

*Comprendre les marchés*

## L'affaire Danone-Faber : La transition vers un capitalisme responsable ne sera pas un long fleuve tranquille !

*Agir sur les marchés*

Darling Ingredients, championne du diesel renouvelable  
et de l'économie circulaire

*S'engager*

La forêt de la discorde

*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.

# L'affaire Danone-Faber : la transition vers un capitalisme responsable ne sera pas un long fleuve tranquille !

Depuis que des fonds activistes sont entrés au capital de cette entreprise iconique de la responsabilité sociale d'entreprise (RSE) et ont demandé puis obtenu le départ de son CEO<sup>1</sup>, nous nous étonnons du tour qu'a pris le débat médiatique. D'aucuns auraient pu s'attendre à ce que face à la violence de la campagne de déstabilisation visant Emmanuel Faber, soit questionné le bien fondé des accusations de ces actionnaires activistes ; soient recherchées leurs motivations ; soient interrogées leurs préconisations puis leurs conséquences. Rien de tout cela, ou si peu. Le seul débat qui a fait rage a consisté à savoir si Danone et son CEO n'en faisaient pas trop sur la RSE au détriment de l'attention qu'ils devraient porter à la création de valeur actionnariale! C'est avec une réelle déception que nous constatons que les investisseurs qui, à en juger du moins par leurs déclarations d'intentions, se prétendent convertis à l'investissement socialement responsable (ISR), ont plongé tête la première dans ce débat piégé sans le moindre discernement et hélas souvent, avec des arguments similaires aux investisseurs qui ne prennent pas la peine de faire semblant d'accorder

une place quelconque à la valeur environnementale et sociale de leurs investissements.

Nous voulons donc le réitérer : la façon dont ce débat a été posé et les arguments avancés montrent que la transition vers un capitalisme responsable demeure une bataille loin d'être gagnée. Prenons le temps de décortiquer les deux

principaux arguments avancés pour mesurer à quel point la conception de ce en quoi consiste une entreprise responsable reste largement incomprise tant par les investisseurs – qu'ils se disent responsables ou non – que par la grande majorité des économistes, professionnels, chroniqueurs ou commentateurs.



1. Chief Executive Officer, équivalent du PDG (Président-Directeur Général)

« Emmanuel Faber a échoué puisque le cours de bourse de Danone affiche du retard par rapport à celui de ses concurrents ».

Nous croyions naïvement que la Business Roundtable<sup>2</sup> avait enterré le principe de la Shareholder Value<sup>3</sup>; la voilà reprise *ad nauseam* sans le moindre recul. Rappelons-le alors : l'ISR apporte d'abord une réponse au fonctionnement défaillant d'un capitalisme et d'un marché qui, en faisant de la valeur actionnariale leur seule préoccupation ont en partie alimenté les deux plus grandes crises auxquelles nous nous trouvons confrontés et qui menacent la soutenabilité de nos sociétés, et donc des sociétés : la crise écologique et celle de la montée des inégalités. La réussite d'une entreprise et de son management ne doit et ne peut plus se juger à un instant T sur les mérites comparés des TSR (total shareholder returns<sup>4</sup>), mais sur moyen-long terme, par sa performance opérationnelle et la qualité de ses impacts environnementaux et sociaux. Or les résultats financiers de Danone, certes logiquement affectés par la crise sanitaire, restent de bonne facture. Quant aux résultats environnementaux et sociaux, ils sont également bons. Que le TSR ait quelque retard par rapport à celui de ses concurrents est bien évidemment un élément à prendre en considération mais sans le décontextualiser (n'oublions pas que les concurrents ne sont pas exactement comparables, la période d'observation peu pertinente et les marchés volatils), ni en faire l'étalon unique de la performance d'une équipe de direction.

« Une bonne RSE ne doit pas empêcher de bons résultats financiers ».

Certes. Mais une bonne RSE ne se juge pas non plus par la qualité des résultats financiers ! Essayer d'établir une corrélation linéaire et stable dans le temps entre RSE et résultats financiers revient à ne rien comprendre (ou feindre de) à ce que recherche la RSE. La RSE n'a pas pour objet d'améliorer les résultats financiers à court terme d'une entreprise. Elle ne lui est pas subordonnée non plus. Les résultats financiers représentent une condition nécessaire à la mise en œuvre d'une bonne RSE, de même qu'une bonne RSE est une condition à la soutenabilité à long terme des résultats financiers. Mais il faut vraiment n'avoir aucune connaissance des enjeux stratégiques du développement durable pour ignorer que certaines transformations nécessitent des investissements et pèsent sur la rentabilité de court terme. Il s'agit bien du rôle des actionnaires qui se veulent responsables que d'apporter ce capital patient, qui permettra à l'entreprise de se transformer, de contribuer à un système économique soutenable pour tous, et d'en tirer ensuite profit à moyen-long terme.

