont brandi, sans rougir, le totem Greta Thunberg pour supporter leur critique. Selon eux, la finance durable n'est qu'un oxymore. En forçant le trait, certains voudraient que les portefeuilles article 9 investissent exclusivement dans des titres à vocation durable aux dépens de toute diversification et avec le risque d'obtenir une performance financière insoutenable. Et l'on arriverait à l'extrémité suivante : un portefeuille durable sur l'aspect extra financier et irresponsable sur la partie financière. On est naturellement tenté d'appliquer la métaphore sur les vins bios et naturels.

Un vigneron qui ne penserait qu'aux problématiques d'intrant et de lunaison a toutes les chances de faire un vin à la fois instable, indigeste et, disons-le, imbuvable. Certes, ce vin respectera scrupuleusement la réglementation mais personne ne voudra le boire ni ne l'achètera. Et le vigneron perdra sa chemise...

En suivant cette logique, il faut comprendre que d'un point de vue commercial, il est quasiment impossible pour un gérant discrétionnaire d'assumer un fonds article 6 qui sous-entend l'absence totale de considération des problématiques ESG. En conséquence, la majorité des gérants se sont efforcés à inclure une vision ESG afin d'être répertorié article 8. Et si d'un autre côté, tous les fonds article 9 basculent en article 8, car la pression est trop forte, on se retrouvera dans une situation tout à fait aberrante avec une hyper concentration des fonds actifs classifiés article 8. Tout le monde sera article 8 et la réglementation n'aura servi à rien.



Qu'est-ce que la durabilité d'une action ?

Entrée en vigueur le 2 août 2022, la mise à jour de la réglementation MiFID II impose aux sociétés de gestion de prendre en compte les préférences de ses clients finaux en termes de durabilité. Elle propose au client final d'orienter ses critères selon 3 axes distincts : l'article 2 (17) de la réglementation SFDR, les PAI (Principales Adverses Impacts metrics) SFDR ou la Taxonomie. Le tableau ci-dessous résume les points clés de la durabilité sous l'angle Taxonomie, SFDR Article 2 (17) et PAI.

	Taxonomie	SFDR 2 (17)	SFDR PAI
Environnement ou Social	E	E et / ou S	E et / ou S
Dispositions	<ul style="list-style-type: none"> 6 objectifs environnementaux (seuls 2 sont appliqués aujourd'hui) Notion d'éligibilité et d'alignement Mesure par le chiffre d'affaires, l'Opex et le Capex 	<ul style="list-style-type: none"> Critères environnementaux et sociaux Pas d'objectifs spécifiques 	<ul style="list-style-type: none"> 18 métriques environnementales et sociales obligatoires 46 métriques optionnelles
Périmètre	<ul style="list-style-type: none"> Actions Obligations 	<ul style="list-style-type: none"> Actions Obligations 	<ul style="list-style-type: none"> Corporate (actions, obligations) (14 métriques) Sovereign (2 métriques) Immobilier (2 métriques)
Règles d'alignement	<ul style="list-style-type: none"> Contribution significative à l'un des 2 objectifs (chiffre d'affaires aligné) Sans nuire aux autres objectifs (DNSH : Do No Significant Harm) Garanties sociales minimales (Social Minimum Safeguards) 	<ul style="list-style-type: none"> Contribution positive à un critère social ou environnemental Pas de nuisances environnementales ou sociales significatives (DNSH) Bonnes pratiques de gouvernance (>= BB MSCI) 	<ul style="list-style-type: none"> Agrégation des métriques selon des formules précises Communication des résultats dans l'European ESG Template

