

# mirovo

Octobre 2020

#05

Creating Sustainable Value

*Comprendre les marchés*

## Qu'elle était verte ma valo

*Agir sur les marchés*

Sunrun, acteur clé en matière de décarbonation

*S'engager*

Biodiversité : ce qui se conçoit bien se mesure clairement

*Mesurer*

Impact de nos investissements

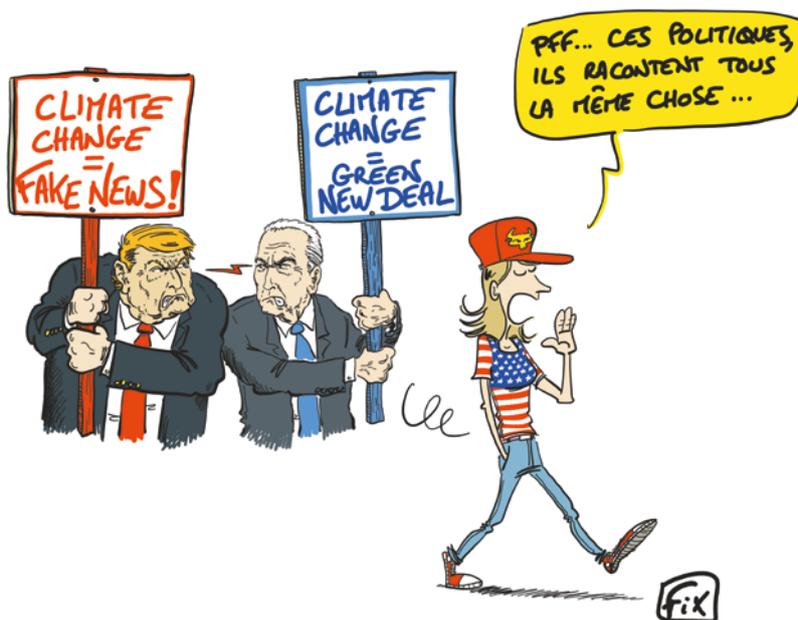
Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.

# Vers un alignement des planètes vertes ?

Le combat contre la COVID-19 et ses conséquences économiques absorbe aujourd'hui l'attention des décideurs politiques, des régulateurs et des médias du monde entier. L'ampleur de la crise sociale à venir concurrence désormais celle de la crise sanitaire encore en cours. Ce faisant, ces situations exceptionnelles, dont il faudra des années pour mesurer et résorber les conséquences, masquent des mutations de fond inédites en matière environnementale,

d'avantage porteuses d'espoir. Si les rapports sur le climat et sur la biodiversité s'accumulent, toujours plus alarmistes, toujours plus pressants pour nous appeler à réagir et à enrayer la tendance, un ensemble de décisions publiques internationales, régionales ou nationales ambitieuses en matière climatique et environnementale, commencent à émerger au point de former une constellation de signaux positifs, à même de faire bouger les lignes. Outre des déclara-

tions qui permettent de mettre certains sujets à l'agenda, comme celle de 64 chefs d'État/de gouvernement et l'Union Européenne (UE) s'engageant à inverser la tendance de déclin de la biodiversité d'ici 2030, ce sont bien des engagements concrets de financement et d'investissement en faveur de la transition écologique que l'on voit émerger simultanément dans différentes zones du monde.



## L'Union Européenne est de loin la plus avancée

En effet, le **Pacte Vert (Green new deal)** présenté pour la première fois en décembre 2019 par la Présidente de la Commission européenne Ursula Van der Leyen, se décline en un ensemble d'initiatives politiques visant à développer la stratégie du continent en faveur de la biodiversité à l'horizon 2030, et à rendre l'UE neutre en carbone

d'ici 2050. Ces objectifs, ambitieux, demanderont des investissements importants dans chaque secteur concerné. La Commission européenne a prévu de débloquer 20 Md€ par an. Cette initiative vient désormais s'adosser au plan de relance de l'UE face à la COVID-19, **Next Generation EU**<sup>1</sup>, instrument financier temporaire exceptionnel

par son ampleur de 750 Md€ de financements additionnels levés sur les marchés pour 2021-2024. Cet instrument vient amplifier et compléter le renforcement du budget européen. Au total, Next Generation EU et le cadre financier pluriannuel européen (Multi-annual Financial Framework – MFF) mettront à disposition 1 850 Md€

<sup>1</sup> « UE nouvelle génération » nom donné au plan de relance européen validé par les 27 chefs d'Etat et de gouvernement le 21 juillet dernier

pour contribuer à donner un coup de fouet à l'économie et faire en sorte que l'Europe rebondisse. Or, pour ces deux instruments, MFF et Next Generation EU, une cible générale de 30% de dépenses fléchées vers l'action climat a été validée dans les conclusions du Conseil Européen du 21 juillet dernier. La portée de ces perspectives a été encore renforcée en septembre par l'annonce d'Ursula Von de Leyen

**d'un objectif de réduction de 55% des émissions de l'UE entre 1990 et 2030** lors de son discours de l'Union. Le Parlement Européen quant à lui, se dit favorable à une réduction de 60% de ces émissions d'ici 2030 dans le cadre de l'examen de la loi climat européenne. La finance européenne n'est pas en reste, puisqu'alors que le premier plan pour la finance durable de la Commission européenne est encore

en plein déploiement, **une stratégie finance durable renouvelée devrait être annoncée d'ici la fin de l'année 2020**. Elle devrait mieux prendre en compte en particulier les problématiques sociales et de biodiversité, bien que l'on puisse regretter que la Commission ne semble pas souhaiter s'attaquer au mode de fonctionnement des marchés financiers traditionnels.

## Le mouvement ne se limite toutefois pas à l'Europe

**La Chine** souhaite également se positionner de manière ambitieuse. Dans la foulée des annonces de l'Union Européenne, à la tribune des Nations Unies par la voix de son Président Xi Jinping, la Chine, premier émetteur mondial de CO<sub>2</sub>, a pris un engagement de décarbonation significatif et inattendu, décorrélé pour la première fois de son taux de croissance. Elle annonce viser un pic de ses

émissions de CO<sub>2</sub> avant 2030 et la neutralité carbone avant 2060. L'université de Tsinghua a publié dans la foulée en septembre la trajectoire à suivre pour que la Chine atteigne ses objectifs.

**En Corée du Sud**, la victoire du Parti démocratique aux législatives du 15 avril ouvre la voie à la mise en œuvre de son green new deal après des engagements jugés jusqu'alors faibles, notamment par les jeunes.

Objectif : atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050, en investissant dans les énergies renouvelables, en mettant en place une tarification du carbone, en supprimant progressivement les investissements publics dans le secteur du charbon ou en créant des centres régionaux de la transition énergétique pour soutenir la transition des travailleurs vers des emplois verts.

## Partout, relance semble rimer avec lutte contre le changement climatique. Et aux États-Unis ?

Si le résultat de l'élection présidentielle américaine, imminente, dessinera quoi qu'il arrive des voies radicalement différentes sur de nombreux aspects, c'est en matière climatique et environnementale qu'il pèsera particulièrement. Une option selon laquelle Joe Biden arriverait au pouvoir pourrait ramener les États-Unis dans le sillage de l'Accord de Paris – accord dont le pays sortira officiellement le 4 novembre, au terme de la démarche initiée par le Président Donald Trump en 2017, mais qu'il pourrait à nouveau rejoindre en cas de victoire démocrate. Joe Biden porte en outre son propre plan pour le climat, avec un inves-

tissement sur 4 ans de 2000 Md\$ dans les énergies vertes et les infrastructures. Il vise en particulier à décarboner le secteur de l'électricité (objectif de zéro émission carbone d'ici 2035) et a rappelé pendant la primaire l'idée de ne plus accorder de subventions à l'industrie des énergies fossiles. Il met en outre l'accent sur la justice climatique et sur une transition énergétique pourvoyeuse d'emplois américains.

La deuxième option, celle qui verrait l'actuel Président Trump se maintenir au pouvoir, dessinera une toute autre voie. Bien qu'aimant cultiver l'imprévisibilité, il est peu probable que Donald Trump engage

l'État fédéral sur une politique environnementale ambitieuse.

Quel que soit le résultat de l'élection, la transition environnementale ne s'arrêtera pas au niveau fédéral et restera portée par de nombreux états et grandes villes. Et ce d'autant plus dans un contexte où la multiplication des événements météorologiques extrêmes, des immenses incendies en Californie aux pics de froid et de chaud, en passant par la multiplication des tempêtes de forte intensité aux États-Unis, place davantage qu'auparavant la question climatique au cœur des préoccupations citoyennes et locales.

## Les villes au secours du climat

Le 9 octobre, les maires du [C40](#), un réseau de villes engagées pour le climat et plus grand réseau de villes mondial, ont apporté leur soutien à un « green new deal<sup>2</sup> mondial » en faveur de mesures pour contrer l'urgence climatique, et rediriger de manière « impérative, fondamentale et irréversible » les ressources mondiales actuellement dédiées aux énergies fossiles. Les propositions pour la relance économique face à la COVID-19, publiées

mi-juillet par les élus membres de ce réseau, mêlent différentes mesures visant une relance durable et équitable dans les villes : de la rénovation des bâtiments à l'investissement dans les transports et les mobilités douces, l'idée est d'adapter dispositions sanitaires et infrastructures aux risques de pandémie comme aux évolutions climatiques, et de proposer des services publics résilients.

Du niveau local aux niveaux

régional et global, la crise de la COVID-19 semble agir partout comme un accélérateur de prise de conscience, de nos fragilités, de l'urgence et de l'entrelacement des enjeux environnementaux, sociaux et économiques. Espérons que les signaux de cette prise de conscience, qui se multiplient, se confirmeront dans les temps à venir : ne prenons pas le risque de rater le coche.



