

# mirova

Juin 2020

#04

Creating Sustainable Value

*Comprendre les marchés*

## Coup de tonnerre à Karlsruhe : l'UEM foudroyée, mais l'UE éclairée

*Investir sur les marchés*

Mirova investit dans les acteurs actifs  
dans la recherche de solutions au COVID 19

*S'engager*

Réglementation et actualité de place

*Mesurer*

Impact de nos investissements

# Coronavirus, la sonnette d'alarme suffira-t-elle à stopper le train ?

## Monde d'après

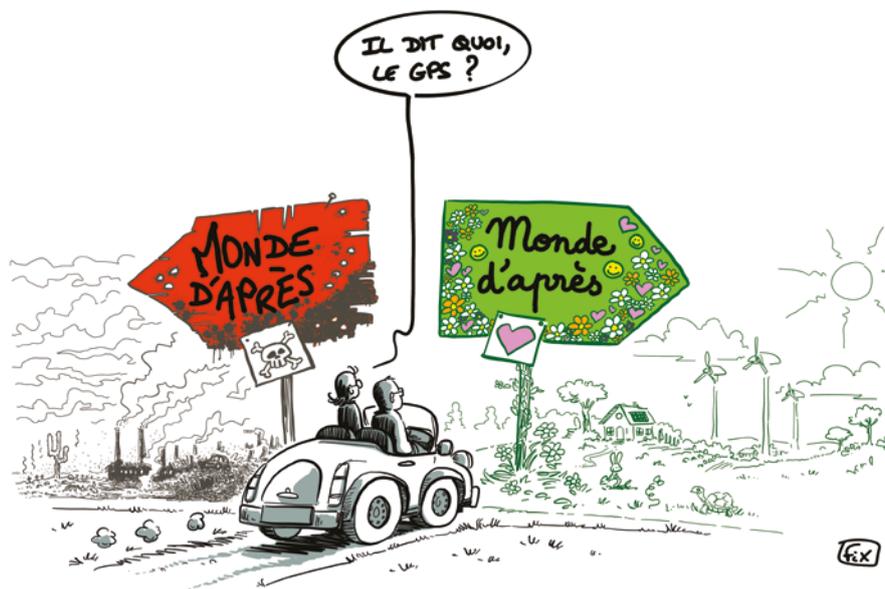
La crise sanitaire n'est pas encore achevée, ses conséquences, notamment économiques, sont loin d'être encore toutes connues et déjà fleurissent les initiatives et les tribunes pour en faire l'autopsie et imaginer ce que pourrait, ou plutôt ce que devrait être le monde d'après.

Cette inflation de créativité, à laquelle Mirova a d'ailleurs pris sa part (cf. encadré sur l'initiative ReCOVeRY), peut surprendre. Pourtant, elle est loin d'être déraisonnable. S'il convient avant tout de rester concentrés et à l'écoute de ce que cette crise révèle, et des conséquences qu'elle va entraîner dans les prochains mois, afin d'y parer au mieux, notre réponse d'aujourd'hui serait incomplète si elle ne s'appuyait pas sur une mise en perspective plus large des facteurs ayant entraîné ou aggravé

cette crise, et des remèdes qu'il serait possible d'apporter afin de mieux se prémunir d'une éventuelle réplique. Cette approche générique vaut aussi pour notre domaine d'expertise : l'investissement.

L'origine de la crise sanitaire n'est pas encore connue avec certitude : s'il est acquis que le virus est apparu dans la ville de Wuhan, il se pourrait que ce soit dans un marché mettant en contact hommes et animaux sauvages (pangolin, chauve-souris) ou d'une faille de sécurité dans un laboratoire de virologie. Dans les deux cas, la thèse exposée par le philosophe allemand Hans Jonas d'une responsabilité nouvelle issue des impacts croissants de l'homme sur son environnement est une nouvelle fois confortée, et avec elle l'impératif de construire un modèle de société plus soutenable. Plus prosaïquement, cette crise fait

ressurgir une des pires craintes des scientifiques : la fonte du permafrost. Outre ses impacts désastreux sur le changement climatique, ce dégel pourrait entraîner la résurgence de virus que l'on croyait disparus, voire l'apparition de méga virus ancestraux. Une première leçon que l'on peut tirer de cette crise est donc que les politiques de développement durable doivent être renforcées. Et pour que cela soit possible dans une économie capitaliste, il est impératif que les détenteurs de capitaux contribuent activement à son avènement. La croissance de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) n'est donc pas portée par un effet de mode politiquement correct, mais par un impératif de soutenabilité de nos sociétés.

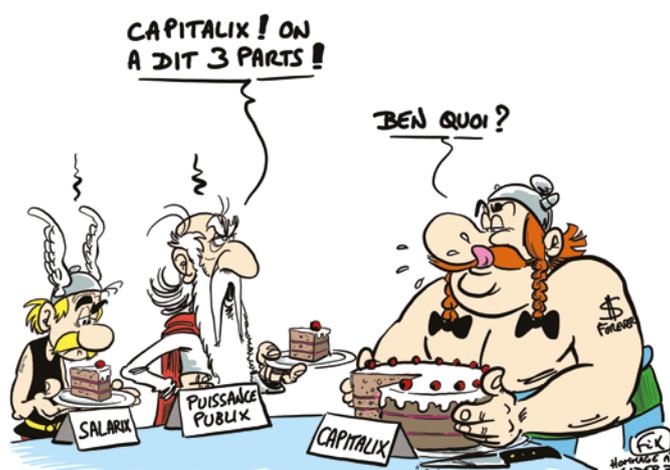


## Les États au secours de l'économie

Face à l'ampleur de la crise, l'intervention des États est apparue indispensable. Sans eux, ce ne sont pas les totems de la main invisible des marchés, de la rationalité des agents et de la libre concurrence qui auraient empêché un effondrement économique de grande ampleur. Au contraire, ces postulats d'un autre âge (hélas encore trop en vogue, en particulier dans les métiers de finance des marchés) ont conduit à mettre en place un système qui aurait accéléré l'ampleur et la propagation de la crise économique. La panique qui s'est emparée des marchés, si elle n'avait pas été stoppée par les interventions massives et inédites des banques centrales et par des politiques budgétaires exceptionnelles, aurait continué à augmenter. Ce faisant, elle aurait tari considérablement les possibilités de financement des entreprises et accéléré les faillites, faillites dont la crainte était l'origine même de cette panique. Sur un autre plan, les mêmes postulats ont conduit

les entreprises à s'astreindre à une pure logique d'efficacité financière, au prix de leur agilité. Ainsi, en optimisant les coûts, de nombreuses activités ont été concentrées et reposent sur des chaînes d'approvisionnement trop tendues, ce qui fragilise la capacité des entreprises à faire face à des situations exceptionnelles. La deuxième leçon que l'on peut tirer de cette crise est qu'il faut défini-

tivement enterrer les concepts de maximisation de la valeur actionnariale et d'efficacité des marchés. L'auto-régulation, mais aussi la régulation « dure », sont nécessaires. La RSE (Responsabilité Sociale des Entreprises) et l'ISR, qui peuvent être vus comme des formes d'auto-régulation, ont et auront aussi besoin de régulations dures pour être crédibles et efficaces.



## Renforcer la collaboration

Face à une crise mondiale, certains n'ont pas manqué de souligner les défaillances des organes de gouvernance multi-latéraux, comme par exemple l'Organisation Mondiale de la Santé (OMS) ou les instances européennes. Des critiques légitimes, qui doivent nous pousser à renforcer encore la coopération, plutôt qu'à la remettre en question. Qu'auraient été la gestion de la pandémie et l'avancée des recherches médicales si les informations sur le virus n'avaient pas été disponibles rapidement (pas assez, certes) ? Est-ce que les États de la zone Euro les plus durement touchés n'auront pas à se féliciter de la mise en place (tardive, certes) de plans de relance massifs financés de facto plus que proportionnellement par les pays les plus touchés ? Si la

subsidiarité est importante et si la résilience des économies peut être renforcée par l'existence de circuits courts pouvant faire office de « coupe-circuits » lorsque l'économie mondiale se grippe (!), la troisième leçon de cette crise est que le multi-latéralisme est indispensable pour mieux gérer les crises mondiales. Si les discussions dans les instances internationales sont parfois épuisantes, il ne faut donc pas renoncer. Cela vaut aussi pour l'ISR où il devient de plus en plus important de construire un langage commun. Il faut faire émerger un consensus autour de la notion, puis de la mesure, de l'impact environnemental et social des investissements. L'Europe peut et doit prendre le leadership en la matière. Elle a tous les avantages pour y arriver : un quasi-consensus

politique autour de la notion de développement durable, des experts reconnus (pour beaucoup passés sous pavillon américain...) et les moyens de cette ambition, puisque son marché unique est le plus grand. Mirova poursuivra donc ses efforts pour faire émerger un consensus européen sur la finance verte et durable.

Ces trois leçons nous confortent donc dans la philosophie d'investissement choisie par Mirova :

- Nos investissements recherchent et démontrent des bénéfices environnementaux et sociaux pour favoriser l'émergence d'une économie plus durable, seule à même de permettre des rendements financiers soutenable à long terme.
- Nos choix d'investissements sont dictés par une approche

de gestion active fondamentale. Sans ignorer ce que peuvent nous apprendre les modèles financiers, il nous semble collectivement suicidaire de s'en remettre intégralement à ces modèles. En s'en écartant, notre approche

est à même de créer de la valeur financière, notamment en prenant mieux en compte les dynamiques de long terme que les marchés savent mal valoriser.

• Notre modèle d'entreprise est tourné vers ses parties

prenantes : salariés, clients, actionnaires bien sûr, mais aussi et résolument vers la puissance publique avec qui nous avons le devoir de construire l'écosystème nécessaire à l'épanouissement d'une finance verte et durable.

## ReCOVery : POUR UNE RELANCE JUSTE ET DURABLE MENÉE PAR LES ENTREPRISES

La crise sanitaire que nous traversons, ainsi que la période inédite de confinement que nous avons vécue, a poussé de nombreuses personnes et entreprises à s'interroger sur notre modèle de développement économique. De plus, la mise en œuvre d'un plan de soutien et de relance massif de l'État, nécessaire pour éviter des contrecoups économiques et sociaux, nous laisse penser que la capacité financière de notre pays sera durablement affaiblie, et ne pourra pas nécessairement porter la transition écologique et sociale que nous appelons de nos vœux depuis des années. Aussi, il nous a paru nécessaire de contribuer à une réflexion et des actions permettant aux entreprises de se saisir de ce ralentissement de l'économie pour initier et opérer la transition vers des modèles d'affaires alignant l'ambition économique sur les ambitions sociale et environnementale.

Dès les premiers jours du confinement et pendant 31 jours, Mirova et Fabernovel ont uni leurs expertises pour initier une démarche d'ampleur, à destination

des entreprises : reCOVery. Cette initiative a été progressivement rejointe par des réseaux<sup>1</sup> dont les membres sont déjà impliqués, à différentes échelles, dans une réflexion sur la durabilité de leur modèle. Elle a conduit une réflexion sur les enseignements à tirer de la crise pour reconstruire l'économie de demain. Nous y avons analysé les changements engendrés par le confinement, les dysfonctionnements des modèles existants, le fonctionnement économique par écosystèmes, et enfin l'utilité sociétale des entreprises. Six débats ouverts au grand public ont été organisés entre des représentants du monde économique, associatif et public. Une plateforme d'échange en ligne, [recovery.wiki](https://recovery.wiki), a également permis la remontée de centaines de propositions, générant des milliers de réactions et commentaires.

