

Q2 2022

# Decryptage

JUILLET 2022

---

PRÉPARÉ PAR

Thierry Bechu et Jean Jardel

Kanopy AM  
38 rue Etienne Marcel, 75002 Paris  
[info@kanopy-am.com](mailto:info@kanopy-am.com)  
[www.kanopy.com](http://www.kanopy.com)

# TABLE DES MATIÈRES

- 03** Macro : les banques centrales à la recherche d'une crédibilité perdue
- 05** Impact financier des choix extra-financiers
- 10** Conclusion

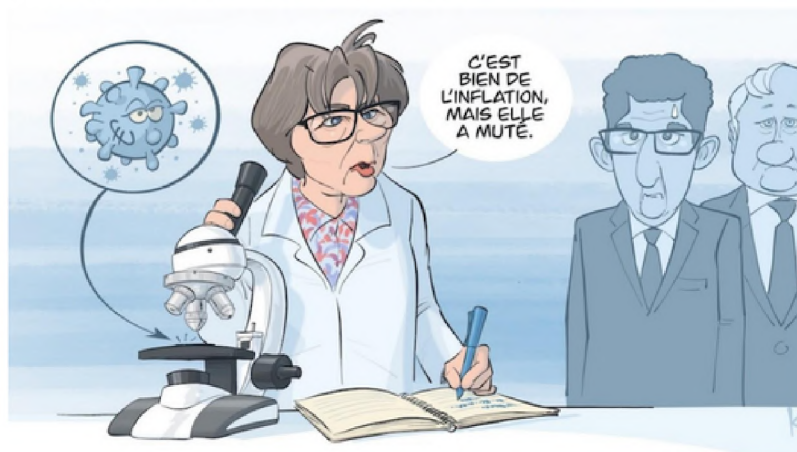


# Macro : les banques centrales à la recherche d'une crédibilité perdue

Les statistiques sont là pour établir des moyennes et qualifier aussi les situations extrêmes. De ce point de vue, 2022 ressort indubitablement comme un total "outlier". Il faut remonter à 1970 (52 ans) pour voir une année commencer aussi mal sur le S&P (plus de 20% de baisse). Mais aussi, 2022 correspond à la pire performance du marché obligataire. Aux Etats-Unis, la perte de valeur combinée (obligations et actions) représente plus de 16 trillions de dollars, soit plus de 50% du PIB !

Jamais les investisseurs n'avaient perdu autant. La vraie nouveauté introduite par l'inflation est bien la très forte redistribution de richesse par le bas : si les plus démunis souffrent, ce que les riches ont perdu est abyssal ! Après plus de 50 ans, la grande tendance de montée des inégalités a pris fin cette année. C'est une nouvelle majeure !

L'inflation continue d'afficher des records et s'approche du seuil des 10% dans de nombreux pays. Ni la crainte d'une récession (déjà palpable en Europe), ni la stabilisation des prix de l'énergie (stabilisés depuis début mars) ne parviennent jusqu'à présent à endiguer la vague. Les banques centrales ont en tout cas intégré l'ampleur des risques potentiels et ont fait le choix de surréagir au risque de causer une récession. Après le choix de l'ignorance en 2021, voici venu le temps de la surréaction en 2022 ? La Fed a remonté ses taux de 0.75% par deux fois en juin puis fin juillet (du jamais vu depuis 1994). L'institution semble considérer qu'elle a une fenêtre de tir unique pour remonter les taux et réinstaurer une confiance émuée. Tant que les chiffres de croissance sont au vert, il faut en profiter pour envoyer des messages forts au marché quitte à assouplir le discours dès les premiers signes d'essoufflement de la croissance. De toute évidence, la politique monétaire a changé de nature et elle promet d'être plus flexible, plus opportuniste et plus ressemblante à ce qu'elle était avant 2008.





La BNS a surpris tout le monde en remontant ses taux de 0.5% en juin sans s'inquiéter du renchérissement du Franc contre Euro. Au contraire, cela semble faire partie de la stratégie anti-inflationniste. Et en Europe, la BCE a finalement remonté ses taux à zéro en juillet. La position de la BCE est de loin la plus inconfortable, tant sa mission est multiple et contradictoire. Non seulement, le niveau d'inflation atteint par les pays membres est très disparate (de 5% à 20% dans certains pays baltes) mais aussi, les signes de dégradation de l'activité sont nombreux et certains pays semblent déjà en récession technique (deux trimestres consécutifs de croissance négative). Et en même temps, il faut lutter contre la baisse sensible de l'Euro -au plus bas depuis 20 ans- et les risques d'attaque des pays périphériques, Italie en tête. Les mesures anti-fragmentation sont là pour compenser en partie les effets de hausse des taux mais on est encore loin d'avoir rassuré les marchés sur l'ensemble de leurs inquiétudes. La BCE navigue sur des flots instables et potentiellement tempétueux.