# L'essentiel sur les marchés

## L'été en pente douce

Après un été boursier relativement calme en Europe, mais quasi euphorique sur certains compartiments de la côte américaine, la rentrée de septembre a été plus chahutée. On constate notamment une correction de l'ordre de 10% sur le NASDAQ<sup>3</sup> en 3 jours (correction la plus rapide de l'histoire), laissant un certain nombre d'investisseurs dubitatifs par rapport au positionnement à adopter d'ici la fin de l'année.

Ce mouvement, avant tout technique, correspond à des débouchements de positions optionnelles à caractère spéculatif sur la technologie américaine. Il a néanmoins révélé une certaine fragilité du marché, dans un contexte où l'actualité sanitaire, économique et politique se fait de plus en plus chargée.

En effet, I) la recrudescence du nombre de contaminations à la COVID-19 en Europe, entraînant de

nouvelles restrictions sanitaires avec ses conséquences négatives sur l'économie, II) l'essoufflement des bonnes surprises macro des deux côtés de l'Atlantique qui laisse entrevoir un ralentissement de la reprise et III) l'absence d'accord entre démocrates et républicains au sujet du plan de relance budgétaire aux États-Unis à quelques semaines des présidentielles, pourraient de prime abord faire fuir les investisseurs.

## Qu'en est-il vraiment de l'évolution de la situation sanitaire dans le monde ?

L'Europe est devenue un nouveau point chaud de l'épidémie, du fait d'une croissance rapide du nombre de cas ces dernières semaines. La situation n'y paraît pas homogène : certains pays sont en difficulté, comme la France ou l'Espagne, tandis que d'autres, comme l'Italie ou l'Allemagne, sont moins touchés. Toutefois, le taux de transmission (R0) reste proche de 1 dans la plupart des pays,

nettement inférieur donc au niveau de début mars. Cela nous laisse penser qu'une variation faible de la mobilité (résultant des mesures de re-confinement partiel prises actuellement) devrait suffire à juguler la dynamique épidémique à court terme (à l'instar de nombreux pays en Asie de l'Est).

Aux États-Unis, la situation semble un peu plus favorable, notamment dans les états du sud qui ont

connu une forte vague jusqu'en juillet. La situation est également plus favorable en Chine et dans les grands pays émergents, à l'exception notable de l'Inde (en amélioration toutefois) et de l'Indonésie. La question qui se pose alors est la réduction du R0 de manière durable. Pour cela, seuls les traitements et vaccins seront efficaces. À ce titre, de nombreux vaccins sont développés en parallèle : au moins

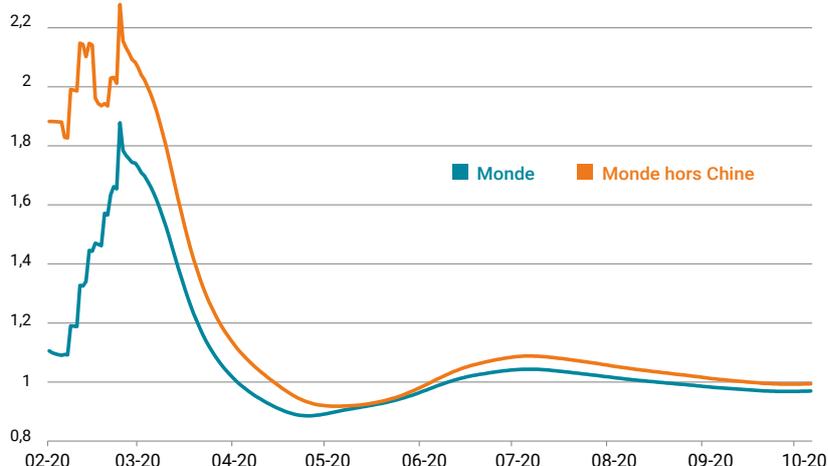
<sup>2</sup> Pacte Vert

<sup>3</sup> "National Association of Securities Dealers Automated Quotations" bourse de valeurs



35 laboratoires réalisent des essais cliniques, dont 9 actuellement en phase 3, dernière phase avant la validation puis la commercialisation. En particulier [Pfizer/BioNtech](#), [Moderna](#) et [Astrazeneca/Université d'Oxford](#) devraient communiquer leurs résultats dans les prochaines semaines, voire les prochains mois. En supposant que ces vaccins soient efficaces, une vaccination à grande échelle ne serait de toute façon pas envisageable avant le deuxième ou troisième trimestre 2021. D'où la nécessité de déployer de nouveaux plans de soutien pour l'économie.

FIG.01 MONDE : TAUX DE REPRODUCTION DU COVID (R0), PONDÉRÉ PAR LE POIDS DANS LE PIB MONDIAL



Source : Covid19-projections.com, Les Cahiers verts de l'économie

## Macro, banques centrales et plans de relance

Niveau macro, le redressement de l'activité mondiale se poursuit, même si le rythme est moins soutenu qu'au printemps et que des disparités entre pays existent. La Chine et les États-Unis, par exemple, s'en sortent mieux que l'Europe.

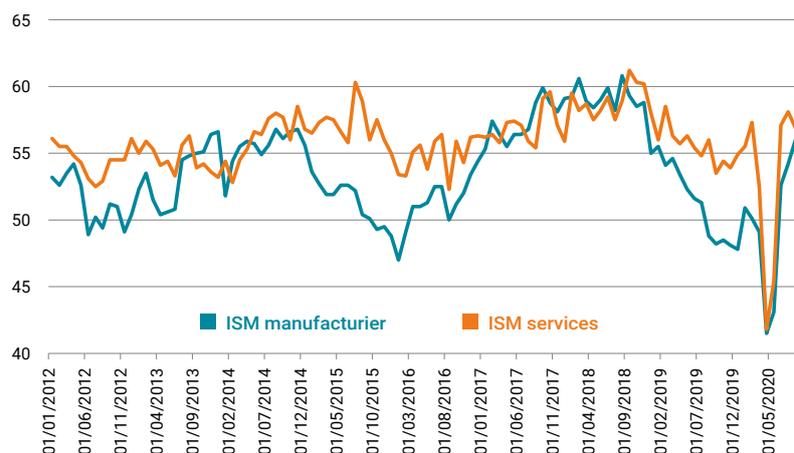
Aux États-Unis, l'activité manufacturière reste en phase de rebond. Les commandes de biens durables progressent, laissant présager une hausse des dépenses d'équipement. Les données du secteur de la construction sont également très dynamiques.

Le taux d'épargne des ménages continue à décroître, en dépit d'une confiance encore très en deçà des niveaux pré-crise. La demande intérieure reste soutenue.

En revanche, la consommation de services à forte proximité sociale (restaurants, voyages...) reste en berne et l'incertitude générale (virus, élections) ne semble toujours pas propice à l'investissement des entreprises.

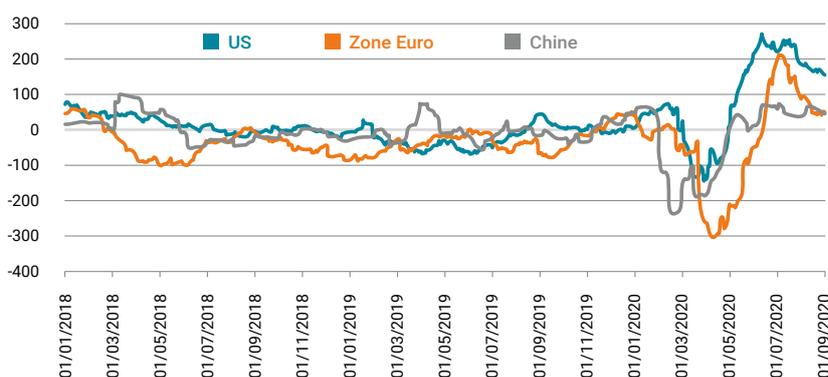
Concernant le marché du travail, l'amélioration se poursuit, mais plus lentement. Après avoir détruit environ 22M d'emplois entre février et avril, les États-Unis n'en ont recréé qu'à peine la moitié. Les pertes d'emploi touchant principalement les bas revenus, il

FIG.02 ÉTATS-UNIS : ISM MANUFACTURIER ET SERVICES



Source : Bloomberg, Mirova

FIG.03 INDICES DE SURPRISES MACRO-ÉCONOMIQUES (ÉCART ENTRE LES CHIFFRES MACRO-ANTICIPÉS ET RÉALISÉS)



Source : Bloomberg, Mirova

devient primordial de renforcer les mesures de soutien aux ménages et secteurs les plus en difficulté. Les démocrates et républicains sont en accord sur le principe d'un nouveau plan de relance mais en désaccord concernant sa taille et son contenu. Côté démocrate, le projet initial était de 3,4 trilliards de dollars, abaissé à 2,2 trilliards. Côté républicain, la proposition de base était de 500 Md\$, chiffre revu à 1,1 trilliard puis 1,5 trilliard. Même sur la base de cette dernière proposition républicaine, le plan représenterait 6,8% du PIB et améliorerait considérablement les perspectives de croissance aux États-Unis.

En Europe, la récente dégradation de la situation sanitaire commence à peser sur l'activité, comme en témoignent les dernières données d'enquête (PMI<sup>4</sup>). Le marché du travail semble durablement impacté par la crise, et le revenu disponible des ménages avec lui. Les derniers chiffres d'inflation reflètent cette dynamique négative, d'où la nécessité là aussi d'une nouvelle impulsion monétaire et budgétaire au sein de la zone. À ce titre le Green deal<sup>5</sup> européen voté cet été devrait impacter positivement la croissance dès 2021. Au moins 550 Md€ du budget de l'Union Européenne (UE) seront consacrés au finan-

cement de projets verts jusqu'en 2027. Des fonds seront également consacrés à la réalisation des plans de l'Union en matière de numérique et de soins de santé. Des secteurs comme les banques, le logement et les transports devraient bénéficier d'une demande intérieure plus forte. La rénovation, le recyclage et les énergies renouvelables sont au cœur de la politique énergétique de l'UE. Les services et le matériel informatiques, ainsi que les technologies médicales sont également bien placés.

À plus court terme, nous pensons que la Banque Centrale Européenne (BCE) se verra contrainte d'agir en renforçant son QE<sup>6</sup>.