Trois grandes thématiques sont ressorties des débats et de la démarche collaborative :

• **Résilience.** La crise nous invite à repenser la résilience des entreprises face aux crises à venir, qu'il s'agisse de nouvelles épidémies ou des conséquences

d'autres crises à venir, environnementales ou sociales notamment.

• **Durabilité.** Les échanges ont fait ressortir une très forte volonté d'engager une transformation profonde, en faveur d'un redémarrage juste et durable de l'économie.

• **Capitaliser sur les changements positifs.** Le confinement et les autres mesures de lutte contre la pandémie constituent une expérience sociale inédite. Elles modifient nos interactions sociales, notre rapport au travail, aux outils informatiques, notre consommation ou notre mobilité. Nous devons capitaliser sur cette expérience pour retenir les comportements positifs pouvant être généralisés.

À l'issue du confinement, une synthèse et des pistes d'engagements ont été rédigées à destination des réseaux et du gouvernement. Véritable pont entre différents acteurs qui se retrouvaient rarement, reCOVery semble pouvoir s'installer comme une autre voix des entreprises, de plus en plus nombreuses, qui souhaitent faire émerger une économie durable.

### FOCUS

## Coup de tonnerre à Karlsruhe : l'UEM foudroyée, mais l'UE éclairée

Le 5 mai dernier, par un arrêt historique – le terme n'apparaît cette fois pas galvaudé – le tribunal constitutionnel fédéral allemand de Karlsruhe portait un coup violent à l'action de la Banque Centrale

Européenne (BCE) de Francfort ainsi, en dernière analyse, qu'à la primauté supposée de la Cour de Justice de l'Union Européenne (CJUE) sise à Luxembourg, voire à la pérennité de l'Union Économique

et Monétaire (UEM). Pourtant, les 237 tonitruants articles de l'arrêt portent en eux quelques rappels lumineux, propres à éclairer la poursuite de la construction européenne.

<sup>1</sup> [Ashoka](#), [B Lab France](#), [Finance for Tomorrow](#), [France Digitale](#), [l'Institut National de l'économie circulaire](#), [La communauté des entreprises à mission](#), [la Fabrique de l'Industrie](#), [le collège des directeurs du développement durable - C3D](#), [Le Mouves](#), [Make Sense](#), [Réseau Entreprendre Paris](#), [The Shift Project](#)

## Tonnerre à Karlsruhe : nuages noirs sur Francfort, douche froide à Luxembourg et Bruxelles

L'arrêt stipule que les rachats de dettes souveraines auxquels procède l'eurosysteme sous l'égide de la BCE, dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif non conventionnel (Quantitative Easing – QE), s'avèrent légaux. Cela, d'une part, du fait de leur passage par les seuls marchés secondaires, et d'autre part, grâce au respect des clefs de répartition entre banques centrales ainsi qu'à celui des limites de détention (33%) des dettes publiques par l'eurosysteme et la BCE.

L'arrêt ajoute que ce QE enfreint peut-être les règles de proportionnalité des impacts de ses interventions aux objectifs prévus par les traités. La CJUE, dans une décision préjudicielle rendue fin 2018, n'avait pas soulevé le point et validait donc l'action de la BCE ; les sages allemands en balayaient les arguments.

En conséquence, le tribunal constitutionnel pourrait faire imposer à la Bundesbank (BuBa) qu'elle cessât sa participation au Public Sector Purchase Programme<sup>2</sup> (PSPP), bras armé du European Asset Purchase Programme<sup>3</sup> (APP) initié en 2015,

et aux Opérations Monétaires sur Titres (OMT) décidées en 2012, si la BCE ne démontrait pas avoir satisfait à cette condition de proportionnalité. Le tribunal lui concède trois mois pour s'exécuter. En effet, une fois de plus quand ils ont à se prononcer sur un sujet touchant à la construction européenne, les sages de Karlsruhe ont pris soin de ménager une échappatoire face au problème que posait leur décision. La BCE devra révéler en vertu de quelle interprétation des traités elle s'estimait fondée à agir comme elle le fait, en négligeant apparemment les conséquences économiques de ses actions. Parmi celles-ci, notamment, le maintien en activité d'agents économiques non viables affectant la compétitivité de leurs concurrents viables ou provoquant la chute de la rémunération des épargnants. Il lui faudra aussi sans doute expliquer en quoi œuvrer à la convergence des rendements des dettes émises par les États membres de l'UEM obéit à un objectif de limitation de l'inflation. Quatre points se dégagent :

- la légalité du PSPP, apparente bonne nouvelle qui pourtant

cache des freins importants pour la suite de l'action de la BCE ;

- le doute sur le respect de la règle de proportionnalité, apparente mauvaise nouvelle que pourtant la BCE ne devrait pas éprouver de mal à lever ;
- l'affirmation renouvelée de la supériorité du droit constitutionnel allemand (et à plus forte raison de celui de chaque État membre ?) sur les décisions de la CJUE, que le Tribunal se permet implicitement de soupçonner d'insuffisance lorsqu'elle a à juger de l'action des institutions communautaires, dont elle fait partie et qu'elle a tout intérêt à renforcer ;
- le rappel que ces institutions communautaires créées par les traités conclus entre États n'ont pas le moindre droit d'agir hors du cadre prévu par ces traités, même sous prétexte de crise, et que lesdits États, seuls dépositaires légitimes de la souveraineté des peuples qui les contrôlent démocratiquement, peuvent en déléguer l'exercice, mais certainement pas donner ce qu'ils ne détiennent pas.

## Un coup de tonnerre qui ne tombe pas du ciel

La décision ne saurait surprendre, tant elle s'inscrit dans la logique déjà suivie et exprimée depuis au moins 2009 par la Cour de Karlsruhe, qui n'allait bien sûr pas y déroger. Ce qui détonne, c'est la dureté avec laquelle elle déjuge la CJUE dont elle qualifie la décision de 2018 d'« incompréhensible » et « arbitraire ». Des termes très forts qui traduisent le degré d'exaspération des juges allemands devant le manque de sérieux qu'ils croient percevoir de la part de la Cour de Luxembourg quand elle juge les institutions européennes. Si de

fins observateurs savaient déjà le peu de cas que les juges constitutionnels allemands faisaient de la légitimité de la CJUE dont les magistrats se sont taillés sur mesure une jurisprudence renforçant sans cesse leurs propres prérogatives, le rejet agacé de ses décisions de 2018 fait part, au grand jour, des doutes de Karlsruhe sur l'impartialité de Luxembourg s'agissant de questions portant sur les institutions européennes. Les juges constitutionnels allemands voient en leurs pairs de la CJUE des militants de la cause européenne,

donc inaptes à juguler les abus commis au nom de celle-ci. Pour rappel, la Cour suprême du Danemark, la Cour constitutionnelle tchèque et le Conseil d'État français avaient déjà rendu des sentences déniaient aussi à la CJUE ses prétentions à outrepasser son mandat.

Rappelons les propos tenus par le rapporteur de la Cour : « pour la première fois de son histoire, la Cour constitutionnelle fédérale déclare que les décisions et actions des institutions européennes ne sont pas couvertes avec évidence par

2 Programme d'achat de titres du secteur public

3 Programme d'achat d'actifs européens

le système européen de compétences et ne peuvent donc pas être appliquées en Allemagne ».

De fait, elle le déclare bel et bien pour la première fois. Mais elle émettait des avertissements depuis

au moins dix ans et la patience lui manque désormais.

## Quels paratonnerres pour détourner la foudre ?

Quoi qu'il en soit, les marchés semblent n'avoir pas porté l'attention qu'il méritait à ce coup de tonnerre, qu'ils ont traité par le dédain, rassurés sans doute au vu :

- des trois mois laissés à la BCE pour s'expliquer ;
- de la forte probabilité qu'elle apporte une réponse sensée, argumentée et cohérente au tribunal, qui se la fera vraisemblablement transmettre par la BuBa afin de préserver les apparences ;
- le cas précédent n'échétant pas, des très longs délais que semblent allouer les juges allemands à la BuBa pour déboucler ses positions, estimées supérieures à 530 Md€ à fin avril, si elle devait ne plus participer au QE ;
- du fait que le récent Programme d'achats d'urgence pandémique de 750 Md€ n'entraîne pas dans le champ de la revue de la Cour, du moins pas à ce jour ;
- de la perspective que la BCE achète à terme des obligations de *fallen angels* (ou « anges déchus », c'est-à-dire des entreprises déclassées par les agences dans la catégorie spéculative), que l'arrêt ne condamne pas stricto sensu si Francfort parvient à écarter les doutes de la Cour sur le coût du maintien de sociétés zombies ; pour le moment, la BCE ne prévoit pas de recourir à une telle option ;
- de la possibilité pour les institutions européennes de passer outre ce jugement, même si cela

engagerait un conflit à notre avis mortel pour tout l'édifice européen.

Ces éléments comportent bien de quoi lever les inquiétudes les plus immédiates et les marchés ont raison d'en tenir compte. En revanche, ils ne prennent pas la mesure de la menace de l'arrêt ni de sa portée à plus longue échéance :

- il met une limite, donc un terme, au fameux « whatever it takes<sup>4</sup> » de Mario Draghi en rappelant que toute action de la BCE renonçant aux clefs de répartition d'intervention de chaque banque centrale de l'Eurosystème serait illégale ; ce faisant, la Cour de Karlsruhe prévient qu'en pareil cas, après sa saisine qui ne saurait d'ailleurs manquer, elle exigera le retrait de la BuBa dudit eurosystème. En clair, le PSPP survivrait sans la BuBa qui s'en désengagerait petit à petit, mais le PEPP ne saurait avoir le cadre décrit car il ne respecte plus les clefs de répartition ci-dessus mentionnées ;
- il entrave la latitude que s'auto-attribuent, souvent dans l'urgence, les institutions européennes avec l'assentiment de gouvernements pris par le temps en période de crise ; la Cour de Karlsruhe n'en démord pas : les États souverains ont précisé le périmètre d'action des institutions européennes dans les traités et ces institutions n'ont pas davantage le droit de sortir de ce périmètre que celui de se comporter en autorités de

tutelle desdits États souverains. La Cour a sur ce point raison, mais cela induit de renoncer à se priver de moyens de coordination parfois cruciaux : il s'agit d'un problème réel. Ainsi, pour toute salutare que se montre l'action actuelle de la BCE, chacun admet bien, pour s'en réjouir ou s'en lamenter, qu'elle s'écartere des missions que lui assignaient les traités de Lisbonne et Maastricht. Nécessité n'a pas force de loi à Karlsruhe.

Enfin, imaginer que les instances communautaires contourneront avec facilité l'arrêt – soit qu'elles l'ignorent superbement, soit qu'elles se réfugient à l'abri de la primauté de la CJUE – relèverait d'une lecture très légère de ce qui s'est passé le 5 mai. Cela reviendrait à méconnaître le rôle dévolu aux membres du tribunal constitutionnel allemand dans la démocratie outre-Rhin, où prévaut une réelle culture de l'État de droit et leur parfaite indifférence envers les prétentions de la CJUE à la primauté de ses jugements sur ceux des juridictions nationales suprêmes, primauté que la CJUE s'est elle-même allouée. Politiquement, il s'agirait surtout d'une victoire à la Pyrrhus : l'opinion publique allemande se détournerait durablement de la construction européenne, qui a plus que besoin, justement, de gagner la sympathie des populations.