On notera enfin le curieux attelage des banques centrales non conventionnelles à rebours des banques occidentales qui n'hésitent pas à baisser les taux, faisant fi de l'inflation : la Turquie avait commencé il y a longtemps et la Russie a pris la même direction avec un succès inattendu sur la valeur du Rouble. La Chine, quant à elle, continue à scruter la croissance comme principal moteur de ses décisions.

Et pendant que la Russie poursuit son offensive en Ukraine, inexorablement, les démocraties sont à la peine. Joe Biden a toutes les chances de perdre les élections de mi-mandat et la Cour Suprême s'arroge un pouvoir auquel elle n'avait jamais prétendu jusque-là. En Europe, la réélection d'Emmanuel Macron s'est faite dans la douleur avec une chambre introuvable qui promet des combinaisons complexes pour faire avancer les réformes qui s'imposent. En Grande-Bretagne, Boris Johnson a fini par être balayé par les scandales. Enfin, en Italie, Super-Mario peut se féliciter d'avoir survécu un an avec une coalition improbable. Le plus dangereux est devant nous avec des partis anti-européens et pro-Putin qui pourraient de nouveau l'emporter. De quoi fragiliser les ambitions de la BCE et de son programme anti-fragmentation







# Impact financier des choix extra-financiers

La vue des performances sectorielles de cette première moitié d'année 2022, avec le secteur de l'énergie en tête et seul à afficher des performances positives sur l'année, nous invite à se poser la question de l'incidence d'une thématique climatique sur la performance. En d'autres termes, est-ce qu'un portefeuille contraint pour des raisons E, S ou G a de "bonnes" raisons de sous-performer cette année. Plus généralement, la question de la surperformance des stratégies ESG a été posée de nombreuses fois dans la recherche académique. Curieusement, beaucoup d'articles se contredisent.

Beaucoup de papiers académiques examinent la contribution des facteurs ESG à la performance des entreprises. La première étude remonte à 2003 et trouve un lien fort entre une bonne gouvernance et la performance (1). L'étude démontrait que les compagnies qui proposaient le plus de droits à leurs actionnaires présentaient de meilleurs profits, une croissance plus forte et de moindres dépenses en capital. Cette étude antédiluvienne pourrait faire sourire les plus sceptiques : mais sur quelles bases de données pouvait bien être fondée cette étude ? Des études plus tardives confirment ces principes. Ainsi, les compagnies les mieux classées dans Fortunes'100 pour leur qualité de travail (employés les plus satisfaits) présentaient des meilleures performances que le reste des entreprises (2). Plus récemment, d'autres études basées sur les notations E, S et G parviennent à des conclusions plus mitigées. Tout d'abord, Berg et al (3) notent la grande confusion dans les ratings ESG. La faible corrélation des ratings d'une agence à l'autre fragilise toute conclusion sur l'efficacité des facteurs ESG en termes de performance qui, en fait, pourrait dépendre de l'agence de rating sélectionnée. L'autre critique redondante est la faiblesse des historiques disponibles. Quelques années à peine avec beaucoup de données manquantes et des biais en termes de flux d'investissement. A partir de là, envisager l'existence d'un facteur ESG est une gageure.

Une étude récente de Scientific Beta et au sujet clairement posé "Should ESG Alpha Really be Positive?" (4) permet également d'éclaircir la problématique d'un facteur de risque ESG ou dit autrement, d'établir une explication permettant de justifier l'existence d'une prime de risque ESG. Les auteurs retiennent cinq justifications possibles : la préférence pour la durabilité, la couverture de certains risques, la performance relative des entreprises, le "mispricing" des actifs ESG et enfin des changements d'attention de la part des investisseurs. Après une analyse approfondie, la conclusion est sans appel : plusieurs de ces sources d'alpha ont un impact négatif (préférence pour la durabilité, couverture du risque) et les autres auraient des impacts éphémères

(dépendant des flux) ou instables dans le temps. Ainsi, l'évidence d'un facteur ESG est invalidée et un investisseur respectueux de l'ESG n'est pas sensé recevoir un rendement complémentaire pour autant.

