

Q3 2022

Decryptage

OCTOBRE 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 Banques centrales : le choix du « quoi qu'il en coûte »

10 L'équilibre nécessaire entre l'extra-financier et le financier

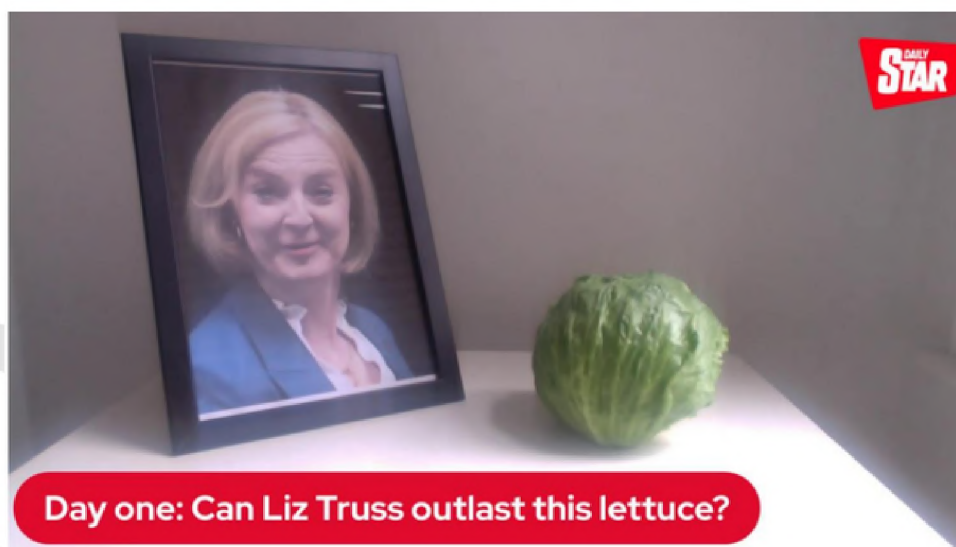
Banques centrales : le choix du « quoi qu'il en coûte »

Les Banques Centrales entravées jouent leur crédibilité

Après l'arrivée au pouvoir de Joe Biden et sa volonté d'activer son colossal plan de dépenses, Jay Powell a probablement dû ronger son frein alors que les signes d'inflation commençaient à fleurir. Il eut été bancal de relever les taux (politique monétaire restrictive) au moment où la politique budgétaire était dispendieuse, et aussi, juste avant d'être reconduit (ou pas) à la tête de la Fed... Désormais, Joe Biden semble s'être réveillé et affiche une hostilité farouche à l'encontre de l'inflation. Le politique s'est aligné sur le pouvoir monétaire et pour la première fois en trente ans la Fed est en mesure de déclencher une récession.

Alors que depuis Greenspan, on avait le sentiment que la Fed était là pour éviter tout recul de la croissance et toute glissade de Wall-Street (le fameux Greenspan put), les choses se sont retournées et la Fed semble désormais totalement ignorer les réactions des marchés. Le « quoi qu'il en coûte » s'est retourné contre l'inflation, contre la croissance et finalement contre les marchés. Et pendant ce temps-là, le pouvoir politique a de fortes chances de s'affaiblir encore, notamment après les élections de mid-term. Est-ce que la Fed en fait trop, comme le pense Mohamed El-Rian avec le risque d'une récession dommageable ? C'est bien possible car la Fed rencontre un problème inattendu, celui du marché de l'emploi. Alors que les premiers signes d'affaiblissement de l'économie sont perceptibles (indicateurs de prix de l'ISM, loyers, voitures d'occasion...), le marché du travail est encore très déséquilibré avec beaucoup de demandes non satisfaites et donc une tension sur les salaires très perceptible. Or, les tensions salariales signalent généralement l'ancrage de l'inflation dans l'économie. La Fed doit donc casser cette dynamique, ce qui suppose de retourner le marché du travail. C'est seulement lorsque Powell sera convaincu par un retournement significatif du marché du travail qu'il pourra faire pivoter sa politique monétaire. Les premiers signaux de ralentissement sont aujourd'hui bien insuffisants pour le faire dévier de sa route car ils ne sont pas de nature à faire fléchir l'inflation sous-jacente. Powell n'a nulle envie de refaire les mêmes erreurs de Burns en 74 et même de Volker en 80 qui avaient baissé l'armure trop tôt, entraînant une erreur de pilotage fort nuisible à la crédibilité de la Fed. 5% 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.

