

# CSR in Risk Management Framework

By Yves de NAUROIS -Co-Founder and Chairman –  
Arkus Financial Services

**The topic of Corporate Social Responsibility (CSR) increasingly impacts the board rooms of our clients. The idea of writing an article on CSR, when it was suggested, appealed to me as we continue to engage in dialogues to develop practical frameworks to apprehend these dimensions not only from a risk point of view, but also from a strategic one.**

Gathering background information on the subject, I thought this would be an opportunity to confront our experience against main-stream thinking, assess the practical relevance of the approach, crystallize ideas about potential solutions and methodologies.

My first step was to find a practical definition of CSR. The definitions and scopes vary enormously, from human rights to corruption, labour relations, natural resources, morality. I found a more practical definition in an FT article: "Whatever the definition, the purpose of CSR is to drive change towards sustainability". This approach yields a relatively focused methodology to map CSR challenges for companies, and for investors as well.

The second step was to take hold of the enormous amount of controversy regarding the relevance of CSR to financial performance. Does CSR make money? The answer appears to divide the academic world.

Reduced as an afterthought for the annual report or to meet some compliance requirements, CSR expenditures arguably reduce shareholders value and will probably fuel the growing public mistrust against corporations and institutions rather than resolving anything. Others describe CSR as an utopian dream which cannot resolve the world challenges: "... at the micro level—in terms of specific

CSR projects and practices—we can see many improvements, at the macro level, almost every indicator of our social, environmental and ethical health is in decline despite laudable efforts and more CSR than ever before".<sup>(1)</sup>

Academic research appears to fail to find conclusive evidence between CSR and investment performance. I could not find validation for the controversial comment that VICEX has outperformed the broad index over the last 15 years, far from it (probably because it underweights tech stocks); also from my limited sample of monitored ethical portfolios I could not find long term out-performance; nor underperformance for that matter. I cannot resist adding my own un-researched bias against the growing predominance of passive indexing and its resulting (mis-)allocation of capital as an explanation for increasing decorrelation between the fundamentals of stocks and their financial performance, with systemic brutal adjustment rather than ongoing arbitrage.

So why should we spend any serious time and resources addressing CSR issues outside of satisfying compliance obligations?

On a macro level, we are witnessing fast growing accelerators of change both from increasingly powerful pressure group/NGO's as well as from the information technology revolution and the way it impacts public opinion and consumer behaviour. Further consideration concerns the managers' perception of investors which is arguably out of date. Another factor of change is found in the changes in the risks faced by companies; a PWC survey indicates that the two fastest growing risks since 2013 are "bribery and corruption" and "lack of trust in businesses".

At the micro level, closer examination of companies' fundamentals, rather than their investment performance, potentially points to significant improvement of fundamental aggregates for companies

implementing CSR policies over those who do not.<sup>(2)</sup> Recent examples of successful CSR oriented strategies can be found with Apple and its red iPhone, TOMS one for one, NuSkin's Nourish the Children, Unilever's food waste initiative, etc.

If this is indeed the case we need a workable framework to ensure an optimal resource allocation to CSR rather than a blanket approach. As usual for us in risk management its starts with a mapping of criticalities. ISO 26000 outlines two fundamental dimensions: impact analysis and stakeholders identification.

The framing approach<sup>(3)</sup> suggests six inter related frames to re-think sustainability: "resource, time, earning sustainability, value, design, abundance<sup>(4)</sup>, moral". Two of these perspectives were particularly relevant to the mapping exercise in a micro context: time and earning sustainability. Actually, the financial market contextualizes an implicit time frame for earning sustainability. At current real earning growth and multiples, the implied horizon is about ten years<sup>(5)</sup>, rather than the usual five years projections used in acquisition projects and confirms the relevance of sustainability as the independent variable of the CSR/Earnings optimisation.

Therefore the suggested CSR mapping model uses two axes, societal concerns and relevance to companies success: The resulting matrix, which emulates the Mendelow stakeholders' matrix, defines four quadrants: Pursue/Adress, Avoid, Mitigate, Ignore/Nice to have. For example access to natural resources will rank highly for a chemical company in the "address" quadrant. Media/entertainment companies will map the topics into a completely different way. Facilitation payments (bribery) run clearly in the "avoid" bucket with not only reputational risk but heavy financial and penal consequences.