Nous avons cependant analysé la performance de notre univers d'investissement après l'exclusion des titres reconnus comme fortement émetteur de carbone et dont la température implicite dépasse les 2°C. Est-ce que l'exclusion des titres "chauds" a pu avoir un impact sur le portefeuille ? Et si oui, à quel moment ? Cela peut apporter un éclairage intéressant pour expliquer et justifier une sur- ou une sous-performance du portefeuille.

Comme le montre la figure 1, depuis 2017, la différence de performance entre les titres "chauds" et les autres est quasiment nulle. On peut simplement observer que le beta des titres "chauds" est nettement plus élevé que celui des autres titres et cela semble expliquer la surperformance de mars 2020 à décembre 2021 comme cela paraît justifier la sous-performance observée depuis le début 2022. Mais finalement, rien ne permet de graver dans le marbre le moindre indice de rendement additionnel objectif. En revanche, comme le suggère d'ailleurs le biais en beta, la vraie différence manifeste repose sur l'écart de volatilité entre les deux portefeuilles. Ainsi, le portefeuille des titres supérieurs à 2°C présente une volatilité de 19,2% contre 14,9% seulement pour le portefeuille des titres inférieurs à 2°C. Le risque embarqué des portefeuilles est donc significativement de nature différente.



Figure 1 : Performance des portefeuilles composés des actifs "chauds" et "froids" comparée au Stoxx 600  
Source : Aequam Capital, MSCI

Afin d'aller plus loin dans notre analyse, nous avons séparé les actifs du Stoxx 600 par secteur au 30 juin 2022. Pour chaque secteur, nous créons deux groupes d'actifs de même taille. Un groupe d'actifs dont la température est en-dessous de la médiane et un groupe contenant les autres actifs du secteur. Nous calculons ensuite la moyenne des volatilités 1 an pour chaque groupe et chaque année depuis 2017. Nous créons aussi deux groupes "témoin" sur l'ensemble de l'univers de la même manière. \*



La graphique de la figure 2 montre la volatilité moyenne des groupes d'actifs en fonction du secteur et de l'année. Lorsque la volatilité des actifs "froids" est plus faible que la volatilité des actifs "chauds", le rectangle est blanc. Dans le cas contraire, le rectangle est foncé. Chaque extrémité des rectangles correspond à la volatilité d'un groupe d'actifs.

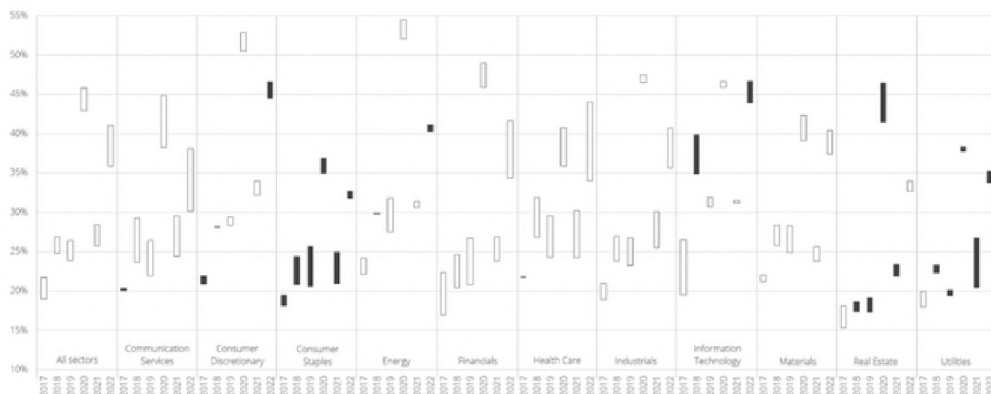


Figure 2 : Volatilités moyennes des groupes d'actifs "chauds" et "froids" par secteur

Source : Aequam Capital, MSCI

Exception faite de la consommation de base, de l'immobilier et des utilities, la plupart des secteurs montrent une volatilité des actifs "propres" plus faible pour la plupart des années depuis 2017. La méfiance du marché vis à vis des entreprises les plus polluantes semble donc assez naturelle. Le désintéressement de certaines entreprises pour les problématiques climat peut effectivement être perçu comme un risque supplémentaire. Ces entreprises se laissent porter par les évolutions réglementaires et négligent l'impact du changement climatique sur leurs opérations.