En Europe, la clarté des politiques monétaires est plus complexe notamment parce que les forces politiques compliquent savamment le travail des banquiers centraux. L'épisode catastrophique du projet de budget de Liz Truss a contraint la BOE à intervenir à l'opposé de la politique restrictive qu'elle déroule depuis plusieurs mois. La BOE a dû parer à l'écroulement de la Livre et des obligations en urgence absolue pour éviter l'effondrement des fonds de pension britanniques pris à la gorge. Racheter massivement des Gilts, c'est du Quantitative Easing, en totale désharmonie avec la volonté de remonter les taux pour tuer l'inflation. Peut-on maintenir durablement deux outils qui poussent dans des forces opposées et conserver sa crédibilité ?



Le fameux combat sur la viabilité de Liz Truss vs une laitue imaginé par le Daily Star n'aura pas duré longtemps : si la laitue a encore de beaux jours devant elle, Lizz Truss a du quitter le navire après 44 jours de pouvoir, un record !

La BCE dont le mandat initial était unique (la stabilité des prix) a vu de nouveaux objectifs venir se superposer. L'emploi et la croissance se sont imposés (cf. épisode du Covid) mais aussi l'objectif environnemental et enfin un objectif anti-déflagration afin d'éviter une nouvelle crise de l'Euro... Car, en la matière, les difficultés ne manquent pas. La disparité observée sur l'inflation de chacun des pays est exceptionnelle : de 5% pour la France à plus de 20% pour les pays Baltes (cf. Graphe n°1). D'un point de vue politique, le départ de Draghi remplacé par Meloni et les partis néo-fascistes a entraîné une hausse sensible des taux italiens et de son spread avec l'Allemagne. Avoir trop d'objectifs et un seul outil conduit généralement à l'incapacité d'atteindre le moindre but... Faire comprendre qu'on veut à la fois remonter les taux drastiquement tout en poursuivant le QE est un exercice périlleux.