## Élections américaines

L'élection présidentielle américaine est imminente. Elle constitue, avec l'approbation d'un potentiel vaccin et l'adoption d'un nouveau plan de relance budgétaire aux États-Unis, l'évènement majeur de cette fin d'année, duquel devrait découler le comportement d'un certain nombre d'actifs à court-moyen terme. D'ailleurs, aucun plan de relance ne sera adopté avant

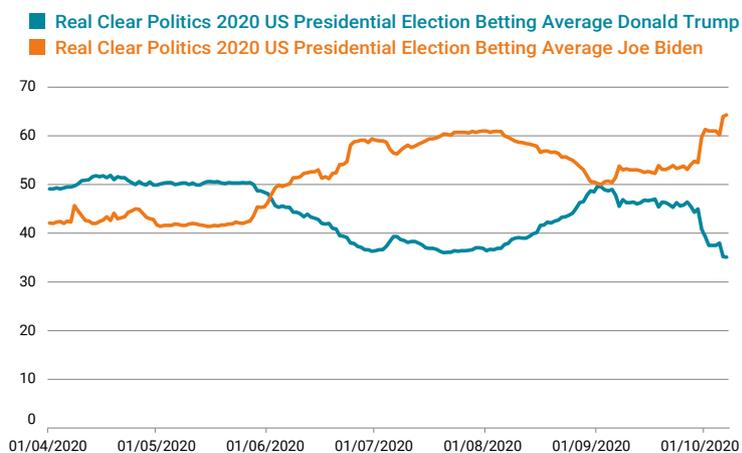
l'issue des élections : c'est ce qu'a décidé Donald Trump, de retour à la Maison-Blanche après son hospitalisation éclair début octobre. Synthétiquement, Trump a promis davantage de réductions d'impôts, une politique favorisant les entreprises qui relocaliseraient aux États-Unis, une réduction générale des réglementations. Il a aussi

tarifs supplémentaires contre la Chine.

Joe Biden, de son côté, a promis d'augmenter les impôts des plus riches et des entreprises et d'utiliser cet argent afin de :

- moderniser les infrastructures (routes, ponts et autoroutes du pays) ;
- développer les énergies propres (objectif 0 émission carbone d'ici 2030) ;
- investir dans la recherche et le développement pour soutenir le secteur manufacturier ;
- rendre le logement et la garde d'enfants plus abordables (construction de 1,5 million de maisons et de logements sociaux éco énergétiques) ;
- améliorer l'éducation ;
- augmenter le salaire minimum (hausse à 15\$ de l'heure contre 7,25 aujourd'hui) ;
- et réglementer davantage certains secteurs (loi anti-trust<sup>7</sup>, politique de la concurrence, etc.)

FIG.04 ÉTATS-UNIS : TRUMP VS BIDEN, AGRÉGATION DES MARCHÉS PRÉDICTIFS (EN %)



Source : Bloomberg, Mirova

4 Purchasing Managers Index ou Indice des Directeurs d'Achat

5 Pacte Vert

6 Quantitative Easing ou Assouplissement Quantitatif

7 Loi anti-monopole

## Alors, quel positionnement adopter ?



Sur le moyen-long terme, nous restons confiants : la reprise est bien enclenchée et devrait se poursuivre en tendance. Les banques centrales devraient rester accommodantes et les taux se maintenir à des niveaux attractifs. Les plans de relance budgétaires devraient porter leur fruit, et s'agissant de la prime de risque actions, elle se situe à un plus haut historique par rapport aux obligations.

À plus court terme, nous identifions principalement deux catalyseurs positifs à la poursuite de la hausse des actifs risqués : l'approbation d'un vaccin et l'adoption d'un nouveau plan de relance budgétaire aux États-Unis. Or, la probabilité d'obtenir des résultats sur au moins un de ces deux points augmente sensiblement.

Certes, l'élection présidentielle américaine engendre très logiquement de la volatilité, mais nous pensons que seul le scénario d'une contestation, accompagnée d'éventuelles violences, des résultats sur fond de recomptage des bulletins de vote, à l'image de ce qui s'était produit en 2000, entraînerait un fort retour de l'aversion au risque. À l'époque, il avait fallu attendre plus d'un mois après le jour des élections pour savoir qui de

George W Bush et Al Gore était le nouveau président, et la décision avait finalement été donnée par la Cour Suprême.

Une large victoire des démocrates reste le scénario le plus probable selon les instituts de sondage (instituts mis en échec en 2016 à la suite de la défaite d'Hillary Clinton, ne l'oublions pas). Si ce scénario se confirme, le marché devrait accueillir favorablement le plan de relance budgétaire annoncé (2 500 Md\$), quitte à passer outre les hausses d'impôt sur les sociétés (de 21 % à 28 %) dans un premier temps. Celles-ci pourraient d'ailleurs être révisées à la baisse et ne seront *a priori* pas mises en place avant 2022. En revanche, certains secteurs, notamment la techno américaine qui représente une part importante des indices, pourraient pâtir de certaines réformes à venir. *A contrario* les valeurs positionnées sur la transition énergétique, les valeurs cycliques/value bénéficiant du plan de relance, ainsi que les valeurs exposées à la Chine, moins dépendantes des sautes d'humeur de Trump, devraient surperformer. En cas de maintien des Républicains à la Maison-Blanche et au Sénat, la techno américaine devrait bien se comporter, de même que les secteurs les plus sensibles aux

réglementations environnementales que Biden souhaite mettre en place (pétrole, gaz...) *A contrario* les valeurs bénéficiant du potentiel green deal pourraient souffrir à court terme.

Au niveau des taux d'intérêt, une hausse des taux nominaux est tout à fait envisageable du fait du repositionnement de certains investisseurs vers les actions dans le cas de l'approbation d'un vaccin et/ou de la validation d'un plan de relance massif. Toutefois, nous n'anticipons pas de rebond de l'inflation à court-moyen terme. En effet l'économie demeure éloignée de son plein potentiel de croissance, les taux de chômage élevés et le retour à la normale pour les secteurs les plus touchés par la pandémie risque de prendre du temps, *a priori* au moins une année.

FOCUS

# Qu'elle était verte ma valo

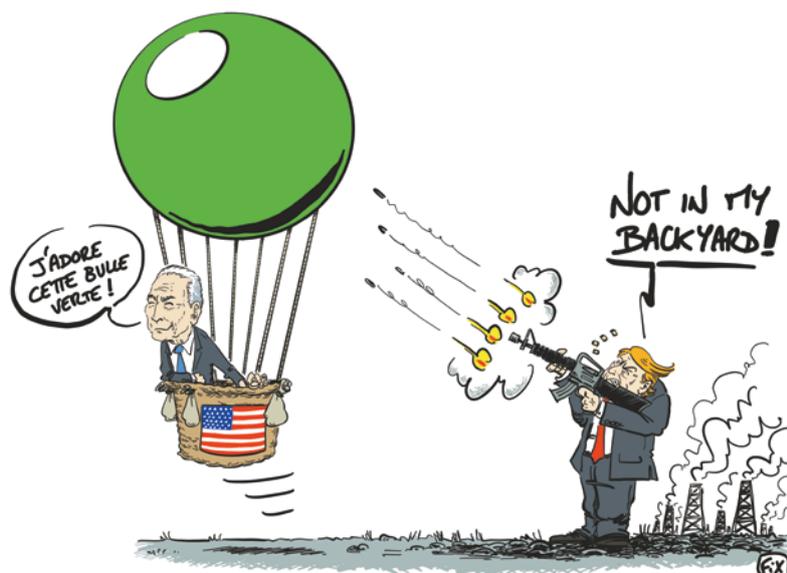
Rien ne ressemble davantage à la formation d'une bulle qu'une hausse justifiée par de solides fondamentaux : bulle internet mondiale des années 2000, bulle immobilière japonaise des années 1980, bulle ferroviaire états-unienne de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle... Chacun de ces phénomènes reposait, fut ce partiellement, sur des raisonnements et des données sinon irréfutables, du moins rationnels en apparence, même quelques semaines à peine avant leur effondrement. Les bulles restent

difficiles à détecter parce qu'elles comportent toujours une part de logique.

Les gérantes et gérants actions de Mirova, tous présents sur les marchés lors de l'éclatement de la bulle internet, se rappellent sur quoi reposait l'emballage d'alors, à savoir la foi en des valorisations censées se fonder sur les règles de la prétendue « nouvelle économie », lesquelles, d'après leurs thuriféraires, abrogeaient la plupart voire l'intégralité des principes économiques jusque-là considérés

comme intangibles.

Alors, l'actuelle surperformance des valeurs dites vertes, de quelle catégorie relève-t-elle ? S'agit-il d'une bulle, gonflée par un mouvement moutonnier dont les marchés se montrent parfois coutumiers, ou bien reflète-t-elle la prise de conscience de la croissance promise aux acteurs économiques engagés dans la transition environnementale et sociale en cours ?



## Transition écologique ? Transition économique

Après tout, cette fois encore, un changement majeur se voit mentionné pour justifier l'envolée des valorisations. Il s'agit de l'émergence d'une nouvelle économie, que nous qualifierons d'économie durable pour simplifier. Toutefois, cette nouvelle économie-là revêt une première différence avec celle que les marchés croyaient avoir décelée au début des années 2000 : sa survenue n'implique en rien un processus d'abolition des principes économiques connus.

Au contraire, elle s'inscrit tout simplement dans la longue série des transitions économiques que l'Humanité a connues jusque-là. Une série allant de la découverte de la roue ou de l'utilisation du fer et de ses alliages à celle de l'automatisation permise par la vapeur, puis par la découverte d'énergies à très bas coût, charbon et pétrole, comme d'engrais et de pesticides ayant permis de redéployer la force de travail de l'agriculture vers d'autres activités. Il ne faut voir là

qu'un premier indice du caractère selon nous soutenable de la valorisation de ces valeurs vertes. D'autres existent, dont les soutiens des pouvoirs publics, qui ajoutent à leur hausse mais ne la crée pas. Enfin, contrairement à certaines start-ups du début des années 2000, une majorité des acteurs identifiés comme verts démontrent déjà leur capacité à générer des flux de trésorerie sur des activités liées aux sujets environnementaux.