Afin de quantifier l'impact du risque réglementaire et du risque physique liés au changement climatique, MSCI a développé la "Climate Value-at-Risk". Cet outils permet de déterminer la perte (ou le gain) résultant de l'évolution des lois dans le contexte du changement climatique. Certaines entreprises seront par exemple contraintes d'adapter leurs opérations afin de répondre à des obligations écologiques dans leur manière de produire ou de fournir un service. À l'inverse, certaines entreprises peuvent bénéficier de politiques de développement de nouveaux produits ou d'aides. Le changement climatique est alors synonyme d'opportunités. MSCI met aussi à disposition une "Climate VaR" pour les risques physiques liés à l'augmentation de la température, la montée des océans ou les évènements climatiques extrêmes. Par exemple, des entreprises situées en bord de mer peuvent présenter un risque de submersion, des usines situées dans les zones sèches ne pourront plus produire par manque d'eau.

Notre objectif est donc de mettre en lumière dans quelle mesure ces risques climatiques sont reliés au risque perçu par les investisseurs sur les marchés. Pour cela, nous calculons la volatilité 3 ans des actifs du Stoxx 600 au 30 juin

2022 puis nous traçons la distribution des volatilités de chaque actif par rapport à la Climate VaR MSCI pour chaque secteur. La figure 3 montre cette distribution pour la "Policy Risk Equity Climate VaR" (risque réglementaire sur le prix de l'action) dans le cadre du scénario AIM CGE Late Action (5). Nous utilisons le scénario Late Action car il nous paraît le plus probable. Aujourd'hui, beaucoup d'entreprises (en particulier les plus grandes entreprises) manquent d'ambition. La plupart des décisions prises favorisant la transition écologique ne concernent qu'une partie anecdotique des activités, ce qui est insuffisant.

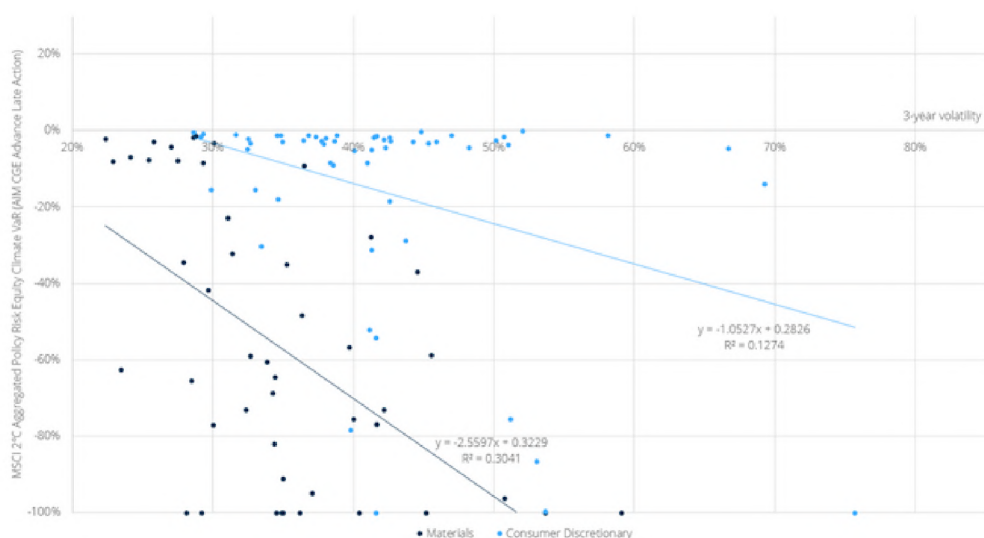


Figure 3 : MSCI Policy Risk Equity Climate VaR en fonction de la volatilité 3 ans pour les actifs des secteurs Materials et Consumer Discretionary

Source : Aequam Capital, MSCI

Le secteur Materials exacerbe particulièrement ce lien entre risque réglementaire sur le climat et risque sur les marchés. La plupart des entreprises de volatilité faible ont une Climate VaR proche de 0%. Cela signifie que la perte estimée de ces entreprises vis-à-vis de l'évolution des réglementations en matière de climat n'aura pratiquement pas d'impact sur la valeur de l'action de l'entreprise. Au contraire, les entreprises dont la volatilité est plus élevée semblent sérieusement touchées par des évolutions réglementaires et ne peuvent pas tirer profit des opportunités technologiques inhérentes à la transition climatique. Cela se solde par une Policy Risk Climate VaR inférieure à -20%.

En ce qui concerne le risque physique, nous avons aussi utilisé l'hypothèse d'un scénario "agressif" dans lequel les événements climatiques extrêmes sont particulièrement exacerbés. En effet, d'après le 6ème rapport du groupe II du GIEC paru en février 2022 (6), "Global warming, reaching 1.5°C in the near-term [2021 - 2040], would cause unavoidable increases in multiple climate hazards and present multiple risks to ecosystems and humans (very high confidence)." Et notre vulnérabilité aux risques physiques se fait déjà ressentir très proche de chez nous : qui aurait pu prévoir les inondations dévastatrices faisant 200 morts



en Belgique et en Allemagne l'été dernier ? Pire, certaines zones proche de l'Equateur sont, dès aujourd'hui, devenues inhabitables (7). Les entreprises situées dans ces zones doivent nécessairement se délocaliser pour attirer de la main d'œuvre ou cesser leur activité.