## Coup d'éclat de Karlsruhe, coup d'arrêt pour l'UE ?

Sur ce point, l'arrêt revêt un intérêt fondamental, car il lance deux défis : l'un, immédiat, à la BCE. L'autre, plus lointain mais plus important, à la poursuite de

la construction européenne. Se contenter de fournir quelques gages à un peuple allemand soi-disant crispé devant la perte de contrôle de la masse monétaire nous paraît

hors sujet, paradoxalement. Car la cour de Karlsruhe met les pieds dans un autre plat, que chacun feignait de n'avoir pas vu : celui de la légitimité du mandat dont se

4 Quoi qu'il en coûte – Discours de juillet 2012 de Mario Draghi, alors président de la BCE

prévalent parfois les institutions communautaires pour jouer un rôle de facto politique, ce sur près des 300 millions de citoyens et de sujets de l'UEM qui ne disposent pourtant d'aucun moyen de contrôle démocratique sur ces institutions, même indirect, et alors que les traités ne le prévoient pas toujours. En filigrane, la Cour instruit le procès de la méthode Monnet, qui avait bien fonctionné pour faire avancer le projet européen. Pour rappel, celle-ci consistait, de l'aveu même de Jean Monnet, à avancer à bas bruit pour ne pas réveiller d'éventuelles susceptibilités nationales, jugées fâcheuses sinon vecteurs

de conflits, en créant des administrations communautaires aux buts initiaux restreints à des sujets techniques, puis en les laissant ensuite embrasser un périmètre d'intervention toujours plus vaste sans que les électeurs ne puissent choisir ni renvoyer par l'exercice de leurs votes ceux ayant la charge de les diriger.

Habile à défaut de très démocratique, ce processus aboutissait inéluctablement à délégitimer une construction européenne se fragilisant à mesure qu'elle s'élevait. Cette méthode bute désormais sur la Cour de Karlsruhe, laquelle fut conçue, au sortir de la deuxième

guerre mondiale, pour servir de contre-pouvoir aux pouvoirs exécutifs après les abus perpétrés par le régime hitlérien. Se plaindre de son intransigeance revient à négliger qu'elle remplit ici le rôle que les Allemands lui ont dévolu, sans s'abaisser à une quelconque compromission politicienne. Elle rappelle M<sup>me</sup> Merkel et le parlement allemand à leurs devoirs de préservation de la loi suprême allemande, donc au respect des traités. Aucun chancelier ne dispose des moyens de trop louvoyer avec un arrêt de Karlsruhe, pas même M<sup>me</sup> Merkel.

## De l'éclair de Karlsruhe, jaillit la lumière pour l'UE ?

Si les marchés nous paraissent donc avoir sous-estimé le danger induit pour l'UEM à moyen terme, nous y décelons à plus long terme une chance pour la construction européenne. Les juges constitutionnels allemands posent la bonne question, celle du contrôle démocratique des institutions communautaires. Le moment vient d'y répondre. Certes, ils la soulèvent au pire moment et c'est la BCE qui en essuie les plâtres ; il valait toutefois mieux qu'elle provint d'une Cour aussi respectable plutôt que d'un mouvement d'humeur électoral se concrétisant dans un vote extrémiste.

En fin de compte, les juges allemands rappellent les règles à suivre : un contrôle démocratique réel des institutions, tenues de respecter et la lettre et l'esprit des traités, et non de s'en affranchir dès que cela leur semble nécessaire ou dans leur propre intérêt, même sous couvert d'une urgence due à la survenance d'une crise. Montesquieu aurait-il plus de succès à Karlsruhe qu'en France ? Il alertait sur le fait que « *c'est une expérience éternelle que tout homme qui a du pouvoir est porté à en abuser ; il va jusqu'à ce qu'il trouve des limites*<sup>5</sup> ». Il en va de même des administrations.

Une nouvelle ère pourrait s'ouvrir. Si des institutions européennes aspirent à réaliser une vague ébauche de « souveraineté européenne », elles doivent se résoudre à quitter la tortueuse voie dessinée par M. Monnet en d'autres temps, afin d'emprunter un chemin plus droit, celui de la démocratie. Le choix qui leur reste consiste soit à la contourner toujours plus et ainsi réinstaurer un despotisme prétendument éclairé mais dont plus aucun européen ne veut, ce qui débouchera sur une impasse, soit à s'y soumettre sans condition. En bref, il n'y a pas de choix : la démocratie forme sans doute l'unique socle auquel croient fermement, sans nuance ni équivoque, tous les européens, qu'ils vivent à Helsinki ou La Valette, à Dublin ou Sofia. L'UE doit s'appuyer sur cette réalité : l'Europe sans la démocratie, ce n'est plus l'Europe. Que cette sentence provienne, par ricochets, d'un pays traumatisé par la tyrannie nazie, bien davantage que par les épisodes d'hyperinflation du passé obsédant surtout les détenteurs de capitaux d'aujourd'hui, semble des plus éclairants. En un sens, l'arrêt du 5 mai incite les dirigeants allemands à mettre le débat



européen à l'agenda démocratique, et non plus à le confisquer par des considérations technocratiques réservées à de hauts fonctionnaires européens. En acceptant le principe d'une mutualisation des dettes, bien que limitée, M<sup>me</sup> Merkel a paru tourner le dos à la Cour constitutionnelle de Karlsruhe. Pourtant, elle se conforme bel et bien à son

esprit. Elle reconnaît d'abord que la BCE ne peut se voir abandonnée à jouer, seule, le rôle de pilier de l'UEM dans cette crise, ce que Christine Lagarde avait d'ailleurs déjà signifié. Ensuite, elle porte à la connaissance de l'électorat allemand et des autres dirigeants de l'UE les termes de l'équation. Des opposants s'opposeront,

des partisans adhéreront, des arguments s'échangeront : en clair, la démocratie fonctionnera. Les juges de Karlsruhe ne demandent pas autre chose et les Européens non plus, dont la prospérité dépend aussi d'un cadre institutionnel stable et apaisé, celui qu'autorise la démocratie.



# L'essentiel sur les marchés

## La Covid-19, un choc exogène inattendu, source de volatilité extrême sur les marchés

Ce premier semestre 2020 est totalement inédit tant l'apparition de la Covid-19 a bouleversé nos vies, l'économie et les marchés. En l'espace de quelques semaines le virus a contraint au confinement plus de 3,5 milliards d'individus dans le monde, plongé l'économie mondiale dans une profonde récession et provoqué l'un des chocs les plus violents de l'histoire des marchés. La variation de l'ensemble des indices actions mondiaux, du plus haut au plus bas, entre le 20 février et le 20 mars, a avoisiné les -35% dans un contexte de faible liquidité, de ventes forcées et de capitulation de nombreux investisseurs. La volatilité implicite du marché des actions a atteint un plus haut historique avec un indice de volatilité, ou VIX<sup>6</sup>, à 80, et les

obligations, notamment celles de catégorie high yield<sup>7</sup>, ont fortement souffert. Le prix du baril de pétrole s'est effondré, passant momentanément en niveau négatif, victime d'un choc de la demande et des désaccords entre l'Arabie Saoudite et la Russie.

Les sanctions ont été particulièrement fortes pour le secteur financier et les secteurs cycliques, notamment ceux victimes des mesures de distanciation sociale mises en place pour contenir l'épidémie (transport & loisir, automobile, énergie).

Heureusement, les réponses des autorités publiques (banques centrales et États) ont été massives, afin de faire en sorte que cette crise sanitaire ne dégénère pas en une crise financière globale et que les conditions du rebond de l'activité,

une fois l'épidémie enrayée, soient assurées.

Depuis le point bas du 21 mars, les actifs risqués ont violemment rebondi. Ils ont profité des nouvelles rassurantes venant des premiers pays déconfinés, de la reprise graduelle des économies et des annonces des nombreux plans de soutien monétaires et budgétaires à travers le globe. Aussi, l'absence de seconde vague de contamination, du moins jusqu'ici, a permis de restaurer progressivement la confiance chez les investisseurs. L'appétit pour le risque est revenu, et avec lui un fort rebond des valeurs décotées les plus sensibles à l'amélioration des perspectives économiques, dont la valorisation avait atteint des plus bas historiques.

## Déconfinement et reprise de l'activité économique

La part des pays partiellement ou totalement déconfinés représente désormais plus de la moitié du Produit Intérieur Brut (PIB) mondial. L'amélioration semble se confirmer. Elle se traduit par une normalisation plus rapide que prévu de nombreuses données haute

fréquence (chiffres de mobilité, fréquentation des magasins en Allemagne, transactions sur les cartes de crédit et activité des hôtels et restaurants aux États-Unis, ventes de voitures en Chine, etc.) et par des indicateurs macro qui surprennent positivement

(PMI<sup>8</sup> manufacturiers et services, emplois aux États-Unis, confiance des consommateurs, etc.)

La reprise est bien là, soutenue mécaniquement par le déconfinement. Elle se renforcera dans les prochains mois. Pour autant, le ciel n'est pas complètement dégagé

6 Volatilité Index. Il est compris entre 0 et 100, 100 traduisant la plus grande volatilité et donc le plus grand pessimisme des investisseurs

7 Obligations à haut rendement

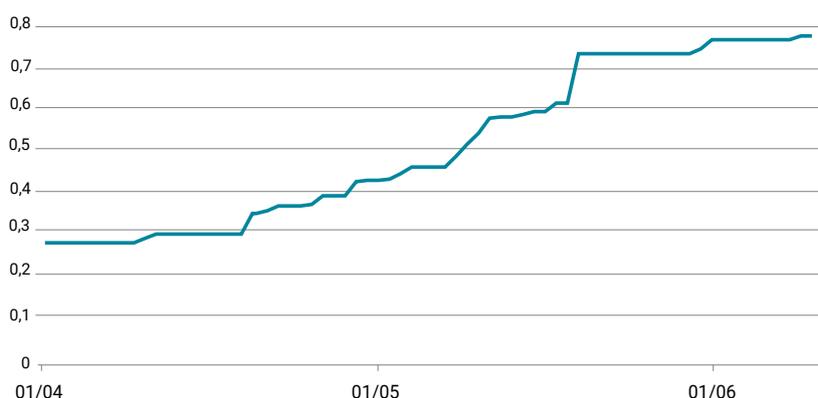
8 Purchasing Manager Index ou Indice des directeurs d'achat



et l'économie devrait subir les contrecoups de la crise sanitaire à la rentrée : du côté des ménages, le taux de chômage pourrait croître compte tenu des plans de licenciement qui pourraient s'intensifier avec l'arrêt des subventions publiques (bon nombre d'entreprises des secteurs les plus touchés par la crise n'ont plus que quelques mois de liquidité devant elles). La consommation pourrait ne reprendre que progressivement et les taux d'épargne rester à des niveaux élevés, du fait de l'incertitude économique. Du côté des entreprises, des faillites semblent inévitables : les contraintes et normes sanitaires pèsent dès à présent sur leur productivité, les dépenses d'investissement devraient ralentir et certains secteurs à forte « proximité sociale » (tels que l'hôtellerie, la restauration, le tourisme, le transport aérien) seront durablement pénalisés et sortent fortement endettés de cette période.