## Valeurs vertes en 2020 : accélération de la progression des multiples et des valorisations

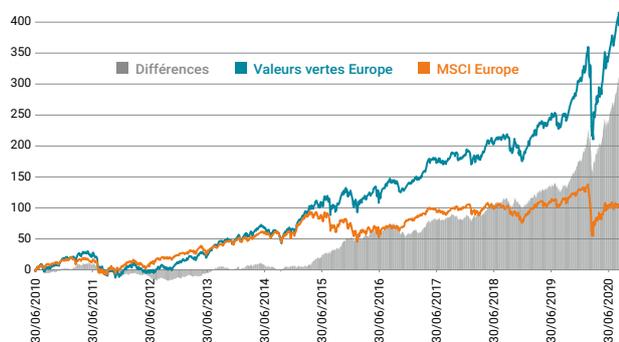
En bâtissant trois paniers géographiques de valeurs vertes, selon nos propres critères, et en comparant leurs performances à celles de leurs indices respectifs de référence sur dix ans, le constat s'avère sans surprise ni appel : nos paniers européen, états-unien et mondial ont généré des total returns<sup>8</sup> supérieurs de respectivement 4 fois, 1,6 fois et 2,6 fois à ceux desdits indices. Et si c'est bien sur au moins les six dernières années au total que l'écart se creuse avec les valeurs non vertes, la tendance s'est indéniablement accélérée en 2020<sup>9</sup>.

Or, cette année l'accroissement spectaculaire des multiples (P/E<sup>10</sup> comme EV/Ebitda<sup>11</sup> ou EV/Sales<sup>12</sup>, cf. figures 3 et 4) semble indiquer

que ce n'est pas de la croissance implicite prévue pour les deux prochains exercices que provient la justification de ces valorisations, ce notamment au vu du taux de progression à deux ans des bénéfices déduits des différentiels de PE à un et deux ans. Il semble bel et bien que des phénomènes classiques l'alimentent, notamment une forme d'engouement à retardement, due à ce que bien des investisseurs qui négligeaient l'Investissement Socialement Responsable (ISR), voire qui n'y croyaient guère, se précipitent désormais à l'achat sur les valeurs vertes pour en remplir leurs portefeuilles maintenant que la tendance en leur faveur semble inéluctable. La foi des derniers convertis

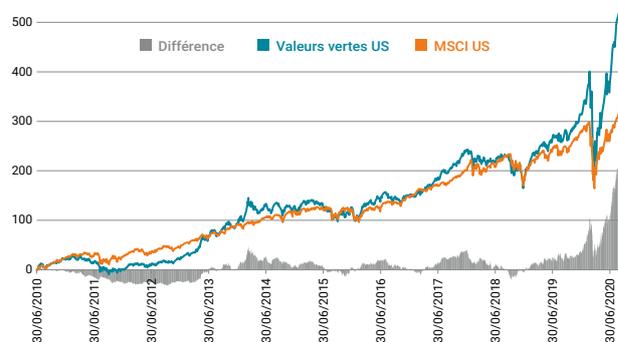
ne mène-t-elle pas toujours aux extrêmes ? Cela explique aussi pourquoi les recommandations des analystes, en moyenne, s'avèrent plus prudentes sur les valeurs vertes que sur le reste des valeurs incluses dans les indices MSCI correspondants<sup>13</sup>. Ne s'agirait-il pas là du signe qu'une bulle se forme ? Ou bien serait-ce un simple effet de rattrapage ? Nous penchons sans équivoque pour la seconde hypothèse, car une fois encore, il faut bien se représenter que nous nous situons dans une transition appelée I) à s'étaler sur plusieurs décennies et dont nous n'avons finalement perçu que les prémices et II) à engager des montants colossaux.

FIG.5 VALEURS VERTES EUROPE VS MSCI EUROPE



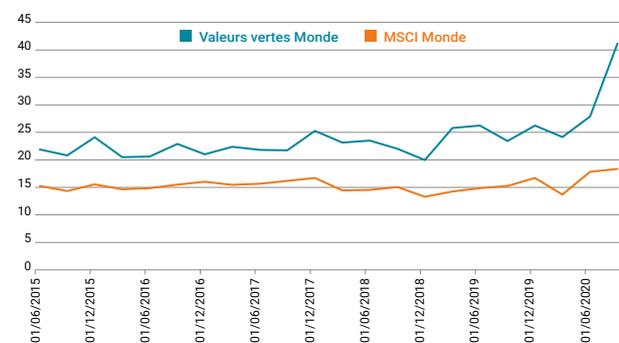
Source : Bloomberg, Mirova

FIG.6 VALEURS VERTES US VS MSCI US



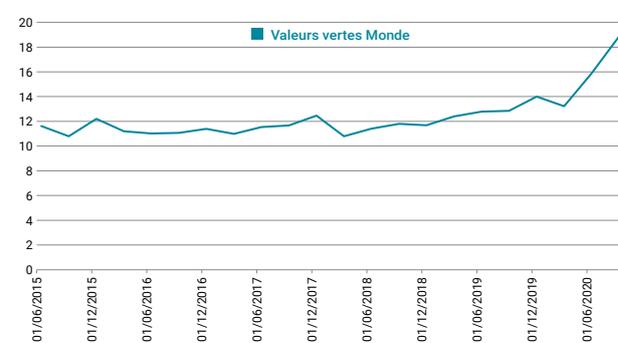
Source : Bloomberg, Mirova

FIG.7 P/E



Source : Bloomberg, Mirova

FIG.8 EV/EBITDA



Source : Bloomberg, Mirova

8 Rendements totaux

9 Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

10 Price-Earnings Ratio ou multiple de capitalisation d'une société

11 Valeur d'entreprise / flux de trésorerie

12 Valeur d'entreprise / revenus

13 [www.msci.com](http://www.msci.com)

## Trente ans de transition ; tout autant d'investissements

La surreprésentation des thématiques liées aux énergies renouvelables (éolien, solaire, réseaux intelligents) ou aux transports propres, donc aux véhicules électriques à batterie ou à pile à combustible, parmi les valorisations ayant le plus progressé ces derniers mois constitue un indice du fait qu'une logique de long terme se met patiemment en œuvre. La hausse des valeurs à caractère cyclique, celles en théorie dotées des points morts les plus élevés, le traduit aussi : ce sont elles qui bénéficieront le plus de tout revenu marginal.

Or, ladite logique de long terme pourrait s'amplifier dans des proportions considérables si M. Biden prenait la place de M. Trump dans le bureau ovale, tant les budgets qu'il entend consacrer à la transformation énergétique des États-Unis réorienteraient les flux de capitaux vers les acteurs verts. Ce notamment du fait de ses velléités de décarboner intégralement la production d'électricité aux États-Unis d'ici 2035, alors que près des deux tiers restent actuellement carbonées. Dans le mix états-unien, le renouvelable ne compte que pour 10% des capacités, et le nucléaire, pour 27%. En somme, les budgets à consacrer par le public ou le privé (voir édito) à ces enjeux ne peuvent en effet que mécaniquement finir par se déverser sur nombre d'en-

treprises cotées, et donc, se refléter dans leur capitalisation.

Quelques données chiffrées aideront à se représenter l'ampleur de la transition en cours, en particulier quant aux énergies renouvelables ou à l'hydrogène vert. En effet, les objectifs de décarbonation de l'économie équivalent à un vecteur d'accélération des investissements sur ces deux thèmes, notamment l'hydrogène vert, outil de décarbonation par excellence dans les transports, l'industrie ou le stockage énergétique. Ainsi, l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) prévoit, sur la base des annonces de divers gouvernements, que les capacités installées de production d'énergie renouvelable tripleront d'ici 2030, passant de 700 GW à 1 970 GW, Chine exclue. Sur le marché de l'éolien offshore<sup>14</sup> seul, la capacité installée devrait pour sa part bondir, Chine incluse cette fois, à 1 000 GW à l'horizon 2050, selon l'Agence Internationale de l'Énergie Renouvelable (IRENA), contre 30 GW aujourd'hui. Ces chiffres n'intègrent pas la possibilité que M. Biden entre à la Maison-Blanche et exécute son programme (voir ci-dessus), lequel équivaldrait à multiplier par six la part du renouvelable, en faisant l'hypothèse très conservatrice d'une demande constante. Quant au fameux Green New Deal<sup>15</sup> de l'Union Européenne

(UE), il apporterait sa pierre à l'édifice puisqu'il aboutirait à un triplement de l'éolien terrestre et un quintuplement de l'éolien en mer, d'ici 2050. Par ailleurs, il ne vise rien moins que 80 GW de capacité de production dérivée d'électrolyse de l'hydrogène d'ici 2030, tandis que Corée du Sud et Japon ont déjà bien développé leurs projets de construction d'infrastructures pour l'hydrogène. La liste semble loin de l'exhaustivité : des pays comme l'Australie ou l'Arabie Saoudite prévoient aussi de dédier des investissements massifs à l'énergie renouvelable. D'autres suivront, d'autant que la baisse de leurs coûts d'installation a rendu ces énergies renouvelables bien plus attractives par rapport aux énergies fossiles : c'est pourquoi la demande pour de nouveaux types de contrats, souvent pour dix ans et à prix fixe, signés directement avec les sociétés (Corporate PPA<sup>16</sup>), s'inscrit en nette progression.

Avec de tels fondamentaux, assis sur des investissements de taille et à déployer sur plusieurs décennies, les valorisations atteintes apparaissent immédiatement plus rationnelles ; il n'en demeure pas moins un écueil à éviter : celui qui consisterait à investir aveuglément sur les passagers clandestins de la transition à venir, car il y en aura inéluctablement.