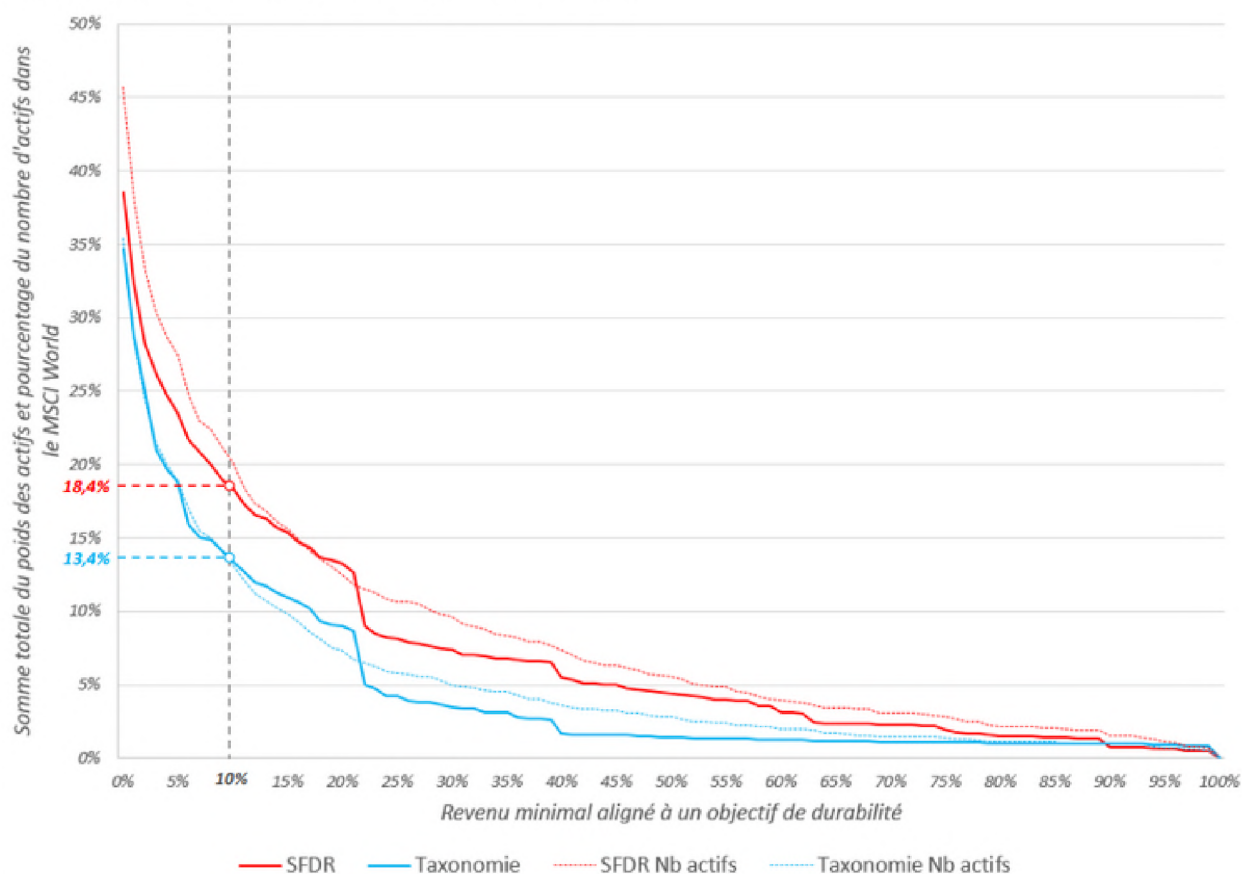
La définition proposée par le régulateur offre une grande flexibilité. En effet, il n'y a pas de limite minimale définie pour le chiffre d'affaires « durable » ni pour l'article 2 (17), ni pour la Taxonomie. C'est le client final qui fixe cette limite. En pratique, la société de gestion propose une limite que l'investisseur accepte s'il investit dans le fonds. Par ailleurs, l'article 2 (17) est plus large que la réglementation Taxonomie car il ne précise pas d'objectifs spécifiques. En revanche, il dresse une liste d'exemples qui s'inscrivent dans une démarche durable.

En ce qui concerne les PAI, le client final peut fixer des seuils minimaux de réduction, d'exclusion ou de sélection d'actions sur une combinaison des 14 métriques. Charge au gérant de respecter ces limites. Les PAI offrent une

grande diversité de choix pour définir la durabilité des actions. La notion de durabilité dépend donc de la vision de l'investisseur final. Il peut être néanmoins guidé par la société de gestion qui l'oriente vers les critères d'alignements aux grands traités internationaux tels que l'Accord de Paris en fixant des objectifs de réduction des émissions carbone par exemple.