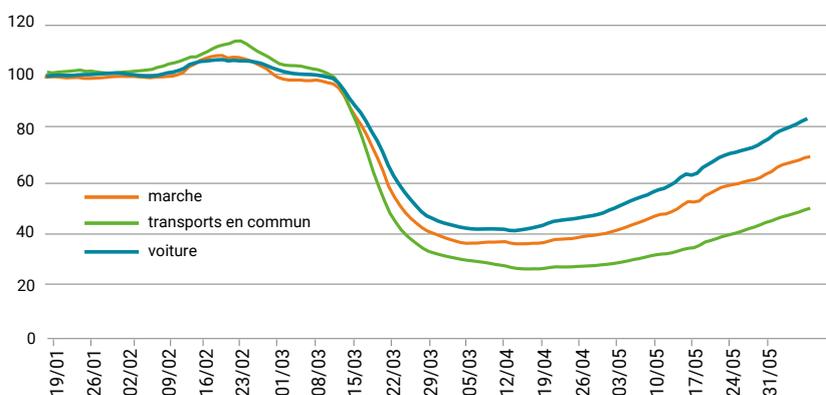
Par ailleurs, le choc a été si brutal au second trimestre qu'il faudra du temps avant de retrouver les niveaux d'activité pré-crise. La perte d'activité durant la période de confinement aura été supérieure à 10 points de PIB, du pic au creux, pour de nombreux pays développés. Le plus important à ce stade est de conserver le potentiel de croissance long terme de l'économie en évitant les destructions de capital humain ou encore des destructions de capital productif que provoqueraient des faillites d'entreprises. L'efficacité des plans de soutien monétaires et budgétaires, ainsi que la rapidité de la reprise (liée au déconfinement et à l'évolution des comportements des consommateurs et des entreprises) sont donc clés pour retrouver les niveaux d'avant-crise.

FIG.1 MONDE (30 PAYS) : PART DES PAYS PARTIELLEMENT OU TOTALEMENT DECONFINÉS EN % DU PIB



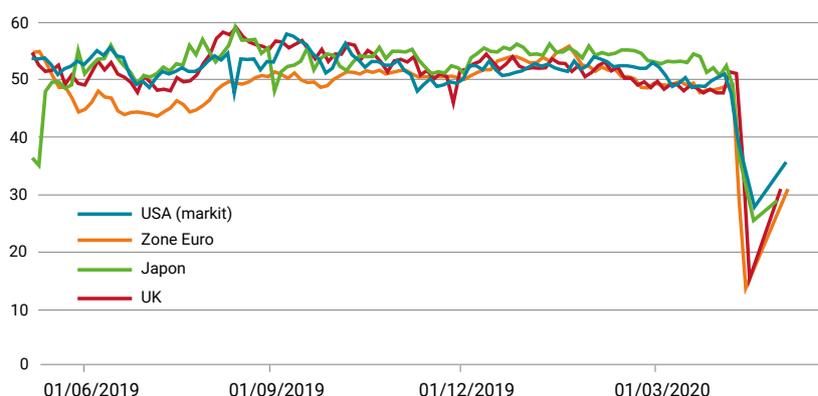
Source : Les Cahiers Verts

FIG.2 MONDE HORS CHINE : INDICE DE MOBILITÉ APPLE PONÉRÉ PAR LE PIB LISSÉ SUR 7 JOURS



Source : Apple, Les Cahiers Verts

FIG.3 MONDE : PMI COMPOSITE



Source : Bloomberg

## Une relance budgétaire inédite

Selon le Fonds Monétaire International (FMI), l'ensemble des mesures annoncées (budgétaires et autres) représente environ 9 % du

PIB mondial. Il s'agit d'une définition large, qui intègre un soutien indirect à l'activité (prêts, assouplissement des contraintes régle-

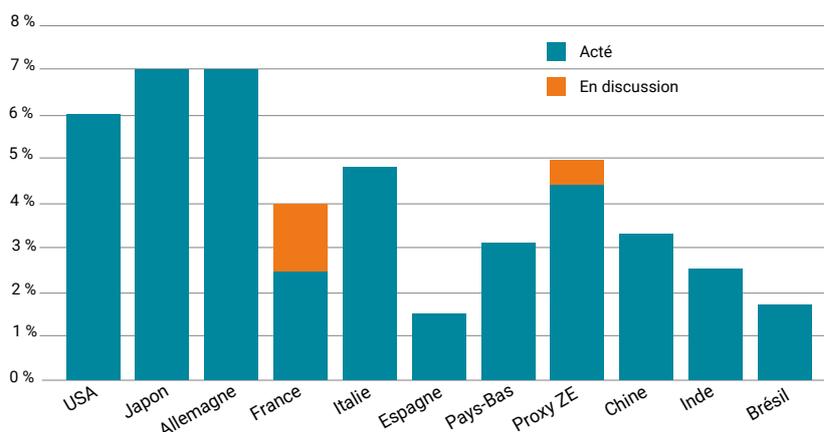
mentaires, garanties d'emprunt, etc.) L'impulsion budgétaire en elle-même ne représente qu'un peu plus de 3 % du PIB mondial,

un montant néanmoins supérieur à ce que l'on a pu connaître lors de la crise financière de 2008. Pour les grands pays développés, on observe des plans relances de l'ordre de 4 à 6 % du PIB.

Ainsi, aux États-Unis, l'impulsion est de l'ordre de 6 % du PIB, le principal contributeur étant le plan de soutien et de relance baptisé « CARES Act » qui alloue notamment 300 Md\$ aux ménages sous forme de chèques, ou encore 280 Md\$ de reports de cotisations sociales patronales.

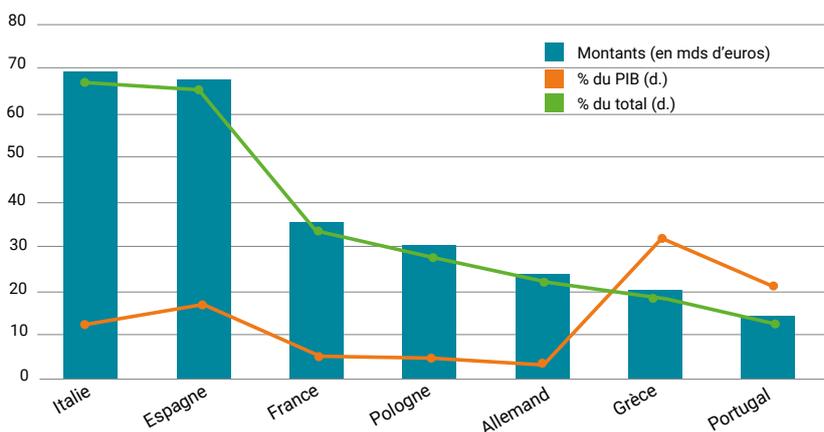
En Europe, la Commission européenne a présenté le 27 mai un plan de relance de 750 Md€, très largement inspiré par la proposition franco-allemande. Il prévoit notamment 500 Md€ de financements sans remboursement pour les États européens (3,5% du PIB de l'UE) et 250 Md€ de prêts. Le plan sera financé grâce à l'émission d'obligations communes européennes. Ce plan, qui doit encore être approuvé officiellement à l'heure où nous écrivons, fournit la pièce budgétaire manquante de la réponse de l'UE face à la crise et porte un message politique fort en termes de solidarité fiscale au sein de l'Union. À court terme le plan devrait atténuer le risque de récession pour les pays périphériques et augmenter les chances d'une reprise européenne synchronisée pour l'année prochaine. Sur le long terme, il améliore les capacités fiscales européennes, et marque une étape importante, de nature à renforcer la cohésion de l'union monétaire. Par ailleurs, il rend le Green Deal<sup>9</sup> plus crédible et plus rapide à délivrer.

FIG.4 PLAN DE RELANCE (EN % DU PIB)



Source : Les Cahiers Verts

FIG.5 FONDS DE SOUTIEN DIRECT (HORS PRÊT) ALLOUÉS À CERTAINS PAYS



Source : Commission européenne, Les Cahiers Verts

Si les risques politiques existent encore (cf. notre focus ci-après sur l'arrêt de la cour constitutionnelle allemande), le projet est en bonne voie. Ce plan, enfin, s'ajoute aux plans de relance nationaux des différents pays européens déjà

votés, qui représentaient à eux seuls 4 % du PIB de la zone euro. On s'achemine donc vers un plan de relance de plus de 7 points de PIB dans la zone euro, dont une partie sera applicable en 2021.

## Des politiques monétaires extrêmement accommodantes

Globalement, la réponse monétaire a été beaucoup plus rapide et plus massive que ce que l'on a pu connaître en 2008. Ce, tant en termes de montant (QE proche de 8 % du PIB en moyenne contre 4 % en 2008), qu'en termes de nombre de banques centrales impliquées. Aussi, certains dispositifs ont été

mis en place pour la première fois (tels que les achats directs d'obligations d'entreprises aux États-Unis par la Réserve Fédérale, notamment de catégorie High Yield).

En Europe, la BCE poursuit sa politique de QE agressive. Moins de trois mois après avoir déployé un arsenal de mesures d'urgence, elle

a décidé d'augmenter de 600 Md€ le montant du « Programme d'achats d'urgence pandémique » (PEPP), un plan d'achats de dettes sur les marchés visant à faire baisser les coûts de financement des États, des entreprises et des ménages. Le montant déployé est de l'ordre de 1350 Md€ à présent.

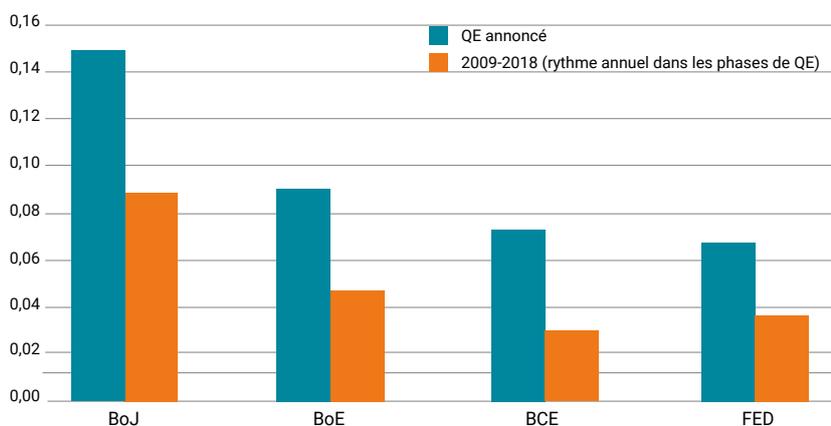
9 Pacte vert

Ces achats visent entre autres à faciliter la tâche des gouvernements de la zone euro, confrontés à l'envolée du chômage et des déficits budgétaires et contraints d'accroître fortement leurs emprunts sur les marchés financiers. Par ailleurs, ce programme est une véritable force de frappe pour lutter contre la fragmentation des taux périphériques (Italie, Espagne, etc.)