## Éviter les passagers clandestins : faire son métier de gérant

L'histoire économique enseigne que l'enthousiasme actuel pour la transition énergétique attirera des acteurs s'engouffrant dans ces métiers sans avoir à y offrir les produits ni les services de la qualité adéquate, et qui devront se voir expulsés du marché. Faire la distinction entre pareils acteurs à

la viabilité économique insuffisante et ceux qui bénéficieront d'une économie plus durable s'imposera aux gérants d'actifs, qui ne pourront pas faire l'économie de procéder à une sélection rigoureuse et active des sous-jacents de leurs fonds. Cela fait des années que les gérants action de Mirova effectuent

ce travail, en analysant chacune des entreprises sur lesquelles ils investissent les fonds de leurs clients.

Voici les scénarios, résumés, qu'ils suivent sur certaines des actions qu'ils ont ajoutées en portefeuille sur deux thématiques : l'hydrogène et l'éolien.

<sup>14</sup> En mer

<sup>15</sup> Pacte Vert

<sup>16</sup> Power Purchase Agreement ou Contrat d'Achat d'Électricité

### Hydrogène vert : Ceres Power et ITM

- [Ceres Power](#) maîtrise une expertise technologique sans équivalent en matière de piles à combustibles. Les siennes peuvent en effet générer de l'électricité aussi bien à partir de gaz naturel que d'hydrogène vert. Même en utilisant du gaz naturel, les émissions demeurent significativement plus réduites que celles d'un moteur à combustion interne. Nous pensons donc que la technologie de Ceres prendra de l'importance pendant la période de transition qui mène vers l'emploi de l'hydrogène vert. L'entreprise britannique a déjà établi plusieurs partenariats en Asie, notamment avec [Weichai](#), le troisième plus grand fabricant de poids-lourds. Le groupe chinois a sélectionné Ceres pour la fourniture de piles à combustibles servant de prolongateurs d'autonomie pour ses bus. Ceres a aussi un partenariat opérationnel avec le Coréen [Doosan](#), leader mondial des piles à combustibles. En Europe même, la société s'est alliée à [Bosch](#) afin de viser le marché de la génération stationnaire d'énergie pour les data centers<sup>17</sup>. Sur la proche décennie, le marché potentiel visé par Ceres est attendu en croissance de 32 % l'an, en moyenne, passant ainsi de 4 Md\$ à 60 Md\$ en 2030. Le cours actuel de l'action Ceres intègre un scénario de croissance des ventes de 28 % sur la période, soit une part de marché de 2 %. Notre best-case scenario<sup>18</sup> prévoit que la croissance de la compagnie excèdera celle du marché. Grâce à ses capacités technologiques ainsi qu'à ses partenariats, Ceres pourrait atteindre une croissance de 45 % pour la décennie. Cela induirait un cours de son action s'établissant à 18£, soit là un potentiel d'appréciation de 250 %.
- [ITM](#) produits des électrolyseurs à membrane échangeuse de protons (ou membranes électrolyte polymère – PEM)<sup>19</sup> générant de l'hydrogène vert à partir d'énergie renouvelable

et d'eau. Cet hydrogène peut ainsi peut s'employer à la fin de stockage des surplus d'énergie renouvelable ou afin de décarboner les process industriels ou la mobilité. Etant donné que le taux de pénétration des renouvelables s'accroît et que, simultanément, le marché de l'hydrogène vert s'étend, il apparaît raisonnable de tableer sur une croissance rapide de la demande pour les électrolyseurs. Comme dit ci-dessus, l'UE et plusieurs états membres ont assigné des objectifs ambitieux en termes de capacité de production par électrolyseur. Or, la technologie déployée par ITM permet d'atteindre la pleine capacité de production en moins d'une seconde. Cela en fait l'outil idéal pour gérer la volonté inhérente à la génération d'énergie renouvelable, comme par exemple l'éolien en mer. L'entreprise construit actuellement la plus grande usine d'électrolyseurs au monde avec une capacité de 1 GW. L'usine en question commencera à monter en cadence à la fin de l'année et devrait produire à pleine capacité d'ici deux ans. En 2022, la compagnie débutera potentiellement la construction d'un second site avec une capacité supérieure. ITM a des partenariats avec certains des acteurs dominants du secteur, tels que le spécialiste des gaz industriels Linde ou celui des pipelines de gaz, Snam. Le cours de l'action ITM, de 2,6 £, se fonde sur l'hypothèse d'une capacité installée d'électrolyseurs de 80 GW en 2030 dans le monde, portant la part de marché du groupe à 20 %. Cela induit un taux de croissance annuel de rien moins que 94 %. Bien que ce taux de croissance puisse sembler élevé, il demeure important de se rappeler que les électrolyseurs à membrane échangeuse de protons constituent une technologie émergente et que les ventes d'ITM restent embryonnaires à ce stade. Le consensus Bloomberg pour 2020 prévoit seulement des ventes de 3,3M£. Afin d'illustrer ce potentiel de hausse, si l'hydrogène représentait une portion significative

de la stratégie de décarbonisation, menant ainsi à une forte demande pour les électrolyseurs, nous pourrions aisément miser sur un taux de croissance annuel composé de 155 % d'ici à 2030 puis de 10 % et jusqu'à 2050. Pareils scénarios induisent un cours cible de 10,6 £, soit là un potentiel d'appréciation de 400 %.

### Éolien : Vestas et Siemens Gamesa

- Les prix des actions de [Vestas](#) et [Siemens Gamesa](#) se fondent de facto sur un scénario selon lequel sont construites des capacités de 70 GW d'éolien terrestre et 17 GW d'éolien en mer chaque année, soit un taux de croissance annualisé de 5,6 % pour Vestas et 6,8 % pour Siemens Gamesa jusqu'en 2030. Dans un scénario « global green deal » intégrant une stabilité de l'hydroélectricité et du nucléaire puis un remplacement des énergies fossiles par le renouvelable, l'ajout annuel de capacités éoliennes s'accroîtrait à 100 GW et 32 GW, d'ici 2030, pour l'éolien terrestre et l'éolien en mer, respectivement. En tablant sur des parts de marché et des marges stables, cela porterait le taux de croissance annualisé de Vestas à 9 % et de Siemens Gamesa à 12 %, correspondant mécaniquement à un potentiel d'appréciation supplémentaire de leurs actions de 6 % et 16 %, respectivement. Si l'on ajoute encore à ce scénario celui de l'intensification de l'usage de l'électricité dans les transports ou le chauffage, la consommation pourrait plus que doubler d'ici à la moitié du siècle et le recours au renouvelable devrait s'accroître de 15 fois d'ici la fin de la décennie. Avec une hypothèse où le solaire fournit 40 % de l'électricité, l'éolien terrestre 45 % et l'éolien en mer 15 %, les cibles de cours de Vestas et Siemens Gamesa pourraient en théorie se situer à 1 300 DKK<sup>20</sup> (+34 % par rapport au cours actuel) et 34 € (+57 % par rapport au cours actuel). Bien sûr, ces calculs de coin de table

17 Centres de données

18 Meilleur scénario

19 Protons Exchange Membrane ou Membrane à échange de protons

20 Couronne danoise

tiennent du théorique, mais ils fournissent une idée claire du potentiel de valorisation de ces valeurs si les scénarios que nous évoquons, et qui ne relèvent pas de l'utopique, se matérialisent. Au demeurant, la plupart des sociétés cotées de développeurs-gestionnaires de parcs d'énergie renouvelable communiquent plutôt sur des plans de développement à trois, parfois cinq ans, qui avancent peu ou prou au rythme prévu malgré la survenance de la COVID-19, nous laissant bâtir nos hypothèses sur de plus longues périodes, jusqu'en 2030 voire 2040. Nous y intégrons la perception que nous avons du niveau de concurren-

ce qu'elles devront affronter et de la complexité des projets à mener, qui ne laisseront que peu d'acteurs en capacité de répondre aux nombreux appels d'offre, notamment dans l'éolien en mer, qui vont se dérouler sur les vingt prochaines années.

Les transitions économiques d'envergure réclament beaucoup de temps et d'argent : paradoxalement, le danger ne nous semble pas provenir d'une déception sur les perspectives qu'induit la mise en place d'une économie durable, mais bien, phénomène classique, de l'arrivée tardive d'acteurs peu viables essayant d'y prendre leur part. Il n'y a pas de bulle verte, mais pas non plus de

miracle vert : tous les acteurs économiques qui prétendent participer à cette transition ne réussiront pas et même ceux qui y parviendront ne se montreront pas toujours immunisés contre les risques exogènes tels que la géopolitique. Quoi qu'il en soit, Mirova cherche à détecter les valeurs vertes qui ont un potentiel de surperformance ; ce n'est pas nous qu'une telle tendance surprendra : elle correspond à ce que nous attendions, même si nous n'avions pas davantage de garanties, quant au moment exact auquel elle se matérialiserait, que d'autres acteurs.



# Sunrun, acteur clé en matière de décarbonation



Sunrun, est un acteur majeur de la production d'électricité décarbonée. Ses solutions solaires et de stockage, associées à des prestations de mise en réseau, favorisent l'électrification de l'économie.

[Sunrun](#) est le principal fournisseur américain de panneaux solaires résidentiels installés sur les toits et du stockage de l'électricité ainsi générée. Tout en proposant aux ménages une option renouvelable, il offre à ses clients la possibilité de réaliser 10 à 40% d'économie sur leurs dépenses moyennes d'énergie. De plus, grâce à son offre de batteries, l'entreprise fournit également des solutions de secours en cas de coupures de courant. L'offre solaire résidentielle représente également une solution économique pour moderniser les infrastructures, tout en les rendant plus respectueuses de l'environnement, plus durables et plus abordables.

Le marché américain des panneaux solaires installés sur les toits est encore largement sous-exploité, avec un taux de pénétration de 3% seulement. Avec la mise en place d'une obligation d'installation de systèmes solaires sur toiture pour toute nouvelle habitation construite à partir de 2020, la Californie est l'État américain leader en la matière, avec un taux de pénétration de 13%. Au-delà de l'aspect réglementaire, deux facteurs déterminants ont également joué en faveur de la compétitivité des installations solaires, et ce dès leur apparition : l'excellent niveau d'ensoleillement de la région et le coût élevé de l'approvisionnement classique en énergie.