From our risk management point of view, the "avoid" and "mitigate" quadrant allow us to prio-

ritise methodology developments/implementations such as bribery risk mapping. The potential danger of heavy blanket regulation such as anti-bribery laws and their hefty penalties is that it can draw too much attention away from the more strategic aspects of the sustainability equation.

We would like to hope that self-regulation can work so as to avoid intrusive regulation and their associated costs. Unfortunately, the financial industry gives an example to the contrary: initially only a few best practice institutions concerned themselves with risk management; principle based regulation was ignored or loosely implemented. Financial crisis have imposed heavy, costly and prescriptive risk management processes which may or may not help avert further crisis.

Earning sustainability and Corporate Social Responsibility are interlinked strategic issues and a few bright example are emerging which can give cause for some optimism. But the risk remains that the argument for self-regulation will be lost in the face of dramatically increasing social pressure and a series of blanket political answers which are unlikely to be effective at resolving the planet issues. CSR can work at the micro level, the question remains, can it succeed at resolving the macro world issues?

1) Wayne Visser, *The Age of responsibility and the new DNA of Business*: "In fact, there are no shortage of critics of CSR. Christian Aid (2004) issued a report called 'Behind the Mask: The Real Face of CSR', in which they argued that 'CSR is a completely inadequate response to the sometimes devastating impact that multinational companies can have in an ever more globalised world – and it is actually used to mask that impact.' A more recent example is an article in the *Wall Street Journal* called 'The Case Against Corporate Social Responsibility', which claims that 'the idea that companies have a responsibility to act in the public interest and will profit from doing so is fundamentally flawed' (Karnani, 2010)"  
2) *France Stratégie-CSR Impact Analysis*  
3) *Harvard Business Review*, *The 6 ways Business Leaders talk about sustainability*.  
4) This refers to exponential breakthrough solutions and potential unintended consequences  
5) SP 500 real earning growth 17.5%, median 8.10%; S&P 500 PE 25x, median 14.6x.

## La malédiction de la courbe des taux ?

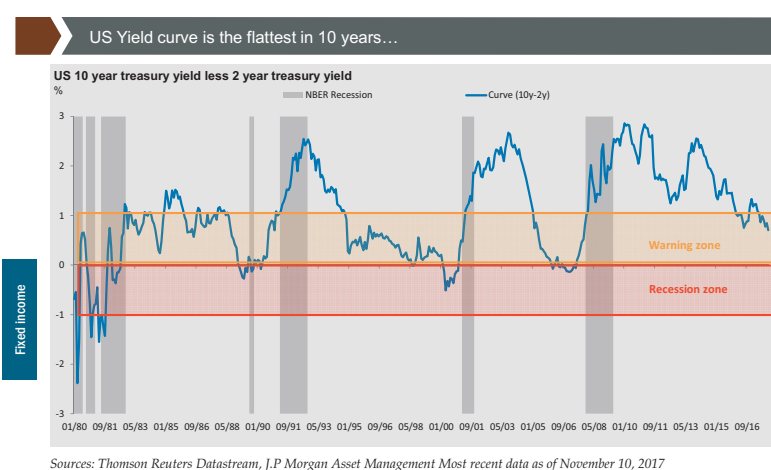
Par Vincent JUVYNS, Global Market Strategist, J.P. Morgan Asset Management

**Le différentiel de rendement entre les US Treasuries à 10 ans et à 2 ans a atteint, début novembre, son plus bas niveau depuis octobre 2007 (cf. graphique). Un tel aplatissement de la courbe des taux a de quoi interpeller car, outre le fait que celui-ci nous rappelle le début de la grande crise financière, il est souvent le prélude à une inversion de la courbe, ce qui a historiquement été le signe annonciateur d'une récession, comme ce fut le cas il y a dix ans.**