Pour mémoire, la BCE s'attend désormais à une contraction de 8,7% de l'économie de la zone euro cette année, alors qu'elle tablait en mars sur une croissance de 0,8%. Même si elle anticipe un rebond de 5,2% en 2021 et de 3,3% en 2022, les risques entourant son scénario de base pèsent pour l'instant plutôt à la baisse. C'est pourquoi les stimuli et taux bas de la BCE

resteront en place de notre point de vue pour un long moment. L'orthodoxie monétaire n'est définitivement plus de mise à la BCE, qui a mis en place un mécanisme permettant aux États d'avoir quasiment recours à une dette perpétuelle gratuite. En effet, la banque centrale reverse ses profits (qui comprennent les intérêts reçus sur la dette publique qu'elle détient) aux États qui sont eux même détenteurs de son capital ! Autrement dit, les États récupèrent les intérêts qu'ils lui versent. À partir du moment où la banque centrale ne réduit pas la taille de son bilan et ne revend pas la dette publique qu'elle détient au marché en la renouvelant à l'échéance, la dette devient gratuite. Et ce mécanisme est vrai pour l'ensemble des banques centrales à travers le globe. Les risques liés à cette création de monnaie, que sont l'hyperinflation et une perte de crédibilité vis-à-vis des créanciers étrangers, sont pour l'instant minimes, du fait même du caractère mondial de ces mesures.

FIG.6 QE RÉCEMMENT ANNONCÉ PAR LES BANQUES CENTRALES VS RYTHME MOYEN DU QE DE 2009 À 2018 (EN % DU PIB)



Source : Les Cahiers Verts

## Comportement de marché et stratégie d'investissement

Suite au mouvement de panique qui s'était emparé du marché de mi-février à mi-mars, lié à ce qu'on pourrait considérer comme une perte de contrôle généralisée face à l'épidémie, les nombreuses interventions des banques centrales et États, à la fois massives et rapides, combinées à une meilleure appréhension générale de la dynamique épidémiologique, ont pu rassurer les investisseurs. Elles justifient en grande partie, de notre point de vue, le puissant rallye boursier que nous connaissons depuis le point bas du 23 mars dernier, a fortiori dans une optique long terme. Ces dernières semaines, le mouvement de hausse s'est généralisé à l'ensemble de la cote. Il bénéficie notamment aux valeurs et secteurs délaissés, qui profitent de la reprise d'activité. En effet la réouverture des économies s'accompagnant d'une dynamique

macro meilleure qu'attendue, ainsi que l'amplification des mesures de relance particulièrement en Europe avec le plan de 750 Md€ de la commission européenne ont déclenché chez les investisseurs un véritable retour de l'appétit pour le risque, relayant au second plan la résurgence des tensions sino-américaines. Comment sommes-nous positionnés à ce stade ? Il semblerait que le plus dur de la crise sanitaire soit derrière nous. Néanmoins, si la probabilité d'une résurgence de l'épidémie a fortement diminué avec les données globalement encourageantes des pays ayant « déconfiné », elle n'a pas disparu. Les inquiétudes proviennent en particulier des pays qui n'ont pas opté pour un confinement strict (Suède en Europe, Amérique latine assez largement) mais aussi des

États-Unis, où le déconfinement a été rapide. L'évolution de la crise sanitaire reste donc une inconnue dont le comportement est difficile à anticiper (y compris pour les médecins !) L'évolution favorable de la crise sanitaire a largement été intégrée par les marchés. Aussi, le rebond des valorisations, le repli de la prime de risque et l'appétit pour le risque, désormais élevé, participent à réduire les perspectives à moyen terme. Néanmoins, la configuration demeure encore favorable compte tenu du rebond macro-économique à venir, de politiques très accommodantes et de l'amélioration des perspectives européennes, dues au plan. C'est pourquoi nous maintenons notre biais positif sur les actifs risqués.

# Mirova investit dans les acteurs actifs dans la recherche de solutions au Covid 19



La crise sanitaire que nous vivons depuis quelques mois nous rappelle à quel point le secteur de la santé joue un rôle essentiel dans la croissance économique, le développement humain et la cohésion sociale. En l'espace de quelques semaines, le virus SRAS-CoV-2, ou syndrome respiratoire aigu sévère, s'est érigé en pandémie du siècle déstabilisant le mode de vie de plus de 3 milliards de personnes à travers le monde, et paralysant des pans entiers de l'économie.

Le secteur de la santé se trouve aux confins des trois dimensions du développement durable. La qualité des écosystèmes et l'atténuation des effets du changement climatique, l'accès pour tous aux soins et au bien-être, l'efficacité et la soutenabilité économique du système de santé sont en effet autant de défis pour protéger la santé physique et psychique des individus, et assurer un avenir soutenable pour les générations futures.

À ce titre, on peut considérer la pandémie du coronavirus comme un signal d'alerte sur les conséquences de la mondialisation, de nos modes de consommation, et d'agriculture industrielle, qui favorisent l'apparition de nouvelles maladies plus résistantes avec lesquelles nous devons sûrement apprendre à vivre.

Malgré l'évolution du savoir et les progrès de la médecine, nos connaissances restent limitées, et la Covid 19 a révélé notre

fragilité face aux enjeux sanitaires. Mais elle a également permis de révéler la capacité des acteurs économiques à se mobiliser pour répondre à l'urgence et à chercher des réponses de plus long terme en vue de développer des vaccins et des solutions thérapeutiques au coronavirus. Les besoins d'investissement dans l'innovation médicale et technologique demeurent à ce titre importants pour atteindre les objectifs de développement durable en matière de santé pour tous.

Mirova accorde une place primordiale à l'innovation environnementale et sociale dans ses choix d'investissement. C'est donc naturellement que l'on retrouve un nombre important d'acteurs très actifs dans la recherche de solutions à la COVID dans nos portefeuilles. Ainsi nous contribuons à travers nos investissements à l'atteinte des objectifs du développement durable tels que définis par les Nations Unis.

## Les acteurs qui contribuent à la Recherche et au Développement de traitements ou vaccins contre la COVID 19

[Sanofi](#) explore deux pistes de vaccins contre le coronavirus SARS-CoV-2. Un premier vaccin en collaboration avec [Glaxosmithkline](#) à base de protéines recombinantes

s'appuie sur ses recherches antérieures sur le SRAS (syndrome respiratoire aigu sévère) et sa plateforme technologique de vaccination grippale. Pour le second

vaccin à ARN (Acide Ribonucléique) messenger, Sanofi collabore avec Tranlate Bio. Des études cliniques sont menées par ailleurs avec deux traitements utilisés dans d'autres indications.

[Pfizer](#) a lancé un essai clinique en partenariat avec BioNTech pour le développement d'un vaccin ARN messenger contre la Covid 19.

[Astrazeneca](#) a mis en place un partenariat pour développer un candidat vaccin contre le coronavirus. Il teste par ailleurs deux de ses molécules existantes, l'acalabrutinib ainsi que l'antidiabétique Dapaglifozine sur les formes sévères du Covid 19 :

[Gilead](#) développe des versions

simples d'utilisation de l'antiviral Remdesivir contre la Covid 19, qui pourrait être administré par inhalation. Le Remdesivir est le seul médicament ayant montré à ce jour son efficacité pour traiter des patients atteints du Covid 19.

[Eli Lilly](#) teste l'Olumiant pour les formes graves du Covid 19. Ce médicament issu de son portefeuille est indiqué dans la polyarthrite rhumatoïde.

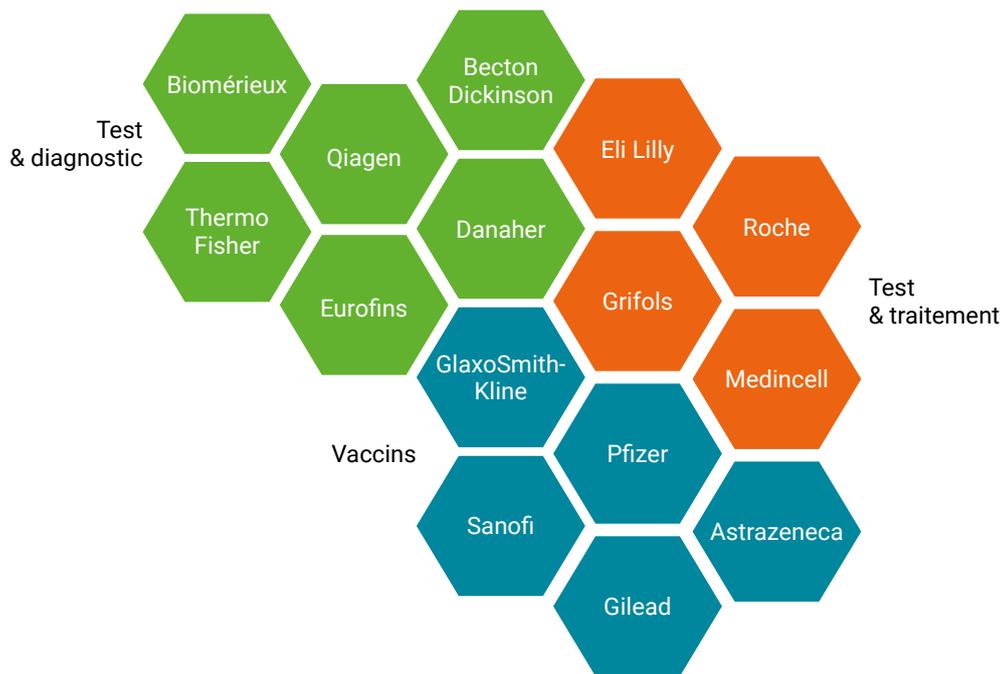
[Roche](#) a démarré un essai clinique de phase III pour évaluer l'efficacité de RoActemra (tocilizumab) associé au Remdesivir de Gilead. Un essai de phase III est également en cours pour évaluer l'efficacité du Tocilizumab en traitement

unique face au protocole de soins standards.

[Medincell](#) a lancé deux programmes de recherche pour des injections longue durée à partir de la molécule de l'Ivermectim en vue de développer un agent de prévention pour limiter la transmission du virus et un traitement potentiel contre la Covid 19.

[Grifols](#) mène différentes études pour tester l'efficacité de sa thérapie anti-SARS-CoV-2 hyperimmunoglobulines contre la Covid 19, ainsi qu'un essai clinique avec du plasma inactivé de patients en convalescence.

FIG.7 LES ACTEURS ACTIFS DANS LA RECHERCHE DE SOLUTIONS AU COVID 19



Source : Mirova

# Alfen, un positionnement unique pour la transition énergétique



La transition  
environnementale est  
un enjeu majeur qui  
nécessite le déploiement  
à grande échelle  
de nouveaux modèles  
énergétiques.  
Alfen compte selon  
nous parmi les sociétés  
capables d'apporter  
des solutions,  
et par conséquent  
de capter la croissance  
liée à cette transformation.

Alfen est un acteur européen, leader sur son marché et idéalement positionnée pour répondre à l'enjeu de la transition énergétique, puisque la société fournit des solutions qui favorisent l'intégration des énergies renouvelables dans les réseaux d'électricité.

En effet, Alfen développe et commercialise des produits et solutions d'énergie électrique qui facilitent la transition énergétique, tout en s'adaptant aux spécificités des projets.

Ces solutions comprennent notamment le stockage d'énergie, l'automatisation réseau, le développement et la production de chargeurs pour véhicules électriques, les stations de transformation préfabriquées, les réseaux de haute et moyenne tension au sein de l'espace public, ou encore l'intégration de la gestion et de l'entretien de l'installation électrique. Néerlandaise d'origine, la société opère principalement aux Pays-Bas (72 % du chiffre d'affaires 2019), et bénéficie de la dynamique de croissance des marchés européens.

Alfen offre des solutions intégrées organisées autour de 3 lignes de métiers :

- 1. Les solutions de réseaux intelligents ou « smart grids »** qui représentent une croissance de plus de 23 % sur la période 2015- 2019<sup>10</sup>.
- 2. Les équipements de recharge des véhicules électriques** qui représentent une croissance

de plus de 46 % sur la période 2015- 2019<sup>10</sup>.