La baisse du coût de ces systèmes et les investisseurs ont rendu cette option abordable dans un nombre

croissant d'États, avec une pénétration en rapide augmentation au Texas, en Arizona et à New York. Avec la hausse des températures, les catastrophes naturelles telles que les feux de forêt et les tempêtes sont devenues plus fréquentes en zones côtières. Les coupures d'électricité se multiplient. Par conséquent, il devient nécessaire de recourir, dans les zones frappées par ces phénomènes comme la Floride et Porto Rico, à un système d'approvisionnement basé sur le solaire couplé à des batteries de secours.

Au cours de ses 13 années d'existence, Sunrun a bénéficié d'une croissance régulière et prévoit une progression de sa base de clients de plus de 10% par an. La croissance de la valeur générée par client devrait s'accélérer, à mesure que l'adoption du système de batteries de secours et que l'électrification des foyers progressent. De plus, parallèlement à la progression de sa base de clients, Sunrun a développé ses prestations de mise en réseau. Elles consistent à relier les installations résidentielles entre elles et à revendre aux services collectifs locaux l'énergie renouvelable produite en excédent. Sunrun a déjà un bilan carbone nettement négatif. Ses solutions solaires ont entraîné une réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES) pour un total de 5,2 tonnes métriques d'équivalent dioxyde de carbone. Après dix mois d'existence, les systèmes solaires installés par Sunrun ont

permis de réduire une quantité équivalente de GES à celle générée par leur production et leur mise en place. Ces derniers sont conçus pour produire de l'énergie propre pendant 30 ans, voire plus, et permettent donc de réduire les émissions de GES durant 97% de leur durée de vie.

En juillet, Sunrun a annoncé l'acquisition du deuxième plus grand fournisseur d'énergie solaire résidentielle, [Vivint Solar](#). L'opération portera sa base de clients à 500 000 foyers (l'équivalent de 3 GW) et donnera naissance au leader mondial de la fabrication et de l'installation de solutions solaires résidentielles. Le parc ainsi créé sera relié en réseau, renforçant cet aspect de la solution solaire très bénéfique aux clients finaux. Un nombre croissant de centrales électriques à charbon pourront ainsi fermer.

La société est également bien notée sur d'autres critères de responsabilité sociale et environnementale (RSE). L'un des deux partenaires fondateurs et actuel PDG est une femme. Par ailleurs, Sunrun compte 50% de femmes au sein de ses équipes dirigeantes et 43% au sein de son conseil d'administration. Un comité, composé de membres de l'équipe de direction et supervisé par le conseil d'administration, est chargé du pilotage de

l'ensemble des actions entreprises dans le cadre de la RSE.

Sunrun est une opportunité d'investissement unique dans la transition énergétique. Son offre est à la fois renouvelable et accessible, tout en étant économique pour les ménages. Société innovante, elle a été pionnière dans l'amélioration de ses systèmes et dans la proposition de nouveaux types d'utilisation. Le marché demeure sous-exploité, laissant ainsi un potentiel de croissance disponible pour les décennies à venir. Par ailleurs, nous pensons que l'innovation devrait également fournir d'importantes perspectives de développement. Mirova investit dans Sunrun depuis 2019 et la société restera une participation clé de ses stratégies Actions Transition Environnementale Europe et Égalité Femmes-Hommes.



# ITM Power, chef de file dans les piles à combustible pour la production d'hydrogène



ITM power est l'un des leaders de la conception et de la fabrication de piles à combustible permettant la production d'hydrogène à l'aide de la technologie des membranes échangeuses de protons (PEM). Celle-ci utilise de l'électricité renouvelable et de l'eau pour générer de l'hydrogène vert sans émission de carbone. Par conséquent, sa combustion ne génère aucun CO<sub>2</sub>.

Les principaux débouchés de l'hydrogène vert sont les suivants :

1. La décarbonation de processus industriels tels que le raffinage, la fabrication de ciment, d'acier ou de produits chimiques, en éliminant l'utilisation d'hydrogène gris (à base de charbon) ou bleu (à base de gaz naturel). Autre usage possible, son emploi comme matière première, par exemple en remplacement du coke dans la production d'acier.

2. La réduction des émissions des systèmes de chauffages commerciaux comme résidentiels, en mélangeant l'hydrogène vert au gaz naturel. Dans l'état actuel des réseaux de distribution, le gaz naturel pourrait être utilisé à hauteur de 20%.

3. Le stockage d'énergie renouvelable. L'hydrogène peut être produit par électrolyse à partir d'un surplus d'énergie renouvelable. Il peut être immédiatement utilisé, s'il y a un besoin en énergie, ou stocké, pour un usage ultérieur. L'hydrogène peut jouer un rôle majeur dans la mise à disposition d'un réseau énergétique basé exclusivement sur le renouvelable.

4. L'alimentation de véhicules électriques à pile à combustible, principalement applicable au cas du transport poids lourd, camion et bus. L'hydrogène vert est généralement vu comme le meilleur moyen de décarboner le transport poids lourd, car il permet d'une part, un ravitaillement rapide et d'autre part, l'acheminement de charges importantes. Il sera plus indiqué pour les véhicules empruntant

une trajectoire bien précise, pour lesquels une structure de ravitaillement constituée de simples stations avec cuves suffira.

Au cours des six derniers mois, l'hydrogène vert est devenu un élément majeur des plans de décarbonation européens. L'objectif de la Commission européenne est d'installer à minima 6 GW d'électrolyseurs d'hydrogène renouvelable d'ici 2024. L'Allemagne et la France ont annoncé des plans prévoyant une enveloppe de 9 Md€ d'investissement et de 7 Md€ pour le développement de technologies liées à l'hydrogène et pour sa production sans émission de carbone. Le Royaume-Uni prévoit d'investir 12 Md€ pour la production d'hydrogène à partir d'énergie éolienne en mer. Hors d'Europe, la Californie, le Japon, la Corée du Sud et la Chine disposent déjà de programmes avancés prévoyant l'utilisation de l'hydrogène dans un certain nombre d'applications.

En janvier, [ITM Power](#) a annoncé la création d'une coentreprise avec la société de gaz industriels [Linde](#). L'objectif : mettre à disposition de l'hydrogène vert pour des projets manufacturiers de grande envergure, au moyen d'électrolyseurs d'une capacité de 10 MW, ou plus. Pour ce faire, ITM Power est actuellement en train de construire l'usine d'électrolyseurs la plus importante au monde à Sheffield afin de fournir une capacité de production industrielle, d'assemblage et de testing à grande échelle et à moindre coût. L'installation devrait entrer en fonc-

tionnement au terme de l'année 2020.

Mirova investit dans ITM Power depuis le lancement de sa stratégie Actions Transition Environnementale Monde. L'hydrogène vert jouera un rôle important dans la décarbonation. De plus, à travers ses stratégies Actions Transition Environnementale, Mirova investit à différents niveaux de la chaîne de valeur : producteurs d'énergie renouvelable bon marché, sociétés technologiques fabriquant des électrolyseurs et des piles à combustible, ou encore entreprises de gaz industriels.



# L'Allemagne dégage les Green Bonds



En Septembre, l'Allemagne s'est résolument mise au vert avec les émissions d'obligations vertes de Daimler, Volkswagen et de la République Fédérale Allemande pour un total de près de 10 Md€. Encore une brique dans la construction du marché des green bonds ?

Septembre aura vu trois acteurs majeurs des marchés obligataires – la République Fédérale Allemande, [Daimler](#) et [Volkswagen](#) – émettre leurs premières obligations vertes (green bonds) pour un total frôlant 10 Md€. Au-delà des montants en jeu, il s'agit d'une nouvelle étape dans le développement des green bonds, qui achèvent non seulement de convaincre de leur utilité les décideurs d'outre-Rhin (qui avaient parfois pu s'y montrer réticents) mais qui en outre poursuivent leur patiente construction d'un véritable marché en soi, en lieu et place de la niche vaguement exotique qu'ils représentaient encore aux yeux de certains observateurs il y a peu.

## Grünen Bund über alles<sup>21</sup>

Le gouvernement allemand a enfin procédé à l'émission d'une obligation verte. Sa taille atteint 6,5 Md€ et elle vient à échéance dans dix ans. Les investisseurs l'attendaient et l'ont bien accueillie :

la demande aurait atteint 33 Md€, pour un rendement sans surprise négatif, comme son équivalente conventionnelle annoncée le même jour. Certes, il ne s'agit pas du premier green bond émis par un état européen mais étant donné le statut de référence du taux sans risque qu'a acquis le bund<sup>22</sup> conventionnel au sein du monde obligataire, qu'un commencement de bund vert existe désormais marque un pas en avant supplémentaire sur le chemin de l'acceptation des green bonds en tant qu'instrument privilégié, et normalisé, de financement de la transition environnementale pour tous les acteurs qui veulent y prendre part, états inclus. Voilà qui semble donc désormais quasi-officiel : les green bonds<sup>23</sup> ne constituent plus un sous-segment du marché, mais une alternative, avec leur propre fonction. L'Allemagne ne s'arrêtera d'ailleurs pas là, qui a d'ores et déjà fait part de sa velléité de sortir de nouvelles obligations vertes.