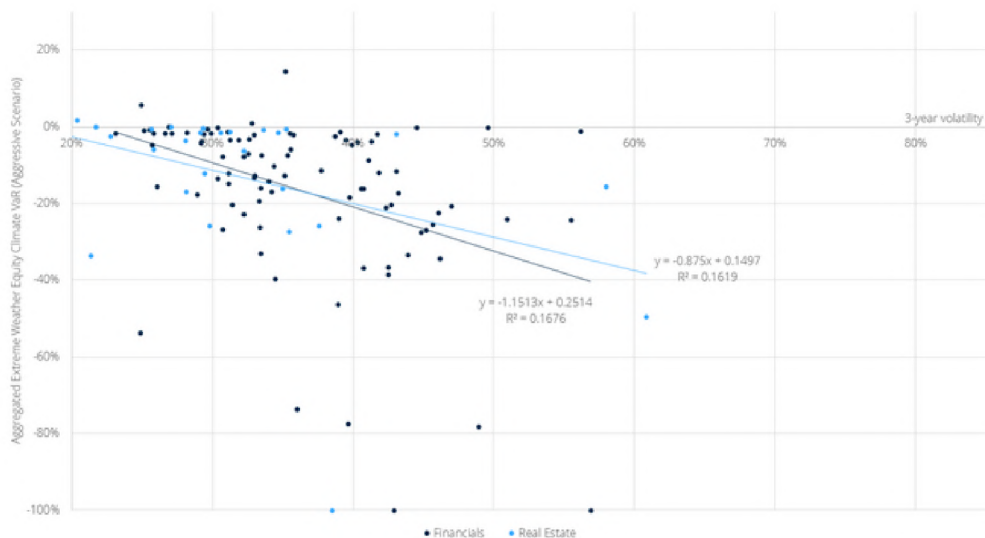


Figure 4 : MSCI Aggregated Extreme Weather Equity Climate VaR en fonction de la volatilité 3 ans pour les actifs des secteurs Financiers et Real Estate

Source : Aequam Capital, MSCI

Sur la figure 4, le secteur financier est particulièrement impacté par le risque physique. Le lien s'établi a priori dans les pertes liés aux dommages climatiques. Par exemple, le secteur de l'assurance ne peut plus se baser uniquement sur des scénarios passés pour établir ses prévisions. Le coût des sinistres pourraient doubler d'ici à 2050 (8). Les modèles actuariels sont confrontés à une probabilité d'évènements extrêmes grandissante, à une diversité des phénomènes en augmentation ainsi qu'à une incertitude accrue du coût des dommages. Le secteur immobilier souffre des mêmes symptômes.





# Conclusion

Si l'existence d'un facteur ESG ou d'un facteur climat est très discutable sur un plan théorique et est réfutable empiriquement, nous aurons pu mettre en valeur l'existence d'une aversion au risque globalement plus élevée pour les actifs "chauds". Les investisseurs climat / ESG prennent moins de risque boursier pour une espérance de rendement similaire. De même, nous avons pu mettre en évidence un lien indiscutable entre l'existence d'un risque climatique objectif et un surcroît de volatilité. Tout cela conforte la cohérence de notre approche d'exclusion des titres "chauds" permettant de réduire le risque global du portefeuille. Il reste donc aux métriques financières et boursières d'assurer un surplus de rendement.

## Références

1. Paul Gompers, Joy Ishii and Andrew Metrick - *Corporate Governance and Equity Prices* - Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155 (February 2003)
2. Alex Edmans - *Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices* - Journal of Financial Economics 101(3), 621-640 (September 2011)
3. Florian Berg, Julian Kölbl and Roberto Rigobon - *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings* (August 15, 2019)
4. Noël Amenc, Bruno Giovanni and Felix Goltz - *Should ESG Alpha Really be Positive?* - ScientificBeta publication (January 2022)
5. IAMC Documentation - *AIM-CGE scenario reference card* (December 2020)
6. IPCC Sixth Assessment Report - *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability* (February 2022)
7. Les Echos Planète - *Réchauffement climatique : 5 cartes pour visualiser ce qui nous attend* (2022)
8. Les Echos - *Le coût du changement climatique inquiète les assureurs* (10 décembre 2021)