- 3. Les systèmes de stockage d'énergie** qui représentent une croissance de plus de 156 % sur la période 2015-2019<sup>10</sup>. Ces systèmes permettent un équilibre de l'offre et de la demande d'énergie, évitant ainsi des investissements dans les réseaux électriques et leurs connexions.

Mirova a souhaité accompagner le groupe Alfen en participant à son introduction en bourse en 2018. Depuis, le groupe a démontré sa capacité à générer une croissance profitable avec la publication d'excellents résultats en 2019. Les perspectives d'activité pour l'année 2020 restent bien orientées. En effet, la demande pour les produits et solutions de l'entreprise est soutenue par la transition vers un monde énergétique plus vert, décentralisé et numérique. Ainsi, Alfen confirme déjà la forte croissance anticipée pour 2020, ses revenus étant attendus autour de 180 à 200 M€ pour l'année. Ils sont tirés par le dynamisme du marché, la stratégie d'expansion internationale, l'augmentation des opportunités de ventes croisées entre les métiers et l'expansion de l'offre de services. Le groupe s'est positionné sur des marchés finaux qui offrent un fort développement, sur un horizon de moyen et long terme. Pour ce qui est des perspectives à moyen terme, nous prévoyons un taux de croissance

<sup>10</sup> Source : Alfen – Rapport annuel 2019

annuel moyen des revenus de 30 % sur la période 2020-2024.

Cette croissance des revenus devrait s'accompagner d'une augmentation significative des marges, résultant de façon conjointe d'un effet de levier opéra-

tionnel et de l'amélioration de la marge brute.

Son positionnement unique confère à Alfen un profil de « pure player<sup>11</sup> » dans le domaine la transition énergétique. En outre, Alfen a récemment aligné son programme

de responsabilité sociale des entreprises sur les objectifs de développement durable des Nations Unies, sur la base desquels un nouveau cadre de suivi, de rapport et de communication sera mis en œuvre à partir de 2020.



---

11 Entreprise exerçant dans un secteur d'activité unique

# Ørsted, il y a quelque chose de vert au royaume de Danemark



L'un des principaux acteurs du secteur de l'énergie au Danemark, Ørsted fait partie de ces sociétés qui ont su effectuer un renversement stratégique total : anciennement dédiée aux énergies fossiles, le groupe s'en est désengagé progressivement pour se dédier aux énergies renouvelables. Mirova soutient Ørsted dans ce contexte.

Après l'émission de ses premières obligations vertes (green bonds) en 2017, pour un total de 1 250 M€, [Ørsted](#) a récidivé en 2019. Le groupe en a d'abord émis deux en livres sterling, pour un total de 650 M£ avant de réitérer, au second semestre, avec une obligation hybride d'un montant de 600 M€, venant à échéance en 2019 dont la première date de call<sup>12</sup> intervient en décembre 2027. Elle a été émise aux alentours de 185 points de base (pb) contre swaps, avant de se resserrer sous les 130 pb, son niveau le plus bas avant que les craintes liées à la diffusion du coronavirus n'entraînent un écartement de 10 pb.

Il s'agit là, selon nous, d'un nouvel exemple de la diversification croissante du marché des *green bonds*, en termes de rangs de subordination. Après les émissions de *green bonds* Tier 2 par [Generali](#), [CNP](#) et [Kookmin Bank](#), la tendance se poursuit donc, bien qu'à un rythme encore assez lent (voir la [Newsletter Mirova 3](#), p. 10).

Au-delà de son succès, c'est la stratégie de développement dans laquelle s'inscrit cette obligation qui paraît illustrative de la finalité des obligations vertes. Effectivement, cette émission accompagne parfaitement les choix du groupe danois, qui démontre une nouvelle fois son implication – parmi les plus ambitieuses de l'industrie – envers

les objectifs de développement durable qui la concernent, en l'occurrence : la production d'énergie propre et l'action en faveur du climat. Pour rappel, l'ancienne Dong Energy, avec un mix reposant historiquement sur les énergies fossiles, a opté pour une bascule totale vers les énergies vertes, incluant la sortie progressive du charbon jusqu'en 2023. Rebaptisée Ørsted en novembre 2017, la société occupe d'ores et déjà la première place mondiale parmi les producteurs d'énergie éolienne *offshore*<sup>13</sup>, avec 5,6 Giga Watts (GW) de capacité installés à fin septembre 2019 et des plans d'expansion continue, menant vers un objectif de 15 GW à horizon 2025, dont 14,7 GW confirmés. L'objectif ? Atteindre la neutralité carbone pour la génération d'ici 2025 (scopes<sup>14</sup> 1 et 2), puis pour sa chaîne d'approvisionnement et ses activités de négoce d'ici 2040 (scope 3). Le groupe a déjà réduit ses émissions de 86 % entre 2006 et 2019, et espère les abaisser de 98 % à terme. Quoi qu'il advienne, Ørsted s'aligne déjà sur un objectif de limitation du réchauffement climatique à 1,5 °C. L'ensemble de ces actions lui a valu la [classification en World's most sustainable company](#) (société la plus durable du monde) par la publication [Corporate Knight](#) en janvier dernier. Au-delà de l'objectif, on peut

<sup>12</sup> Option d'achat

<sup>13</sup> Éoliennes installées en mer

<sup>14</sup> Périmètre au sein duquel sont étudiées les émissions de gaz à effet de serre de l'organisation ou du produit en question (scope 1 : émissions directes ; scope 2 : émissions indirectes liées aux consommations énergétiques ; scope 3 : les autres émissions indirectes)

admirer l'efficacité avec laquelle les plans de développement ont été exécutés : le groupe maîtrise toute sa chaîne de valeur, du développement des actifs à leur gestion opérationnelle, en passant par leur construction et détention. Cela lui procure un savoir-faire et des compétences encore peu aisés à répliquer par ses concurrents. Il en profitera davantage maintenant que l'Union Européenne a précisé sa nouvelle taxonomie et ses nouveaux objectifs de décarbonisation, plus ambitieux, comprenant une aspiration à la réduction de 50 à 55% des émissions carbone à l'horizon 2030, et à l'atteinte du « net zero<sup>15</sup> » à l'horizon 2050.

Cela ouvre des perspectives de croissance claires et importantes, notamment au marché de la production d'énergie éolienne offshore, qui devrait afficher les taux de progression les plus élevés parmi toutes les énergies renouvelables, dépassant les 10% annuels sur la décennie à venir selon nous. Cerise sur le gâteau, cette rotation majeure du mix énergétique a été menée sans que le profil crédit de l'ensemble ne se trouve menacé, du moins jusque-là : Ørsted conserve un excédent net financier, avec un échéancier de dettes bien maîtrisé, face à des liquidités confortables, compte tenu des lignes de trésorerie auxquelles il

peut avoir accès. L'intensité capitalistique de la transition menée devrait dorénavant commencer à mettre sous pression les ratios de crédit de l'entreprise : les investisseurs qui contribuent à financer une stratégie aussi complète, cohérente de transition du mix énergétique d'une société telle que Ørsted, doivent l'intégrer. Il s'agit de finance durable : les perspectives de croissance du marché auquel le groupe danois s'adresse avec des ressources uniques, combinées à l'impact que sa politique industrielle générera, auront des effets à long terme. Une obligation quasi perpétuelle relève bien de cette logique.



# i-grec, naissance d'une laiterie francilienne solidaire !



Mirova accompagne le changement d'échelle d'i-grec en souscrivant à l'obligation convertible qui permettra de financer une laiterie bio solidaire en Île-de-France. Mirova soutient ainsi un jeune acteur du « bien manger », promoteur des circuits courts.

[i-grec](#) est un atelier de fabrication régional de produits laitiers avec un réseau de distribution multicanal étendu sur presque tout le territoire francilien. L'entreprise a été créée en 2014 : c'est lors d'un voyage en Australie que Benoît Daussy, ingénieur de formation, découvre auprès d'un passionné de produits laitiers, la recette du yaourt à la grecque.

De retour en France, il contacte ses amis. À trois, ils décident de créer l'entreprise : i-grec est née. Un quatrième associé intégrera le projet en 2016.

Les deux principaux associés, Maximilien Dupuis et Benoît Daussy (respectivement président et directeur général) ont su développer la marque, l'outil industriel et les canaux de distribution au cours de ces 5 années. i-grec a accumulé les médailles au Salon de l'Agriculture (médailles en 2015, 2017, 2018 et 2019). Les produits i-grec ont séduit, par leur qualité, les plus grands professionnels et sont proposés dans des établissements de renom : l'Hôtel de Crillon, la boulangerie Thierry Marx, l'Hôtel Brach et l'Assemblée Nationale.

Aujourd'hui l'entreprise doit faire face à une croissance soutenue de ses ventes (+115% de chiffre d'affaires entre 2017 et 2018 et +60% en 2019). Elle développe, en parallèle de son activité de production, une activité de distribution de produits locaux, notamment à destination de la Restauration Hors Foyer (RHF)

afin de valoriser des productions agricoles régionales.

Les impacts attendus sont multiples, particulièrement sur le plan de l'économie circulaire : création d'emplois locaux directs, valorisation d'une production de lait bio locale, impacts logistiques réduits grâce à une distribution régionale principalement réalisée en circuits courts. Ce projet s'inscrit dans une logique d'entrepreneuriat social en lien avec une optique de développement et d'aménagement des territoires, dite « de proximité ». Désireuse de s'ouvrir aux financements solidaires pour mieux se développer, i-grec a émis en janvier 2020 une obligation convertible en actions intégralement souscrite par Mirova. C'est une nouvelle étape pour la petite laiterie francilienne. Face à la demande, elle cherche à augmenter sa capacité de production dans la fabrication de yaourts bios et à diversifier sa gamme avec de nouveaux produits, comme la mousse au chocolat et la compote de pomme 100% régionale.

Créer de la croissance « inclusive » sur le plan local, relocaliser une activité industrielle à taille humaine, créer des emplois en Île-de-France, offrir une juste rémunération aux producteurs de lait bio franciliens, tel est le sens de l'investissement de Mirova dans i-grec !

# Réglementation et actualité de place

D'un point de vue réglementaire, la crise du coronavirus a entraîné de nombreux débats. Cette crise allait-elle accélérer, ou au contraire ralentir, l'émergence de réglementations plus favorables à l'atteinte des objectifs de développement durable ? L'Europe, malgré des discussions internes assez virulentes, semble parvenir à maintenir un certain volontarisme en la matière. La présidente de la commission, Ursula von der Leyen, a notamment déclaré le 15 avril dernier que « le green deal est la bonne réponse à la crise ».

Concernant la biodiversité, qui devait être la grande priorité de 2020 au niveau mondial, l'arrêt n'a pas été total. Même si les grandes conférences internationales ont été reportées à 2021, la commission européenne a publié en mai sa stratégie biodiversité 2030. Elle ambitionne notamment de protéger 30 % des terres et des mers au sein de l'Union Européenne, contre 26 % et 11 % actuellement.

Ce chiffre est cohérent avec les premiers documents de travail issus de la 15<sup>e</sup> réunion de la Convention de l'ONU sur la biodiversité (COP 15) de janvier 2020, qui prévoient de protéger 30 % de la planète. La commission affiche aussi l'objectif ambitieux de réduire de moitié l'usage des pesticides à horizon 2030. Ces objectifs permettent d'envisager une transformation en profondeur des pratiques agricoles en Europe. Faire émerger ces nouveaux modes de production

nécessitera probablement des financements innovants.

