CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Un investissement responsable qui ne le serait pas ?

Le premier semestre aura été particulièrement dur sur les marchés financiers, avec un recul non seulement des actifs à risque que sont les actions, mais aussi pour les obligations, une classe d'actifs supposés amortir les chocs boursiers. Normalement, quand le contexte se détériore, les consommateurs se montrent plus prudents, la demande baisse et l'inflation recule. Cela contribue à faire baisser les taux d'intérêt, un mouvement aussi induit par une plus grande aversion au risque. A son tour, cette baisse des taux augmente le cours des obligations sûres en circulation, dont les coupons apparaissent alors plus attractifs, et vient contenir le recul du cours des actions en gonflant la valeur actualisée des dividendes futurs.

Pas de décorrélation

Ce mécanisme de base de « vases communicants » entre performance des actions et performance des obligations continue de justifier d'avoir des portefeuilles combinant les unes et les autres mais il faut reconnaître qu'il n'a pas fonctionné ces derniers mois. La raison en est bien identifiée : la hausse des taux d'intérêt, dans la foulée de la forte accélération de l'inflation, une inflation qui plus est moins temporaire qu'escomptée initialement tant par les banques centrales que les opérateurs de marché. Entre le 1er janvier et le 30 juin 2022, l'indice mondial des actions MSCI All Countries a baissé de 13.1% en euro et l'indice des obligations souveraines européennes a perdu 12.2% (Bloomberg EUR Sovereign All Maturities Index), de telle sorte qu'un portefeuille composé moitié-moitié des deux a reculé, avant frais de gestion, de 12.7%.

Comme la vive augmentation de l'inflation est largement due à un emballement des prix de l'énergie, gaz, pétrole et électricité, en bourse, le secteur de l'énergie a tiré son épingle du jeu, avec une performance de +21.7% (indice MCI Europe Energy) au premier semestre. Pendant de cette évolution, soucieux de l'environnement et donc nettement moins exposé à l'énergie, secteur dominé par les énergies fossiles, l'investissement responsable a affiché une sous-performance. Ainsi, au niveau des actions, l'indice responsable MSCI SRI All Countries est lui en recul de 16.3% en euro.

Y a-t-il un lien avec cette sous-performance ou avec les soupçons de « greenwashing » au sein d'un très grand gestionnaire de fonds, toujours est-il que des critiques ont resurgi à l'encontre de l'investissement socialement responsable (ISR), des critiques portées notamment par Aswath Damodaran, professeur de finance à la Stern School of Business de l'Université de New York. Examinons ces critiques nouvelles, en laissons de côté les plus anciennes, qui ont déjà été abordées dans notre Spotlight d'octobre dernier (information imparfaite et « greenwashing » des entreprises, négation du rôle de la réglementation, absence de sur-mesure dans les préférences, sortie de la bourse des entreprises mal notées, ...)

Des armes responsables ?

La guerre en Ukraine a fait dire à certains que fabriquer des armes ou exploiter du charbon chez nous pouvait être une bonne cause, et donc investir dans ces secteurs également. Il serait donc impossible de dire quand un investissement est responsable ou non. Cette critique est ancienne, et c'est pour cela que l'exclusion du champ de l'ISR de certaines activités se fait fréquemment sous le terme « controverse ». L'activité économique peut être « pour le meilleur et pour le pire », aussi en finance, pensons au crédit qui finance l'entrepreneur innovant et le crédit qui surendette.

Ne pas vouloir investir dans les armes, ce n'est pas vouloir bannir toute forme d'armement, mais c'est considérer que « flécher » ses placements vers d'autres entreprises et d'autres secteurs plus porteurs de valeur ajoutée et de sens va contribuer, même modestement, à un meilleur avenir pour les générations futures.

Et que l'arbre ne cache pas la forêt ! Dans vos amis, il y a peut-être des anti-nucléaires, des partisans de la prolongation temporaire de certaines centrales et d'autres pour un maintien plus large, voire une extension, sans parler de la recherche sur les petites centrales à venir dans quelques décennies, mais cela n'empêche pas que ces amis puissent être largement d'accord sur de nombreuses dimensions de ce qui est souhaitable en termes d'environnement (E), de droits sociaux (S) ou de gouvernance (G), pour reprendre les 3 grands domaines, dits ESG, habituellement couverts par l'ISR.

L'exclusion de Tesla

L'action Tesla a été sortie de certains indices responsables, alors que des entreprises industrielles bien plus polluantes y ont été maintenues. Cela montrerait l'arbitraire des méthodologies utilisées, pour ne pas parler de « greenwashing » ou de conflits d'intérêt dans le chef des agences qui donnent les rating ESG.

Ceci interpelle, bien entendu, mais il faut comprendre la logique de l'analyse responsable qui, outre des exclusions d'activités, va le plus souvent pratiquer ce qui est appelé le « best in class ». Sont dites « investissables » les entreprises qui, au sein de leur secteur, ont le meilleur – ou le moins mauvais – score en termes ESG. La meilleure des entreprises industrielles polluera plus que la pire des entreprises bancaires ; ne pas raisonner par secteur conduirait à ne rien investir dans le secteur industriel, ce qui serait dommageable en regard de la diversification du portefeuille, et en termes d'incitation à donner aux entreprises industrielles à s'améliorer.

Sens de la surperformance

Certains, forts de ce qu'ont été au premier semestre les résultats boursiers susmentionnés, remettent en question les performances de l'investissement responsable. Certes, il y a une sous-performance sur 6 mois mais l'image est totalement

différente sur la base de l'ensemble de la période pour laquelle des données de qualité sont disponibles. Dans cette perspective plus longue, non, l'investissement responsable ne nuit pas au couple rendement/risque, et le recommander n'est pas manquer à son devoir fiduciaire.

Il est une autre critique, avancée par A. Damodaran, selon laquelle ce n'est pas l'ESG qui ferait la performance mais la performance qui ferait. Pour lui, ce sont les entreprises les plus performantes qui peuvent se permettre d'investir dans leur

score ESG, et que ce n'est pas être ESG qui fait la surperformance. Il ne donne malheureusement pas de sources académiques en appui de cette analyse de la causalité mais, somme toute, peu importe pour l'investisseur. Pour celui-ci, si investir dans les entreprises dites responsables est un filtre qui lui permet d'investir dans les entreprises les plus performantes et si, à leur tour, celles-ci investissent dans l'amélioration de leur score ESG, que vouloir de plus ?

Etienne de Callatay – etienne.decaltay@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.