FIG.9 OBLIGATIONS VERTES D'ÉMETTEURS ALLEMANDS : PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES

Émetteur	RFA	Daimler AG	Volkswagen International Finance NV	
Taille	6 500 000 000€	1 000 000 000€	1 250 000 000€	750 000 000€
Coupon	0 %	0,75 %	0,875 %	1,25 %
Échéance	15 août 2030	10 sept. 2030	22 sept. 2028	23 sept 2032
Notation (Moody's/ S&P)	Aaa st/ AAA st	A3 neg/ BBB+ neg	A3 neg/ BBB+ neg	

Source : Bloomberg, Volkswagen, Daimler, Volvo Cars et Mirova

<sup>21</sup> Les obligations vertes par-dessus tout

<sup>22</sup> Obligation d'état

<sup>23</sup> Obligations vertes



Qu'y cherchent les autorités allemandes ? Un moyen majeur d'atteinte de leurs objectifs de neutralité carbone d'ici 2050, laquelle passe notamment par une réduction de 80 à 95 % des émissions de gaz à effet de serre du pays, ce qui impliquera aussi de sortir le charbon du mix énergétique national vers 2038 voire un peu avant. Ce « Plan Action Climat 2050 » a une portée assez large, puisqu'il englobe :

- **transports**, pour promouvoir des modes de mobilité moins pénalisants pour l'environnement, avec notamment le développement des infrastructures nécessaires à l'expansion du fret ferroviaire ou l'aménagement de pistes cyclables ;
- **agriculture, forêts, biodiversité** pour adapter les forêts aux changements climatiques, développer l'agriculture biologique, entre autres ;
- **industrie et énergie** pour étendre l'usage des énergies renouvelables et les connecter à leurs utilisateurs, industriels ou acteurs du secteur tertiaire ;
- **coopération internationale**, visant en particulier à aider les pays émergents à adopter une transition énergétique, via des coopérations techniques et des financements ;
- **recherche et l'innovation**, pour notamment permettre de concevoir des modes de stockage de l'énergie renouvelable.

La variété des enjeux et buts couverts illustre bien que le green bond allemand ne sert pas de simple outil de communication, pour lequel un emploi des fonds circonscrits à un ou deux objectifs aurait largement suffi, mais qu'il recouvre bel et bien un large spectre de besoins de financements. Ceux qui s'imaginaient encore que les green bonds tenaient lieu de

gadget auront matière à réviser leur jugement au vu de l'usage qu'en veut faire Berlin.

Cette conversion de l'Allemagne aux green bonds apparaît d'autant plus complète qu'à l'intérêt des autorités s'ajoute celui de l'état dans l'état que constitue en un sens la puissante industrie automobile germanique.

### Après l'état, l'état dans l'état

Daimler a donc ouvert la voie des obligations vertes liquides non sécurisées du secteur automobile, en lançant une début septembre, de 1 Md€, venant à échéance en 2030. Volkswagen s'y est engouffré à sa suite, émettant quelques jours après deux souches vertes cumulant 2 Md€, venant à échéance en 2028 et 2032.

Il faut bien voir que la possibilité pour un constructeur automobile de bâtir un cadre de green bonds solide et cohérent tenait de la gageure il y a peu encore. Que les géants de Stuttgart et Wolfsburg aient pu relever le défi ne paraît pas anecdotique, au vu des enjeux qu'ils ont l'un comme l'autre à poursuivre. Ce qui les a conduits à recourir aux obligations vertes est bien entendu leur besoin impérieux d'électrifier la chaîne de traction de leurs véhicules, étant donné l'importance pour l'un comme pour l'autre de leurs positions sur le marché chinois, où l'électrique devient incontournable, ainsi que de leur besoin de réduire les émissions moyennes de leurs gammes respectives pour satisfaire aux exigences de la Commission européenne sur le sujet.

Leurs mix produits comportant nombre de véhicules premium, à la masse élevée, ce choix s'avère

sensé et ce sont donc bien les green bonds qui leur permettent de financer cette transition majeure pour eux, qui avaient largement fondé leur réputation sur des moteurs thermiques assez puissants. Il leur faut donc développer les plates-formes adaptées à des moteurs électriques et aux batteries qui les alimentent, mais aussi revoir en profondeur leurs systèmes de production et d'approvisionnement pour les adapter à un assemblage de véhicules comportant bien moins de pièces que les voitures à moteurs à combustion interne, ainsi que développer les solutions et réseaux de recharge des batteries voire à leur recyclage, ce que prévoit Daimler. Les obligations vertes des deux constructeurs comportent peu ou prou ces objectifs, auxquels Daimler encore ajoute des buts d'efficacité énergétique de ses usines, notamment via le recours à davantage d'énergie éolienne ou solaire, et aussi de meilleur contrôle de ses déchets industriels.

Quoi qu'il en soit, comme pour celles présente et à venir de la république fédérale allemande, les obligations vertes de Daimler et Volkswagen démontrent à quel point le recours à ces instruments peut permettre d'atteindre des objectifs clairement définis de levée de fonds dédiés à réduire ou infléchir l'impact que les acteurs économiques ont sur notre environnement. L'Allemagne n'a pas compté parmi les pionniers des émissions de green bonds publics et privés, contrairement aux Pays-Bas, à la France, à l'Italie ou à l'Espagne, mais son engagement résolu a valeur de blanc-seing pour tous les acteurs, investisseurs et émetteurs inclus, qui restaient circonspects.

# Terre de Liens, pour la promotion des terres et pratiques agricoles respectueuses de l'environnement



Terre de Liens est un apporteur de solutions pour enrayer la disparition des terres agricoles en France et promouvoir des pratiques agricoles respectueuses de l'environnement. Mirova soutient Terre de Liens depuis 2010.

Pour permettre à des citoyens et des paysans de se mobiliser et d'agir sur le terrain, le mouvement [Terre de Liens](#) a créé en 2007 une foncière capable d'enrayer la disparition des terres et de faciliter l'accès au foncier agricole pour de nouvelles installations paysannes. Entreprise d'investissement solidaire, la foncière Terre de Liens a ainsi levé plus de 80 M€ depuis son lancement pour acheter des fermes et implanter des activités agri-rurales diversifiées. L'entreprise loue ces fermes à des paysans engagés dans une agriculture de proximité et à taille humaine.

Les terres et les fermes accueillent des projets en agriculture paysanne et biologique : ces approches ont en commun de traiter la terre comme une ressource précieuse qu'il faut considérer et préserver dans la durée. « Aux pratiques intensives qui éreintent la terre et visent des gains de court terme, elles privilégient des pratiques respectueuses de la terre sur le long terme. »

Pour atteindre ces objectifs écologiques, Terre de Liens a choisi de poser des règles du jeu pour l'utilisation de ses fermes formalisées dans un bail rural environnemental. Valable pour toute la durée d'activité agricole du fermier, ce bail décrit les obligations du fermier (faire et ne pas faire) qui permettront la préservation des ressources naturelles. Les clauses peuvent viser les modes de culture, la rotation des sols, le maintien de haies naturelles, la non-pollution de cours d'eaux, etc.

Ces règles obéissent à un équilibre très fin : poser les incontournables sans s'immiscer pour autant dans les choix opérationnels du fermier et sans entraver sa liberté d'exploitation.

Premier acteur solidaire institutionnel à investir dans Terre de Liens, Mirova soutient activement l'entreprise depuis 2010 : plus de 7 M€ ont été apportés à la foncière par Mirova.

Grâce à l'ensemble des soutiens financiers, Terre de Liens a acquis et donc sauvé sur le long terme depuis sa création 6 400 hectares de terres agricoles via l'acquisition de 237 fermes. Sur ces 6400 hectares, plus de 2 500 ont été convertis à l'agriculture biologique. L'acquisition de ces fermes a permis le maintien et l'installation de 367 fermières et fermiers et plus de 550 emplois agricoles.



# Vers une stratégie finance durable renouvelée pour l'Europe

Dans le contexte de crise lié au coronavirus, la Commission européenne poursuit son engagement pour accompagner l'économie européenne dans sa transition verte et bas-carbone, et maintient haut à l'agenda le sujet de la finance durable. Après un premier plan d'action en la matière, lancé en mai 2018 avec de nombreuses initiatives (dont trois réglementaires) une nouvelle stratégie finance durable doit être annoncée d'ici la fin de l'année par la Commission d'Ursula Von Der Leyen. Son importance est d'autant plus grande qu'elle contri-

buera à établir les liens indispensables entre le secteur financier et les plans d'investissements européens, qu'il s'agisse du Green New Deal<sup>24</sup> annoncé en décembre 2019 ou du plan de relance massif Next Generation EU<sup>25</sup> annoncé en mai 2020, dont la dimension verte a été confirmée.

Ce projet de stratégie a fait l'objet d'une consultation publique au cours de l'été. Les questions posées aux parties prenantes laissaient entrevoir les possibles développements envisagés par la Commission. On identifie en particulier les idées suivantes : une base

européenne de données corporate ESG et climat, une taxonomie « brune » ou « d'impact négatif significatif » (c'est-à-dire une potentielle liste des activités ou pratiques nocives pour l'environnement qui viendrait compléter la taxonomie verte actuellement développée), un label best-in-class<sup>26</sup> pour les fonds ESG, une réflexion sur un « green supporting factor<sup>27</sup> » pour autoriser des provisions en capital plus légères pour les prêts verts. La stratégie finance durable devrait également intégrer une dimension sociale plus forte et renforcer l'accent mis sur des sujets comme

24 Pacte Vert

25 UE nouvelle génération

26 Meilleur de sa catégorie

27 Facteur de soutien vert



la biodiversité et les problématiques sociales.

Dans le cadre de son engagement d'investisseur responsable, Mirova répond régulièrement aux sollicitations et consultations des régulateurs pour améliorer le cadre réglementaire en faveur d'une finance plus durable. Cette contribution positive, au sein de et avec Natixis et BPCE, a été remarquée récemment par l'ONG [Influence Map](#)<sup>28</sup> dans un [rapport d'analyse](#) des stratégies d'engagement des acteurs financiers à Bruxelles.

Mirova a ainsi apporté sa contribution à la [consultation](#), disponible en toute transparence sur le site de la Commission européenne avec l'ensemble des réponses publiques. Via une tribune, Mirova a également pris position plus globalement sur cette future stratégie européenne par la voix de son directeur général Philippe Zaouati. Au-delà des premières annonces, la nouvelle stratégie de l'UE en matière de finance durable pourrait aller plus loin, en impliquant tous les acteurs financiers, banques en premier lieu, et en s'attaquant au mode de fonctionnement des marchés financiers traditionnels. Elle devrait également veiller à ce que les flux d'investissement reflètent correctement les

préférences des investisseurs en matière de durabilité. L'intégralité de cette analyse est disponible [ici](#). Ces développements à venir pour la finance durable, aussi cruciaux qu'ils soient, ne doivent pas faire oublier l'importance des travaux encore en cours dans le cadre du plan d'action actuel de la Commission européenne. L'interprétation des actes délégués liés à MIFID<sup>29</sup>, visant à prendre en compte la préférence des épargnants individuels en matière de durabilité, sera un enjeu de taille pour la distribution des produits d'investissement responsables. À cet égard, la définition de standards et labels reste un outil indispensable pour permettre aux épargnants, et idéalement aux investisseurs institutionnels, de repérer rapidement et en toute confiance les produits financiers les mieux-disants et les plus à même de contribuer à financer et encourager concrètement la transition.