Doit-on dès lors craindre que la malédiction de la courbe des taux nous frappe à nouveau ? Il est encore prématuré pour tirer une telle conclusion car si les taux longs américains restent stables, c'est avant tout en raison des assouplissements quantitatifs des principales banques centrales, alors que les taux

courts reflètent quant à eux bel et bien une amélioration des fondamentaux économiques qui a conduit au relèvement progressif du taux directeur de la Fed depuis décembre 2015. L'aplatissement de la courbe des taux américains est donc davantage la conséquence de facteurs techniques que d'une détérioration économique sous-jacente. Ce qui interpelle néanmoins, c'est que cet aplatissement se produise justement au moment où la banque centrale américaine vient d'annoncer une réduction graduelle de son bilan et l'on aurait dès lors pu penser que cette mesure aurait poussé les taux longs à la hausse.

Cette évolution contre-intuitive des taux longs s'explique par le fait que la Fed est la première grande banque centrale à avoir relevé ses taux et à avoir entamé une réduction de son bilan tandis que ses consœurs, à l'instar de la BoJ ou de la BCE, conservent des taux planchers et continuent d'injecter des liquidités sur leurs marchés obligataires respectifs. Ainsi, les investisseurs japonais et européens se trouvent toujours confrontés à des taux faibles, voire négatifs dans de nombreux cas, ce qui les incite à chercher des alternatives comme les obligations américaines.



tifs dans de nombreux cas, ce qui les incite à chercher des alternatives comme les obligations américaines.

Cet intérêt des investisseurs étrangers pour les US Treasuries est corroboré par différentes statistiques comme le rapport «flows of funds» de la BoJ ou les données sur les «foreign holders of US Treasuries»

produites par la Fed. Cet aplatissement de la courbe des taux américains est donc paradoxalement bon signe, puisqu'il illustre que la divergence de politique monétaire au niveau mondial permet à la Fed de normaliser sa politique monétaire sans pour autant détériorer les conditions financières aux États-Unis. Cette situation ne durera cependant pas

éternellement. En effet, la BoJ et la BCE devraient tôt ou tard normaliser à leur tour leur politique monétaire, ce qui diminuera l'intérêt de ce «carry trade» car les taux européens et japonais remonteront, et ce sans doute plus vite que les taux américains, ces banques centrales n'ayant pas l'avantage de «first mover» dont a bénéficié la Fed.

À plus court terme ce sont les coûts de couverture de change qui rendent ce «carry trade» moins avantageux. En effet, le coût pour se couvrir, sur une base annuelle, contre les fluctuations du dollar avec des «FX forwards» à 3 mois est actuellement de 2,22% pour les investisseurs européens et 1,97% pour les investisseurs japonais, ce qui ne laisse plus grand-chose des 2,4% de rendement affichés actuellement par les US Treasuries à 10 ans. L'aplatissement de la courbe des taux observé actuellement aux États-Unis n'est donc vraisemblablement qu'un état transitoire et il est par conséquent prématuré d'y voir le signe d'une récession à venir. En revanche, si cette analyse se révèle correcte, il est grand temps de réduire la durée de son portefeuille obligataire.

## Les marchés captivés par la FED en 2018

Par Hartwig KOS, Vice Chief Investment Officer Co-Head of Multi-Asset, SYZ Asset Management

**Les marchés se concentrent généralement sur un ou deux événements à la fois. En 2015, il s'agissait de la Chine, tandis qu'un an plus tard, ce sont les risques politiques liés au Brexit qui étaient à l'ordre du jour.**

En 2018, l'attention des marchés devrait se tourner vers les banques centrales. Les institutions comme la Réserve fédérale américaine (Fed) ou la Banque centrale européenne (BCE) ont conscience de la nécessité d'augmenter les taux d'intérêt et de réduire les liquidités. La Fed, qui a déjà amorcé la fin de sa politique de taux d'intérêt bas et entend réduire son bilan, occupe actuellement le devant de la scène. Sa réunion de décembre devrait donner lieu à des annonces intéressantes. Il est possible que la banque centrale américaine décide alors d'une nouvelle hausse des taux.