En matière de réglementation financière, la commission poursuit le plan d'actions lancé en mars 2018. À la suite de la formation de groupes d'experts techniques (« Technical Expert Group », ou TEG), les chantiers consacrés à la taxonomie verte, aux indices bas carbone et à la création de standards pour les obligations vertes ont bien avancé. Des rapports, permettant d'appréhender les nouvelles règles à venir, ont notamment été publiés. L'évolution de la réglementation MiFID<sup>16</sup>, qui devrait permettre aux épargnants d'exprimer leurs préférences en matière de prise en compte des questions de durabilité dans leurs choix d'investissement, devrait faire l'objet en juin d'une première publication et consultation. La réglementation sur la communication ESG (**Environnemental, Social et de Gouvernance**) des investisseurs devrait entrer en vigueur en mars 2021. Un écolabel européen devrait par ailleurs émerger pour les fonds d'investissement à horizon fin 2021. Afin de poursuivre sur cette tendance, une consultation de la commission est en cours sur le renouvellement de sa stratégie en matière de finance durable.

Cette volonté d'action au niveau européen se retrouve aussi dans des pays membres. En France, l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) a publié en mars une doctrine en matière d'information

des investisseurs sur les critères ESG. Cette doctrine, même si elle fragilise potentiellement le label ISR français en ne le rendant pas obligatoire pour les fonds se définissant comme « responsables », cherche clairement à mieux cadrer la communication autour de ces sujets. En Allemagne, un comité consultatif sur la finance durable, le « Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung », a établi des recommandations pour la stratégie finance durable du gouvernement fédéral.

Cette effervescence réglementaire montre bien que la transformation de l'économie en général, et de la finance en particulier, n'en est qu'à ses débuts. Les acteurs des marchés financiers sont en train d'initier des transformations de plus en plus fortes autour des enjeux ESG. Pendant ces périodes de transition, en l'absence de standards de place, investisseurs et régulateurs devront redoubler d'attention pour s'assurer de la bonne adéquation de leurs attentes avec les approches effectivement déployées.

<sup>16</sup> Markets in Financial Instruments Directive (Directive concernant les marchés d'instruments financiers)

FIG.8 SYNTHÈSE DU PLAN D'ACTION DE LA COMMISSION EUROPÉENNE SUR LA FINANCE DURABLE

	OBJECTIFS	PRINCIPALES AVANCÉES À FIN MAI 2020
<b>RÉORIENTER LES FLUX DE CAPITAUX VERS UNE ÉCONOMIE PLUS DURABLE</b>		
<b>1. TAXONOMIE</b>	Définir une liste d'activités apportant des réponses aux enjeux de développement durable	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rapport Taxonomie Climat TEG publié en mars 2020, acte délégué prévu pour décembre 2020</li> <li>• Développement, publication et acte délégué sur les autres enjeux environnementaux prévu pour décembre 2021</li> </ul>
<b>2. STANDARDS &amp; LABELS</b>	Développer des normes européennes (telles que la norme européenne sur les obligations vertes) et des labels pour les produits financiers durables (via l'écolabel)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rapport sur les standards en matière d'obligations vertes TEG publié en mars 2020</li> <li>• Nombreux groupes de travail sur l'écolabel européen. Objectif de déploiement du label en septembre 2021</li> </ul>
<b>3. FAVORISER L'INVESTISSEMENT DANS DES PROJETS DURABLES</b>	Explorer les mesures visant à améliorer l'efficacité et l'impact des instruments de soutien à l'investissement. Cartographie des lacunes en matière d'investissement et de financement	Implication croissante de la Banque européenne d'investissement sur les questions d'investissement durable (ex : la BEI a annoncé en novembre 2019 qu'elle cesserait de financer de nouveaux projets liés aux énergies fossiles, y compris le gaz, à partir de 2022)
<b>4. INTÉGRER LA DURABILITÉ DANS LE CONSEIL FINANCIER</b>	Modifier les actes délégués de MiFID II et de la IDD afin de garantir que les préférences des investisseurs en matière de durabilité soient prises en compte	Publication prévue en juin d'un premier texte soumis à consultation
<b>5. BENCHMARKS DURABLE</b>	Développer des indices boursiers « climat » et des règles de reporting ESG pour les indices traditionnels	Rapport sur les benchmarks climat et les benchmarks ESG TEG publié en mars 2020
<b>INTÉGRER LA DURABILITÉ DANS LA GESTION DES RISQUES</b>		
<b>6. MIEUX INTÉGRER LA DURABILITÉ DANS LES NOTATIONS ET LES ÉTUDES DE MARCHÉ</b>	Explorer comment les agences de notation de crédit pourraient intégrer plus explicitement la durabilité dans leurs évaluations. Étudier les notations et la recherche en matière de développement durable et explorer les mesures possibles pour encourager leur adoption	Un cabinet de conseil en développement durable a été désigné en décembre 2019 pour réaliser une étude sur les notations et la recherche en matière de développement durable
<b>7. TRANSPARENCE ESG (DISCLOSURE)</b>	Accroître la transparence pour les investisseurs finaux sur la manière dont les acteurs des marchés financiers considèrent la durabilité	Le nouveau cadre de reporting ESG pour les acteurs des marchés financiers doit être mis en vigueur en mars 2021
<b>8. INTÉGRER LA DURABILITÉ DANS LES EXIGENCES PRUDENTIELLES</b>	Étudier la possibilité de rendre compte de la durabilité au sein des règles prudentielles (si justifiée du point de vue des risques)	Évaluation technique en cours
<b>FAVORISER LA TRANSPARENCE ET UNE VISION DE LONG TERME</b>		
<b>9. AMÉLIORER LA PUBLICATION D'INFORMATIONS EN MATIÈRE DE DURABILITÉ ET LA RÉGLEMENTATION COMPTABLE (NFRD)</b>	Améliorer les informations relatives au climat et au développement durable fournies par les entreprises	Consultation en cours sur la NFRD
<b>10. FAVORISER UNE GOUVERNANCE DURABLE DES ENTREPRISES</b>	Recueillir des preuves de pressions excessives à court terme des marchés de capitaux sur les entreprises et envisager des mesures pour promouvoir une gouvernance d'entreprise plus propice aux investissements durables	La commission va chercher à consulter la communauté financière sur ce sujet

Source : Mirova

FOCUS

# Actionnaires et entreprises solidaires face à la crise : le temps de la sobriété

Prudence – c'est le message que Mirova a souhaité porter auprès des sociétés de son périmètre de vote, dès le début de la saison des assemblées générales. Nous avons toujours privilégié un modèle d'entreprise durable, créateur de valeur pour l'ensemble des parties prenantes. Aussi, face aux conséquences économiques et sociales de la pandémie, nous pensons que les entreprises doivent faire preuve de sobriété en matière de dividende et de rachat d'actions, afin de préserver l'emploi et de pérenniser leur activité.

[Nous avons adressé cet appel à 457 directeurs généraux](#), précisant qu'en l'absence d'information démontrant l'adéquation de la politique de rémunération actionnariale à cette crise, Mirova s'opposerait aux résolutions concernées.

Plus de la moitié des assemblées générales restent à venir, mais une cinquantaine de sociétés ont déjà souhaité nous apporter une réponse directe à ce sujet. Des dizaines d'autres se sont exprimées publiquement. Sur les cas déjà traités, l'exercice se révèle aussi fructueux que complexe. Complexe car il s'agit d'évaluer, pour chaque cas spécifique, la magnitude des impacts de cette pandémie sur l'activité et les parties prenantes de l'entreprise, puis de mettre ce constat en perspective de la santé financière de la société. Fructueux car le message semble plutôt bien reçu par les entreprises qui, pour la plupart, comprennent notre appel. La principale limite, en dehors de l'absence de communication de trop nombreuses sociétés, reste le court-termisme souvent

adopté lorsqu'il s'agit d'évaluer les conséquences de la crise et de quantifier en conséquence la surface financière nécessaire pour la traverser durablement. S'il est vrai que nous manquons tous de recul quant aux impacts de cette pandémie, il est pourtant fort probable qu'elle aura des répercussions au-delà de ce semestre. Aujourd'hui, l'enjeu est d'encourager le plus grand nombre d'entreprises à mettre en lumière les résultats économiques et sociaux délivrés par leur stratégie de maîtrise de la crise dans leurs prochains rapports. Opter pour une politique de partage de la valeur favorable à la pérennité de l'entreprise et de l'ensemble de ses parties prenantes est le préalable à cette stratégie.

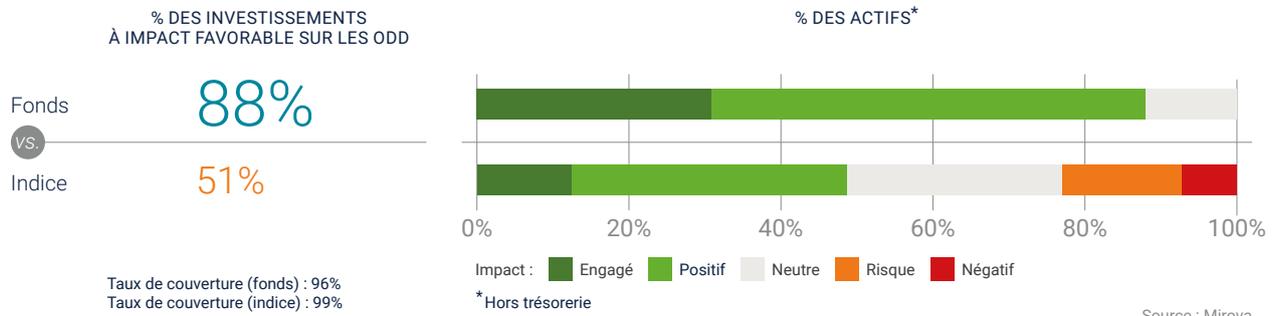
# Mesurer l'impact

## Mirova Actions consolidé

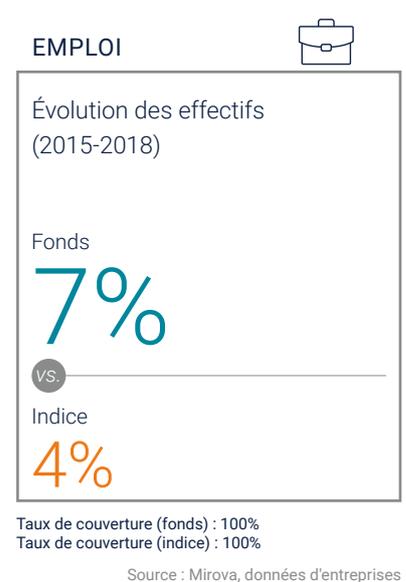
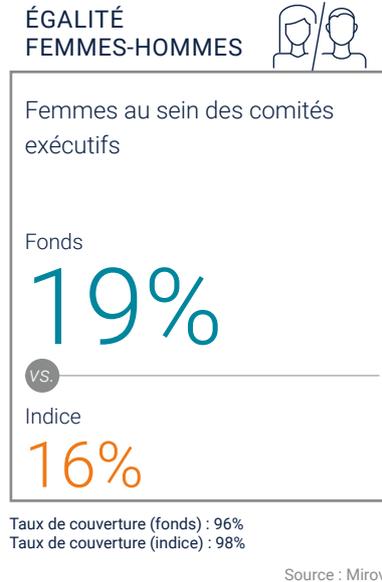
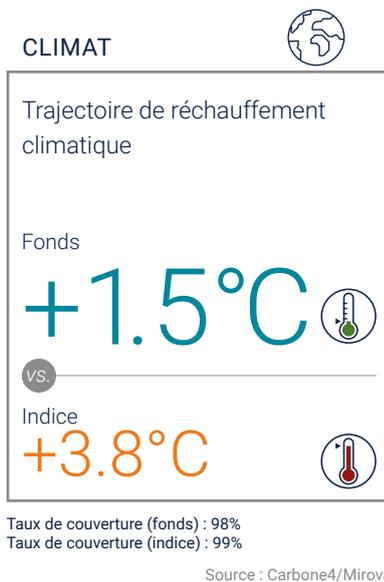
31/03/2020 – Index: MSCI Europe