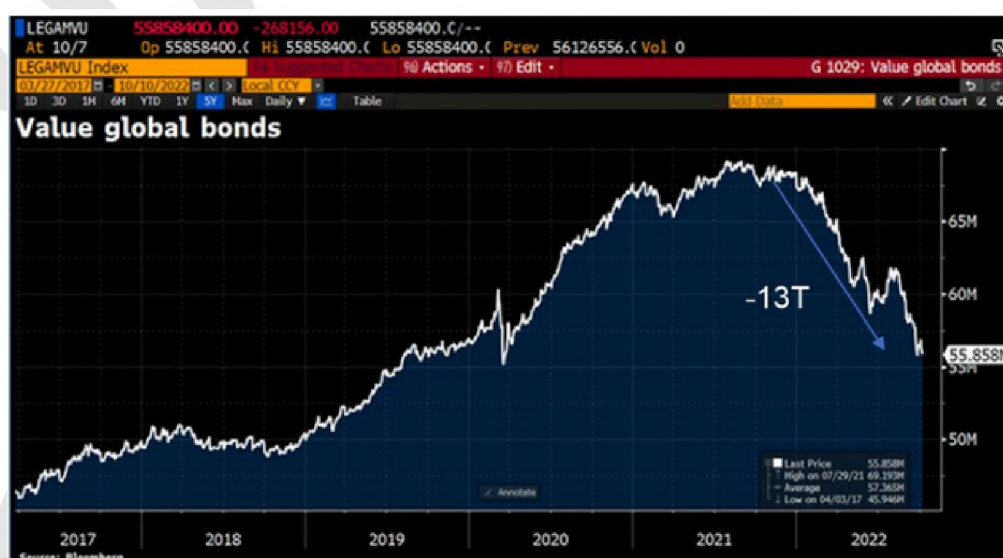


Graph 1 : Dispersion de l'inflation en Europe

Ajoutons à cela l'inversion des pôles en matière budgétaire. Tandis que les politiques monétaires ont changé de régime en basculant d'une politique ultra-accommodante depuis plus de vingt ans vers une politique ultra-restrictive, les budgets, autrefois tenus de façon raisonnable connaissent un relâchement extraordinaire. Partout en Europe, le dogme des 3% de déficit est abandonné et est désormais perçu comme une vieille relique encombrante. L'Allemagne, autrefois parangon de l'orthodoxie budgétaire, a lâché les cordages avec un plan de 200 milliards d'euros pour parer à la crise de l'énergie, et cela sans même en référer à la commission ni à la France. 200 milliards contre 160 milliards pour le plan d'urgence lancé au moment de la crise Covid, soit près de 6% du PIB : C'est absolument colossal ! Et partout ailleurs, l'heure est à la dépense, en Italie, en France et en Grande Bretagne... Ce laxisme budgétaire achève donc d'entraver les politiques restrictives des banques centrales dont la tâche est décidément bien complexe ! Ainsi, la confusion observée au niveau de la BOE et de la BCE impacte lourdement leur crédibilité. Le résultat sur l'attractivité relative des devises respectives est sans appel : les investisseurs privilégient le dollar ou le franc suisse et se détournent de l'euro et du sterling et aussi du Yen (au plus bas depuis plus de 20 ans). Cependant, le résultat probable des politiques monétaires est bien d'avoir une récession quasi certaine en Allemagne et dans de nombreux pays européens (cf. prévisions du FMI). Aux Etats-Unis, le FMI prévoit encore une croissance anémique de 1% mais une récession devient de plus en plus inévitable, comme le suggère l'inversion persistante des courbes de taux ou l'indicateur de probabilité de récession de la Fed de New-York.

2022, une année historique !

La décennie s'avère d'une folle générosité concernant les surprises et situations historiques et les superlatifs sont de sortie... Aussi, pour la première fois depuis plus de cent ans, on enregistre un double bear market sur les obligations et sur les actions. En cent ans, la baisse simultanée des actions et des obligations ne s'est produit que 4 fois (1931, 1941, 1969 et 2018), tout le reste du temps la décorrélation jouait et permettait de justifier la pertinence des stratégies multi-asset 60/40 qui a fait notablement défaut cette année. Du coup, la perte cumulée de richesse sur les marchés d'actions et de govies dépasse les 44 T\$, soit plus de 45% du PIB mondial, un record absolu, évidemment ! Cette année, le mouvement est venu des obligations et semble avoir contaminé les actions sans que ces dernières ne souffrent outre-mesure. Ainsi, le ration actions / obligations est presque resté inchangé. En revanche, le recul sur les obligations dépasse ce que l'on a pu observer jusqu'à présent (-17% à fin septembre, cf graphique n°2). La fameuse formule « No gain, just pain ! » a joué à plein et a entraîné des sorties massives sur les allocations obligataires (parfois liées à des débouchements de positions ayant abusé des effets de levier). A ce titre, on peut considérer qu'il y a deux bonnes nouvelles sur les marchés obligataires : 1- Ces sorties massives peuvent s'assimiler à un phénomène de capitulation, étape ultime d'un bear market et préalable à toute reprise durable. 2- Avec des taux à 4% aux Etats-Unis et près de 5% en Italie, le carry redevient suffisamment gras pour compenser en partie le risque de duration (ce qui n'était pas le cas en début d'année) et permet aussi de délivrer un taux réel positif (si l'on prend en compte les breakeven d'inflation du marché). Se repositionner sur les obligations commence à refaire du sens : pourquoi aller sur des stratégies illiquides offrant des rendements similaires ?



Graphie 2 : Evolution de la valeur totale des obligations d'Etat dans le monde

Qu'en est-il sur les actions ?

Les actions, en revanche, ne présentent pas le même type d'attractivité. Tout d'abord, la baisse des actions n'a rien d'exceptionnel. Jusqu'à présent, c'est un petit bear market, comme en 2018 ou 2011. Et les actions semblent avoir scrupuleusement suivi la dégradation du marché obligataire, sans plus. Si les niveaux de PE se sont naturellement assagis, l'Equity Risk Premium (ERP) qui compare le rendement futur des actions à celui d'une obligation à 10 ans s'est dégradé et est au plus bas sur 10 ans, suggérant ainsi que le premium offert sur les actions n'est pas attractif et ne permet pas de considérer que le bear market est terminé. Aussi, les perspectives de croissance des bénéfiques envisagées par les analystes font état d'une progression de 7% environ pour 2023, niveau stable depuis le début de l'été. Alors que les risques de récession vont grandissant pour 2023, cette croissance de 7% paraît particulièrement complaisante en faisant abstraction des risques récessifs. Rappelons qu'en période de récession, les bénéfiques chutent en moyenne de 20 à 30%. On est encore loin de la coupe aux lèvres !