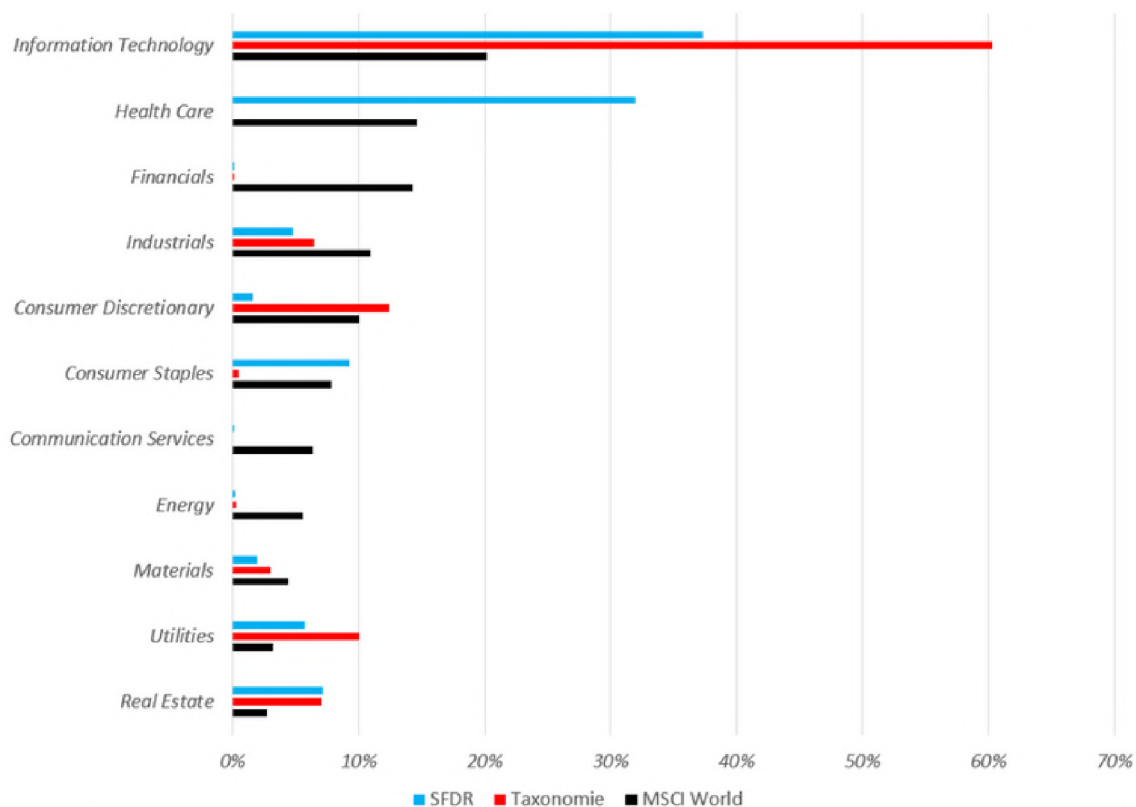
Les critères de durabilité sur les PAI sont donc très larges et ne permettent pas de mener une analyse simple sur un objectif d'alignement spécifique. C'est pourquoi nous nous focaliserons par la suite sur la réglementation Taxonomie et l'article 2 (17) SFDR.

Afin de mieux comprendre les conséquences du choix de la limite de chiffre d'affaires aligné pour ces deux réglementations, le graphique 3 met en lumière la somme des poids des actifs durables en fonction du revenu minimal durable généré par les entreprises du MSCI World.



Graphique 3 : Somme du poids et pourcentage d'actifs du MSCI World en fonction du revenu minimal aligné à un des objectifs de durabilité pour l'article 2 (17) SFDR et la réglementation Taxonomie. Données MSCI, analyse Kanopy AM

Dans ce graphique, en fixant le revenu aligné à un des objectifs durables à 10% au minimum, seuls 18,4% (303 actifs) du MSCI World sont durables selon la réglementation SFDR et 13,4% (198 actifs) selon la réglementation Taxonomie. Dans ces conditions, difficile de définir une stratégie financière pertinente. Pire encore, la répartition sectorielle des actifs ne permet pas la diversification (Graphique 4).