Mais elle pourrait adopter une approche moins restrictive que ce que les marchés prévoient pour le second semestre 2018. La Fed avance en territoire inconnu avec la réduction de son programme d'assouplissement quantitatif et se montre aussi pru-

dente et accommodante que possible. La banque centrale américaine a toujours fait preuve de transparence quant à l'annonce de ses décisions et insiste régulièrement sur sa détermination et sur son souhait de durcir rapidement la politique monétaire. Une stratégie qui lui donne une plus grande marge de manoeuvre. Mais sa position actuelle commande plus de souplesse qu'à l'accoutumée.

Par conséquent, la correction massive des rendements obligataires tant redoutée ne se matérialisera peut-être pas. Les personnes désirant investir dans les actions américaines l'an prochain ont tout intérêt à opter pour les petites capitalisations et les actions bancaires sensibles aux taux d'intérêt. Si l'administration Trump parvient à faire passer sa réforme fiscale, les petites sociétés en ressortiront particulièrement gagnantes. Toutefois, le président américain s'est surtout illustré par ses échecs quant à l'adoption de ses projets phares, comme la réforme de la santé. Mais les marchés ont tellement revu leurs attentes à la baisse concernant la réforme fiscale que même les plus petites réussites de Trump pourraient leur donner un élan positif.

Je recommande en revanche de faire preuve de prudence à l'égard des titres comme Alphabet, Apple, ou Facebook. Certes, les sociétés technologiques américaines affichent des bénéfices respec-

tables, mais il leur est de plus en plus difficile de répondre aux attentes des marchés compte tenu de leur très grande popularité auprès des investisseurs. Vous vous dites certainement que les sociétés technologiques bénéficieraient elles aussi fortement d'éventuelles réformes fiscales. En fait, depuis quelques années, les entreprises de la Silicon Valley transfèrent leurs bénéfices dans des pays offrant une fiscalité favorable.

Selon les observateurs, en cas de réforme fiscale, ces sociétés rapatrieraient leurs fonds aux États-Unis et continueraient à satisfaire leurs actionnaires grâce à des programmes de rachat d'actifs. Toutefois, ce sont bien les plus petites sociétés américaines qui croulent actuellement sous le poids des impôts. Le taux d'imposition marginal auquel elles sont soumises est très élevé par rapport à celui pratiqué dans d'autres pays. Et contrairement aux grandes entreprises technologiques, il leur est beaucoup moins aisé de placer leurs fonds dans des pays offrant une fiscalité plus avantageuse. Ce sont donc les petites capitalisations qui bénéficieraient le plus de la mise en oeuvre de cette réforme.

Tandis que les Américains attendent la réforme fiscale, il semble évident que la faiblesse du dollar se stabilisera au cours des six à huit prochains mois. Compte tenu du rebond du billet vert et de la haus-

se des taux d'intérêt, les marchés émergents devraient perdre de leur attrait en 2018. Les personnes souhaitant investir sur ces marchés devraient se tourner vers les obligations en devises étrangères, qui s'apparentent en quelque sorte aux crédits investment grade émis en Europe et aux États-Unis.

Les investisseurs ont intérêt à opter pour les échéances courtes afin de s'exposer le moins possible aux futures hausses des taux aux États-Unis. Mais alors, pourquoi préférer les obligations en devises étrangères aux obligations à haut rendement ? Tout simplement car elles sont plus liquides et offrent des taux d'intérêt plus attractifs. Certaines affichent même de meilleurs fondamentaux que les emprunts à haut rendement. Elles sont également beaucoup moins corrélées à la croissance chinoise que les actions émergentes, ce qui n'est pas négligeable, car la Chine posera de toute évidence le risque le plus élevé pour les investisseurs au cours de l'année à venir. Le gouvernement chinois compte s'attaquer au problème de la dette, ce qui risque de peser sur l'économie du pays et de freiner sa croissance. En outre, le ralentissement de la deuxième économie mondiale devrait pénaliser de nombreux marchés émergents. En investissant dans des obligations en devises étrangères plutôt que dans des actions émergentes, les investisseurs seront donc moins exposés à ce risque.