Toutefois, tactiquement et même si une véritable capitulation n'a pas eu lieu, les indicateurs de positionnement signalent un pessimisme excessif (puts traités, positionnement des hedge-funds, sentiment des investisseurs, corporate sellings...). Dans ce cadre et étant donné la cyclicité favorable (octobre à avril), un bear market rallye pourrait se mettre en place sans pour autant remettre en cause l'existence du bear market à plus long terme. C'est dans ce contexte que le fonds Kanopy Active Climate Transition renforce sa résilience en mettant en cohérence objectifs financier et extra-financier.

Kanopy Active Climate Transition devient article 9 : notre philosophie d'investissement

« Notre maison brûle et nous regardons ailleurs » cette phrase épique de Jacques Chirac au sommet de la Terre en 2002 est d'une actualité toujours brûlante. L'épisode des feux de forêts et de la sécheresse historique en France et en Europe apporte des preuves supplémentaires des effets du réchauffement climatique sur la terre et offre une sérieuse prise de conscience pour une majorité d'entre nous. Rappelons que le niveau actuel de réchauffement estimé de la planète n'est que de 1,1°C et que l'Accord de Paris envisage un niveau de réchauffement de 1,5°C à 2°C. Une étude récente publiée par Earth System Dynamics établit que le niveau de réchauffement en France en 2020 se situait vers 1,66°C, dans le très haut de fourchette des prévisions. Cette même étude dirigée par Aurélien Ribes considère que, si rien ne change, la hausse des températures en France pourrait atteindre 3°8C à la fin du siècle et même jusqu'à 6°7 dans la pire des hypothèses (1). Il est véritablement anxiogène

d'envisager la situation du climat et de la terre dans ce type de scénario. La Loire famélique en 2022 et facilement franchissable pourrait n'être qu'un ruban de bancs de sable en 2100... Ainsi, le changement climatique est indéniablement devenu le plus grand défi de l'humanité et chacun a un rôle à jouer dans cette affaire.

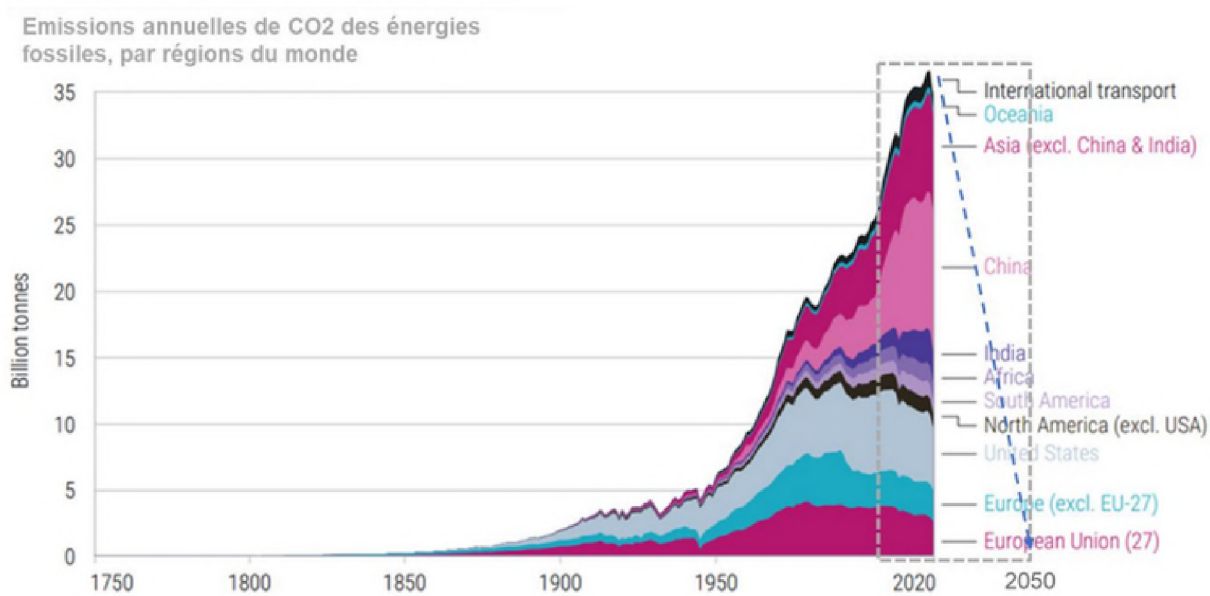
Parvenir à être aligné à l'Accord de Paris suppose de maintenir le réchauffement sous les 2°C et tout essayer pour rester sous les 1,5°C. Cela suppose d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. L'objectif est considérable et ne peut être approché qu'avec un engagement déterminé à tous les échelons, des gouvernements aux entreprises et des consommateurs aux investisseurs.