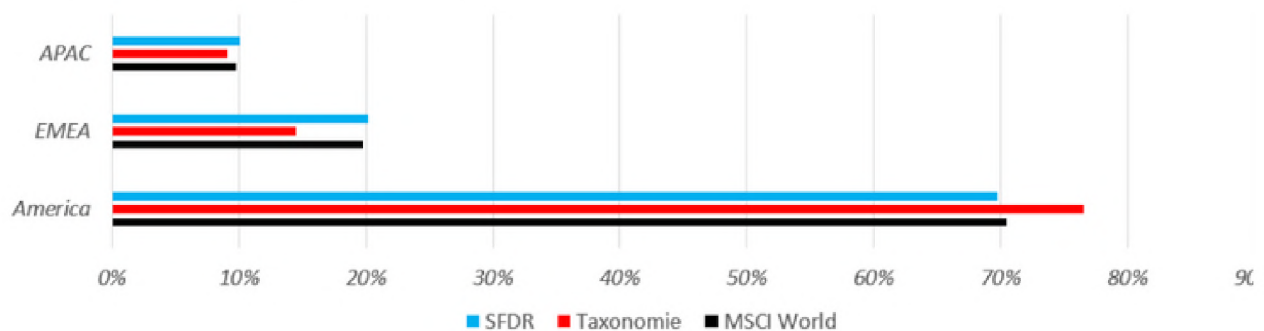


Graphique 4 : Répartition sectorielle pondérée de la capitalisation boursière des actifs dérivant au moins 10% de chiffre d'affaires d'activités durables. Données MSCI, analyse Kanopy AM

Les biais sectoriels sont particulièrement marqués. On notera notamment :

- La prédominance de l'IT
- La disparition presque totale du secteur financier, de l'énergie et des services de communication
- Les disparités entre les deux réglementations. Alors que beaucoup d'entreprises de la santé et de la consommation de base dérivent un revenu durable social qui est comptabilisé par l'article 2 (17), ces mêmes entreprises ne semblent pas mener une politique environnementale durable, elles ne sont donc pas alignées à la Taxonomie.

En revanche, le biais géographique est peu marqué. La durabilité des entreprises ne semble donc pas être meilleure dans une région du monde plus qu'une autre (Graphique 5).



Graphique 5 : Répartition géographique pondérée de la capitalisation boursière des actifs dérivant au moins 10% de chiffre d'affaires d'activités durables. Données MSCI, analyse Kanopy AM

Ce filtre de durabilité est implacable puisqu'il évacue près de 80% des titres de l'univers. Qui plus est, si l'on y ajoute des filtres complémentaires liés à la température (ITR), aux piliers E, S et G ou à la signature du Global Compact, l'univers autorisé se réduit comme peau de chagrin avec des secteurs entiers quasiment absents (finance, santé, staples, communication et bien-être énergie). Il devient alors impossible de construire un portefeuille financier cohérent assurant un comportement pérenne, ce qui reste un des objectifs essentiels de tout investisseur. Pire, en ne sélectionnant que des compagnies parfaitement durables, on n'est pas non plus tout à fait certain d'avoir l'impact souhaité. N'est-il pas impératif d'intégrer aussi des entreprises qui, certes ne répondent pas encore au critère de durabilité, mais dont les efforts d'amélioration sont remarquables et méritent d'être encouragés ? La vision dynamique ne peut être oubliée.

Comment résoudre la quadrature du cercle en affichant à la fois une démarche résolument durable sans compromettre les exigences financières ? Notre premier objectif est de fixer un seuil minimal de 10% d'alignement du chiffre d'affaires pour considérer qu'une entreprise est durable. En suivant la Taxonomie, et après les filtres DNSH, cela représente environ 13% des entreprises de l'univers MSCI (18% pour SFDR). Ensuite, nous déterminons un seuil minimal d'investissement de 50% dans des entreprises durables avec l'ambition de pouvoir progressivement atteindre le seuil de 70% grâce à l'amélioration attendue des entreprises. Ensuite, le reste du portefeuille (soit un maximum de 50% de titres) est composé de titres qui ne portent aucun préjudice aux objectifs des réglementations Taxonomie et SFDR (DNSH), dont la température et la trajectoire d'émission carbone permettent au portefeuille d'être aligné à l'Accord de Paris, dont les notes et le comportement ESG ne sont pas disqualifiants et qui ont signé le Global Compact de l'ONU. Ces contraintes sont significatives et nous permettent d'être absolument convaincus de la pertinence extra-financière de notre approche et donc du caractère foncièrement durable de notre portefeuille. Enfin, cela nous permet aussi de disposer d'un univers d'investissement suffisamment large (plus de 300 titres au niveau mondial) garantissant une vraie diversification sectorielle et l'assurance de pouvoir disposer d'un portefeuille financièrement pertinent et responsable.