Notre expérience d'investisseur et notre engagement en faveur du développement durable nous amènent à une double vigilance sur le projet d'écolabel européen pour les fonds d'investissement verts. À cet égard, la part d'un

fonds devant être verte, selon la future taxonomie européenne, pour obtenir le label est un enjeu à la fois technique et philosophique. Un niveau élevé de « part verte » est crucial pour assurer d'une part un véritable signal aux entreprises, d'autre part la crédibilité de l'écolabel auprès des épargnants. Le label doit également s'accompagner d'exclusions fortes et d'un niveau élevé de transparence, qui assureront qu'aucun épargnant ne puisse se sentir « trompé sur la marchandise ». En outre, pour assurer un véritable impact de ces fonds verts en matière de développement durable, ces exigences se doublent de la nécessité d'écolabeliser un niveau significatif d'encours au niveau européen, en particulier pour les fonds en actions. Le niveau d'ambition verte de l'écolabel doit donc être fort mais rester réaliste et équilibré pour permettre son développement. Il devrait en outre prévoir, dans son cahier des charges, une progression continue de son niveau d'exigence dans les années à venir. C'est ainsi qu'à notre sens, il deviendra un outil utile aux épargnants et à la transition, à même de faire évoluer le marché au niveau des investisseurs comme des émetteurs.

## BIODIVERSITÉ : CE QUI SE CONÇOIT BIEN SE MESURE CLAIREMENT

Face à l'effondrement en cours de la biodiversité, la communauté internationale se mobilise de plus en plus afin de favoriser l'émergence d'un cadre réglementaire permettant d'inverser la tendance. Le secteur privé prend aussi progressivement conscience de sa responsabilité sur le sujet et cherche à s'engager sur la question.

Dans ce contexte, en janvier 2020, Mirova, en collaboration avec [AXA Investment Managers](#), [BNP Paribas Asset Management](#) et [Sycomore Asset Management](#), a lancé un [appel à manifestation](#) d'intérêt pour mieux quantifier les

impacts des entreprises cotées sur la biodiversité. Cet appel a permis de contribuer à mobiliser la place sur ces questions. 30 investisseurs représentant 6 000 Md€ ont manifesté leur intérêt pour la démarche à travers une déclaration commune d'investisseurs. Près de 14 offres ont été présentées, regroupant des acteurs très variés du monde de la notation développement durable, du conseil ou des académiques. Le processus de sélection s'est achevé en septembre, et a distingué l'offre portée par [Iceberg Data Lab](#) et [I Care & Consult](#).

Ce choix marque le lancement d'une nouvelle étape dans la construction

d'un indicateur biodiversité. Ce partenariat devrait aboutir d'ici fin 2021 à une première quantification des impacts négatifs et positifs de nos investissements sur la biodiversité, sur l'ensemble de leur cycle de vie. À l'image des travaux engagés depuis plusieurs années sur le carbone, la mise en place d'indicateurs autour de la biodiversité devra permettre d'affiner nos choix de gestion, de mobiliser nos clients et surtout de participer à l'évolution des pratiques au sein des entreprises et des projets dans lesquels nous sommes impliqués.

28 Carte d'influence

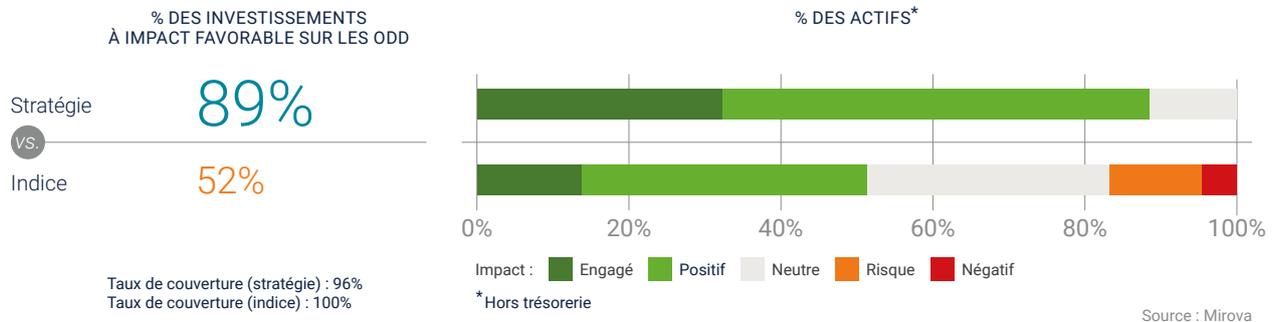
29 Directive concernant les marchés d'instruments financiers

## Mirova Actions consolidé

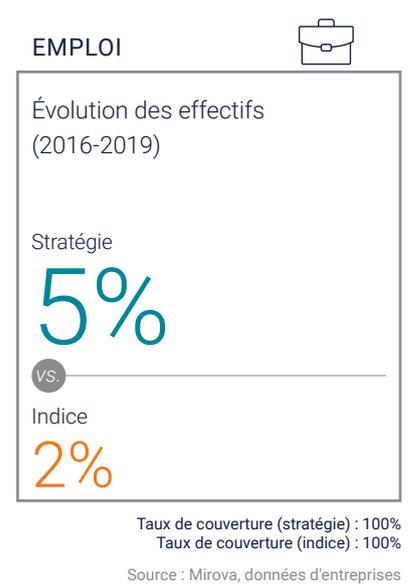
30/09/2020 – Index: MSCI Europe

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

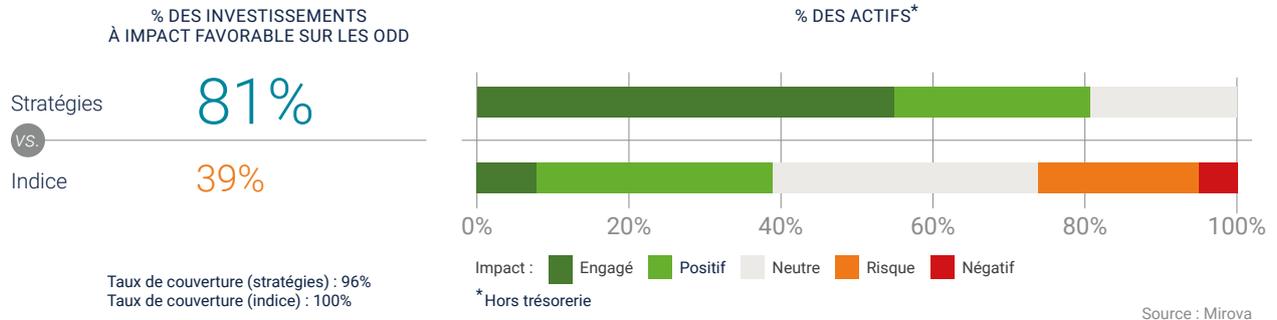


# Mirova Taux consolidé

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

Stratégies

**+1.5°C**

vs.

Indice

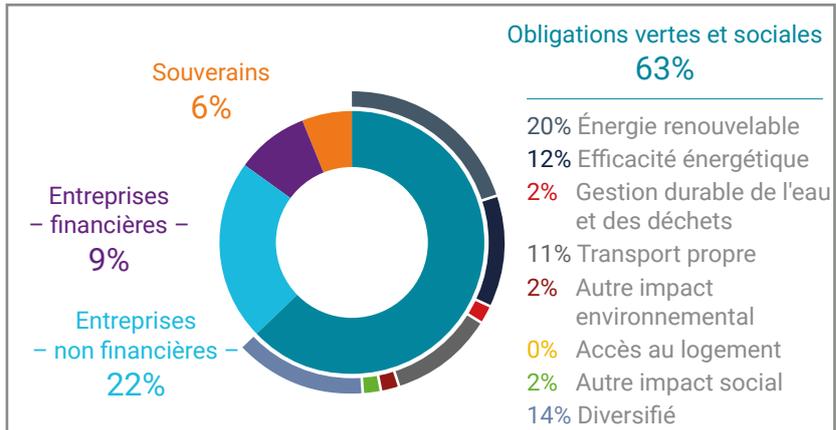
**+4°C**

Taux de couverture (stratégies) : 76%

Taux de couverture (indice) : 88%

Source : Carbone4/Mirova

### OBLIGATIONS VERTES ET SOCIALES



## Cartographie de l'impact sur les ODD



Octobre 2020  
Achevé de rédiger le 14 Octobre 2020

Ont participé à ce numéro :

David Belloc .....	Cross Asset Portfolio Manager
Hélène Champollion-Morel .....	Head of Communication
Laurène Chenevat .....	SRI Analyst and Advocacy Officer
Mathilde Dufour .....	Deputy Head of Sustainability
Emmanuel Gautier .....	Portfolio Manager - Impact Investing
Thomas Giroux .....	Financial Engineer
Hervé Guez .....	CIO Equity & Fixed Income
Bertrand Rocher .....	Fixed Income Portfolio and Senior Credit Analyst
Ladislav Smia .....	Head of Sustainability
Christine Tricaud .....	Portfolio Manager
Anna Vaananen .....	Senior Portfolio Manager

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

**NATIXIS INVESTMENT MANAGERS**  
Société anonyme  
RCS Paris 453 952 681  
43, avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris  
Natixis Investment Managers est une filiale de Natixis.

**MIROVA US**  
888 Boylston Street, Boston, MA 02199. Tél. 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

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

## 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. 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.