En analysant l'évolution historique des émissions de GES (graphique n°3), on observe l'explosion des émissions depuis les années cinquante (multiplication par 7). Mais aussi, on constate que, depuis 1990, l'Europe au sens large a vu ses émissions baisser assez nettement. En extrapolant cette tendance, on peut même estimer que l'objectif du zéro-émission est atteignable d'ici 2050 : excellente nouvelle ! Malheureusement, la raison principale de la tendance baissière observée en Europe réside dans le transfert d'activités lourdement émettrices vers la Chine et l'Asie depuis le début des années 90. On peut fustiger la Chine pour sa trajectoire explosive : nous en sommes les principaux responsables. Ainsi, nous sommes très loin du compte et il faudrait nous passer de tout ce qui est fabriqué en Chine pour considérer l'objectif possible.

Et il faudrait dans le même temps que les autres continents suivent la même trajectoire. La récente décision du Président de Blackrock de ne pas participer à la COP27 pour éviter de froisser les investisseurs américains républicains et climato-sceptiques illustre la difficulté. Le retour assez probable de Trump (ou d'un autre républicain) au pouvoir en 2024 pourrait sonner le glas des efforts américains. Quand Bill Gates proclame « qu'il est faux de penser que les gens vont radicalement changer leur mode de vie parce que le climat se réchauffe », on a de bonnes raisons de s'inquiéter. Selon lui, la seule solution repose dans le progrès technique, la sobriété doit attendre...

Vu l'ampleur de la tâche, essayer de faire quelque chose peut paraître dérisoire mais ne rien faire semble simplement fou. C'est pour cela que nous avons décidé d'intégrer un objectif de température de réchauffement alignée à l'Accord de Paris. Compter sur les autres est toujours une erreur et faire sa part constitue pour nous une évidence. Nous sommes aussi très fiers de voir notre fonds appliquer une contrainte de température depuis le début d'année et être enregistré en article 9 depuis cet été.

Et pourtant des vents contraires semblent se lever et certains fonds initialement enregistrés en article 9 ont fait marche arrière. D'autres critiques ont soulevé des risques de « greenwashing ». Nous avons souhaité profiter de ce décryptage pour montrer les difficultés rencontrées dans l'application des contraintes extra-financières et leur implication éventuelle en termes financiers. Nous verrons les limites d'une approche sans nuance et expliquerons ainsi notre lecture de la réglementation en précisant notre philosophie d'investissement.



Source: Our World in Data²

Note: This measures CO₂ emissions from fossil fuels and cement production only – land use change is not included. 'Statistical differences' (included in the GCP dataset) are not included here.

Graph 3 : Emissions annuelles de CO₂ des énergies fossiles, par régions du monde



L'équilibre nécessaire entre l'extra-financier et le financier

« Qui trop s'aligne, mal étirent ! »

TCFD, NFRD, Taxonomie, SFDR, LCBMR, Pillar 3... Les recommandations et réglementations extra financières européennes sont relativement jeunes, multiples et denses. A celles-ci s'ajoutent des initiatives internationales comme les Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies ou encore l'Accord de Paris. La première volonté du gérant conscient des enjeux environnementaux et sociaux est de répondre aux exigences de ces réglementations et initiatives. Nous avons donc fait l'exercice consistant à essayer de respecter l'ensemble de ces contraintes.

Nous avons ainsi imaginé un portefeuille d'actions européennes dont tous les titres seraient alignés à l'Accord de Paris, à la Taxonomie européenne et aux principaux ODD climatiques (7, 12, et 13). Pour cela, nous avons sélectionné les entreprises dont la température de réchauffement implicite (calculée sur la base des émissions projetées et des objectifs de réduction) est inférieure ou égale à 2°C. Les titres alignés à la Taxonomie européenne ont été choisis, d'une part, si leur activité contribue significativement à l'adaptation ou à la mitigation du changement climatique et, d'autre part, si l'entreprise ne nuit pas aux autres objectifs environnementaux définis par la réglementation Taxonomie. Enfin, nous éliminons les actifs qui ne sont pas alignés aux ODD climatiques. MSCI met à disposition un score d'alignement évoluant entre -10 et +10. Entre -10 et -2, les actifs ne sont pas alignés avec l'objectif. Entre -2 et 2, ils ont une influence neutre sur l'objectif en question. Au-delà de 2, ils sont alignés et contribuent à l'objectif. Nous sélectionnons donc les actifs dont le score est supérieur à 2 sur les ODD 7 (énergie propre et abordable), 12 (consommation et production durables) et 13 (mesures relatives à la lutte contre les changements climatiques).