Les données se rapportent à l'ensemble des investissements en actions gérés par Mirova et Mirova US

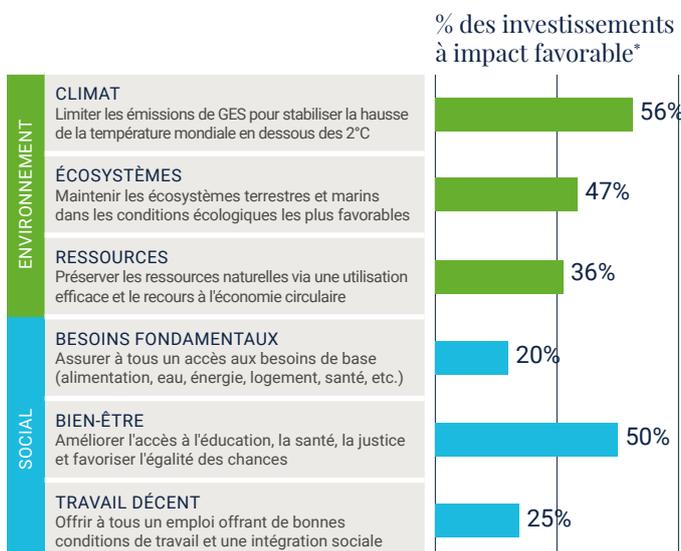
### Contribution aux OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE (ODD)



### Principaux indicateurs d'impact



### Cartographie de l'impact sur les ODD



#### ODD correspondant



\*Poids des actifs gérés évalués en positif ou en engagé, hors trésorerie

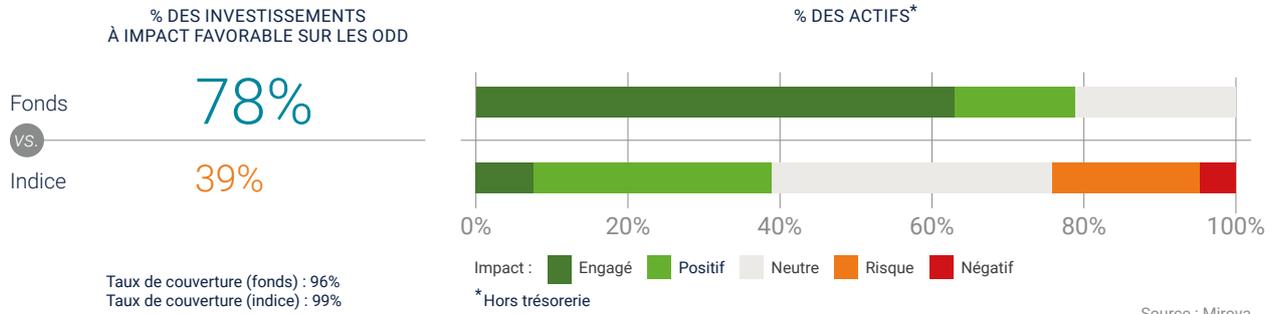
Source : Mirova

# Mirova Taux consolidé

31/12/2019 – Indice : Barclays Euro Aggregate Corporate

Les données se rapportent à l'ensemble des investissements en obligations gérés par Mirova

## Contribution aux OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE (ODD)



## Principaux indicateurs d'impact

### CLIMAT



Trajectoire de réchauffement climatique

Fonds

**+1.5°C**

vs.

Indice

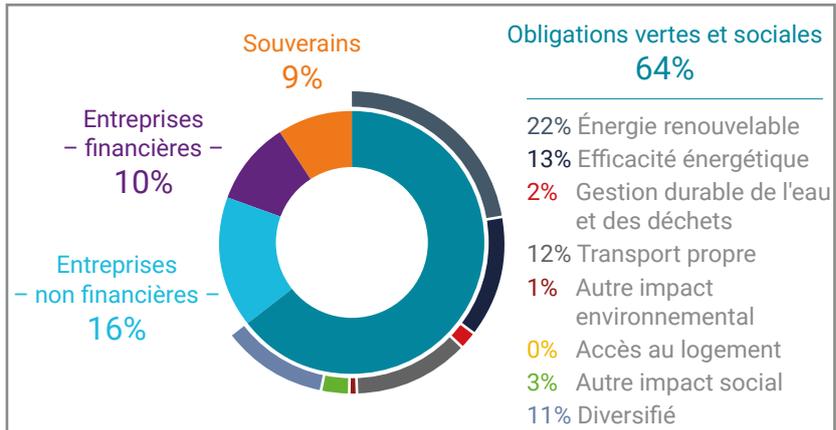
**+3.9°C**

Taux de couverture (fonds) : 75%

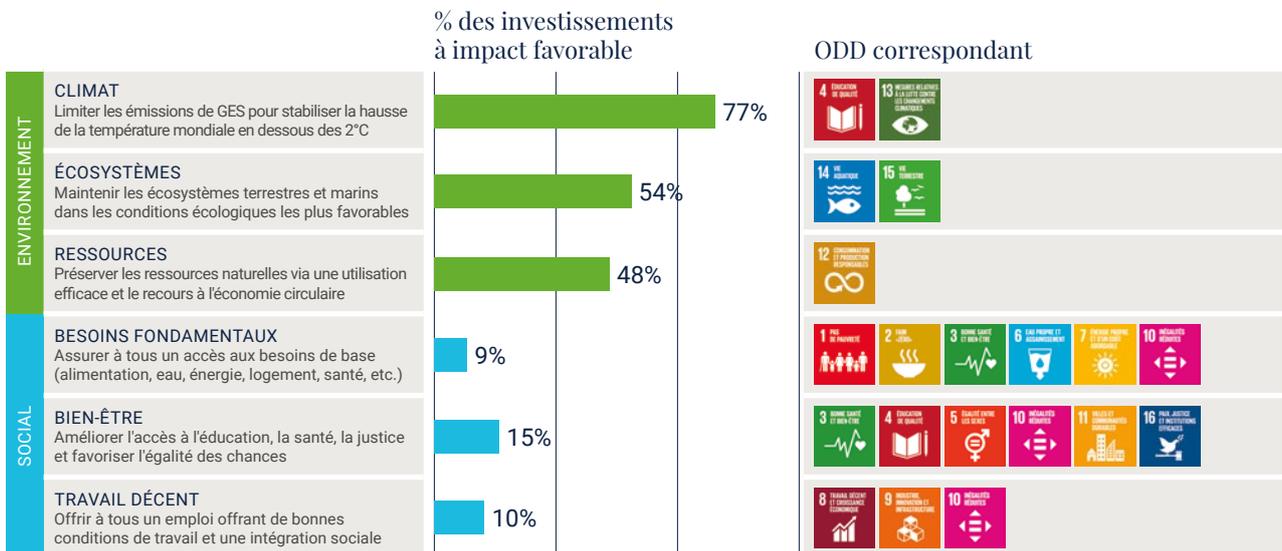
Taux de couverture (indice) : 88%

Source : Carbone4/Mirova

### OBLIGATIONS VERTES ET SOCIALES



## Cartographie de l'impact sur les ODD



## MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou non Professionnels, Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur(s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Jun 2020

Achévé de rédiger le 12 juin 2020

	Ont participé à ce numéro :
Hervé Guez .....	CIO Equity & Fixed Income
David Belloc.....	Cross Asset Portfolio Manager
Bertrand Rocher.....	Fixed Income Portfolio Manager and Senior Credit Analyst
Hélène Champollion-Morel.....	Head of Communications
Samantha Stephens.....	SRI Analyst, Mirova US
Zineb Bennani.....	Deputy CIO and Equity Portfolio Manager
Ladislav Smia.....	Co-Head of Responsible Investment Research
Mathilde Dufour.....	Co-Head of Responsible Investment Research
Suzanne Senellart.....	Senior Equity Portfolio Manager
Christine Tricaud.....	Portfolio Manager
Emmanuel Gautier.....	Portfolio Manager - Impact Investing
Clémence Peyraud.....	Product Specialist

MIROVA

Société de gestion de portefeuille – Société Anonyme  
RCS Paris n°394 648 216 – Agrément AMF n°#GP 02-014  
59, Avenue Pierre Mendes France – 75013 Paris  
Mirova est un affilié de Natixis Investment Managers.

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Société anonyme  
RCS Paris 453 952 681  
43, Avenue Pierre Mendes France – 75013 Paris  
Natixis Investment Managers est une filiale de Natixis.

MIROVA US

888 Boylston Street, Boston, MA 02199. Tel : 212-632-2800

Mirova US est une filiale implantée aux États-Unis, détenue par Mirova.

Mirova US et Mirova ont conclu un accord selon lequel Mirova fournit à Mirova US son expertise en matière d'investissement et de recherche. Mirova US combine sa propre expertise et celle de Mirova lorsqu'elle fournit des conseils à ses clients.

## MENTIONS LÉGALES

Ces informations sont destinées à une clientèle professionnelle et non professionnelles au sens de la directive MIF.

Ce Document et son contenu sont fournis à titre d'information et ne constituent pas une invitation, un conseil ou une recommandation de souscrire, acquérir ou céder des parts de fonds émises ou à émettre par la société de gestion Mirova. Les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique du destinataire en particulier. Mirova ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ce Document et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de consulter le règlement du Fonds et de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de l'investissement qui vous est présenté avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de cet investissement afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Ce Document est un document non contractuel à caractère purement informatif. Il est strictement confidentiel et les informations qu'il contient sont la propriété de Mirova. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable et écrit de Mirova. De même, toute reproduction, même partielle, est interdite sans l'accord préalable et écrit de Mirova. La distribution, possession ou la remise de ce Document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce Document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. L'information contenue dans ce Document est fondée sur les circonstances, intentions et orientations actuelles et peuvent être amenées à être modifiées. Mirova ne porte aucune responsabilité concernant les descriptions et résumés figurant dans ce Document. Mirova ne s'engage en aucune manière à garantir la validité, l'exactitude, la pérennité ou l'exhaustivité de l'information mentionnée ou induite dans ce Document ou toute autre information fournie en rapport avec le Fonds. Aussi, Mirova n'assume aucune responsabilité pour toutes les informations, quelle qu'en soit la forme, contenues, mentionnées ou induites, dans ce Document ou en cas d'éventuelles omissions. Toutes les informations financières notamment sur les prix, marges ou rentabilités sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment, notamment en fonction des conditions de marché. Mirova se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Mirova, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence, les fonds qu'elle gère ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce Document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Un affilié de



NATIXIS  
INVESTMENT MANAGERS