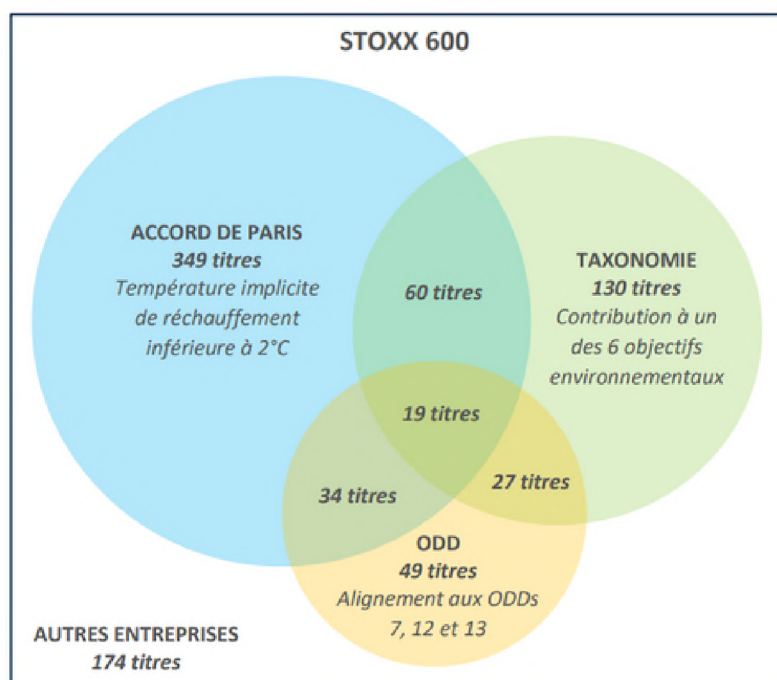


Figure 1 : Univers d'investissement alignés à l'Accord de Paris, à la Taxonomie et aux ODD ainsi que leur intersection au 30 septembre 2022.

Source : Aequam Capital, MSCI

Sur l'univers initial du Stoxx 600, seuls 19 titres parviennent à être alignés à l'Accord de Paris, à la Taxonomie et aux ODD climatiques principaux. La moitié de ces titres sont des fournisseurs d'énergie alternative ou renouvelable. Ces entreprises sont certes indispensables pour la transition vers un monde décarboné mais leurs activités sont aujourd'hui très dépendantes du pétrole (il faut extraire les métaux des batteries, fabriquer les composants des éoliennes, les acheminer...). Par ailleurs, certains acteurs de l'énergie fossile produisent des efforts significatifs pour accompagner la transition durablement, notamment dans les pays scandinaves. La vision de Kanopy repose sur la nécessité d'un juste équilibre entre les acteurs de la transition afin d'offrir, au travers du fonds AEE, la perspective d'une durabilité porteuse de sens.

Du point de vue financier, ces 19 titres ne permettent pas de créer un portefeuille d'investissement crédible. Un tel portefeuille n'offre aucune diversification sectorielle (forte concentration sur les utilities et industriels), ni géographique (l'Espagne est sur-représentée alors que la Grande Bretagne, l'Allemagne ou la Suisse n'apparaissent pas). Le portefeuille ainsi obtenu est donc ultra-thématique et n'autorise quasiment aucun acte de gestion : les sous-jacents étant trop rares pour s'en passer !

Si l'on se concentre simplement sur les seuls actifs alignés à la Taxonomie, on obtient un univers d'investissement réduit à 130 titres. En apparence, cela semble suffisant pour opérer un portefeuille diversifié. En fait, il n'en est rien : les deux-tiers des titres appartiennent à trois secteurs (industrials, utilities et materials) et des secteurs clés sont absents à l'instar des financières, de la santé, des staples ou des médias. Cela revient à faire des paris sectoriels à long terme énormes et incompatibles avec une gestion raisonnée et pertinente. Or, la durabilité extra-financière n'a de sens que lorsque la performance financière est elle-même durable. Comment attirer durablement les investisseurs si les critères financiers qui la sous-tendent n'ont aucune pertinence financière ? Comment financer la transition vers un monde bas carbone si les investissements qui y participent ne sont pas pérennes ?

L'ambition du fonds AEE est donc de proposer une allocation extra-financière cohérente associée à des choix financiers robustes. Nous avons fait le choix d'un alignement à l'Accord de Paris au niveau du fonds, en visant une température de réchauffement agrégée inférieure à 2°C. Au niveau des actifs sélectionnés, nous estimons que des entreprises dont la température est entre 2°C et 2,5°C mais qui ont démontré une vraie démarche d'amélioration peuvent parfaitement répondre aux exigences d'une transition climatique rationnelle et peuvent donc être intégrées au portefeuille. En ce qui concerne la Taxonomie, notre univers investissable ne peut pas comporter d'actifs qui nuisent aux 6 objectifs environnementaux (« Do No Significant Harm » (DNSH) et « Minimum Safeguards » (MSS)). Nous nous assurons donc que les entreprises conservées ne soient pas soumises à des controverses sur les trois piliers E, S et G avec une sévérité particulière sur le pilier environnemental. Enfin, nous n'exigeons pas un alignement aux ODD climatiques (7, 12 et 13) mais il nous paraît indispensable d'éliminer les actifs qui sont, à coup sûr, non alignés avec ces objectifs (score inférieur à -2). Cela nous permet d'obtenir un univers investissable durable d'environ 350 titres où tous les secteurs sont présents avec une vraie diversité géographique. L'objectif fiduciaire est alors à notre portée pour répondre durablement aux problématiques de performance financière

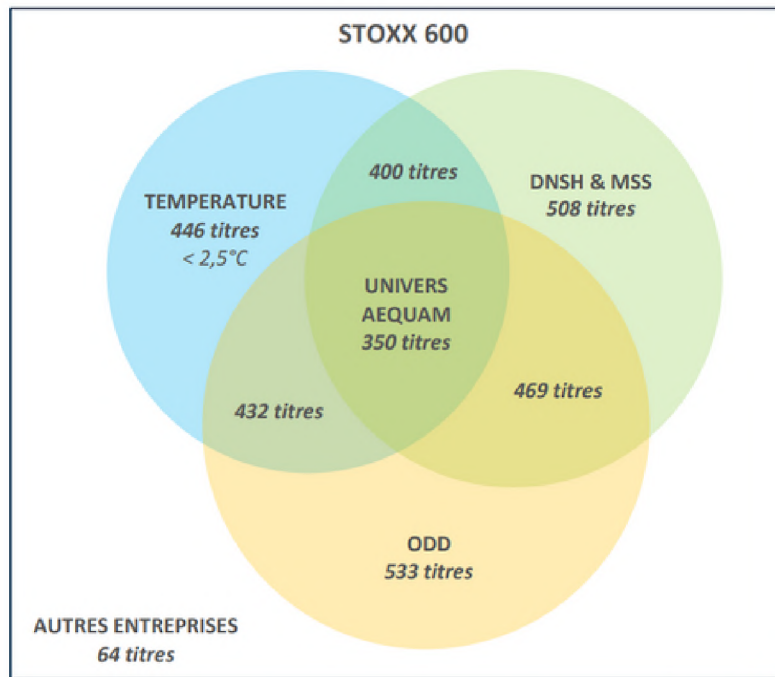


Figure 2 : Univers d'investissement Aequam composé des titres de température inférieure à 2,5°C, conservés après les filtres de controverses et de non-alignement aux ODD ainsi que leur intersection au 30 septembre 2022.

Source : Aequam Capital, MSCI

En synthèse, notre positionnement en terme d'impact et de gestion responsable s'inscrit dans la raison et la durabilité extra-financière et financière, selon nous indissociables. C'est-à-dire que nous refusons les extrêmes (ni greenwashing qui se moque des objectifs extra-financiers, ni extra-green qui ferait fi des objectifs fiduciaires).

Références

1. Aurélien Ribes, Julien Boé, Saïd Qasmi, Brigitte Dubuisson, Hervé Douville and Laurent Terray - An updated assessment of past and future warming over France based on a regional observational constraint - *Earth System Dynamics* <https://esd.copernicus.org/articles/13/1397/2022/> (October 2022)