Nous sommes actionnaires de Danone pour le compte des investisseurs qui nous ont confié leur épargne. Nous ne pouvons que regretter qu'une crise de confiance entre un Conseil d'administration et le CEO ait pu se voir trancher sous la pression d'actionnaires activistes rentrés récemment au capital et qui n'y resteront probablement pas longtemps. Nous regrettons également que cette crise de gouvernance ait permis

de renouer avec ce débat factice qui oppose de façon automatique rentabilité actionnariale et politique RSE. Au-delà de ces regrets, nous pèserons de notre poids d'actionnaires responsables afin que la RSE et le statut de société à mission restent au cœur du projet d'entreprise de Danone (l'adoption de la société à mission a été votée par plus de 99% des actionnaires en juin 2020<sup>5</sup>) et que l'équipe de direction ne soit ni jugée, ni rémunérée, sur des seuls critères boursiers de court terme, qui ont déjà coûté assez cher aux marchés financiers et à la société. Nous croyons dans la justesse d'une vision qui vise à inscrire Danone comme le leader d'une alimentation saine pour les hommes et la planète et qui renforce ses liens avec les communautés locales, notamment avec des marques de proximité. Couplée avec une bonne gestion des talents, et une saine gestion économique et financière, nous ne doutons pas que notre capital prospérera.

Au-delà du cas Danone, ce débat montre qu'il est urgent d'ouvrir une réflexion sur la gouvernance et le rôle des actionnaires. Les actionnaires désignent aujourd'hui des personnes physiques ou morales dont les motivations sont trop différentes pour être traitées de façon uniforme. Peut-être est-il temps de réfléchir à ce que pourrait devenir un « pacte d'actionnaires responsables » qui impliquerait des devoirs (capital patient, vote en Assemblée Générale, soutien à une RSE ambitieuse) mais aussi des droits particuliers (représentation spécifique dans les instances de gouvernance, droits de vote multiples, paiement du dividende en actions avec décote...) ?

2. Groupe des PDG des plus grandes entreprises américaines

3. Valeur pour l'actionnaire

4. Le rendement total pour les actionnaires

5. Source : *Le Monde* – 23/04/21

FOCUS

# Bascule vers l'Asie : les marchés financiers vont-ils devenir illibéraux ?

Il nous paraissait inéluctable que le Président Biden poursuive peu ou prou la politique initiée par ses deux prédécesseurs sur le dossier des relations commerciales avec la Chine ; nous l'évoquions d'ailleurs dans notre newsletter parue le premier février ([Mirova#6 : Le modèle occidental est-il à l'ouest ?](#) p. 3). Depuis, plusieurs épisodes ont en effet témoigné d'une résurgence

nette des tensions dont beaucoup pensaient pourtant que le nouvel occupant de la Maison Blanche les calmerait. Les échanges entre les deux puissances lors du sommet qui se tint en Alaska en mars dernier ont ainsi surpris les observateurs par le ton fort peu diplomatique des reproches, voire des invectives, qu'elles s'adressèrent l'une à l'autre. Nous avons

déjà prévenu à propos de cette lutte entre les deux géants planétaires : il ne s'agit pas pour eux de régler un simple contentieux cantonné au déséquilibre de leurs balances commerciales, mais d'une rivalité géopolitique pour l'accès aux ressources et la constitution de zones d'influence, et politique pour la défense de deux modèles de gouvernement fort différents.

## Chine - États-Unis : le conflit va durer, pas dégénérer

Si les marchés ont relativement vite appris à intégrer les données du conflit commercial sino-américain, à passer outre ses soubresauts et à en comprendre les enjeux sous-jacents, il semble qu'ils ne sachent pas encore comment s'y prendre pour mesurer les implications de la rivalité géopolitique et politique qui va forcément s'installer dans la durée.

Certains intervenants de marché jugent prématuré de s'en préoccuper, quand d'autres perçoivent déjà dans les signaux émis à Pékin et Washington des risques majeurs d'un affrontement à venir, le sort de Taïwan leur paraissant bien entendu

voué à fournir le prétexte ou le déclencheur de telles extrémités. Toutefois, s'il semble parti pour durer, ce conflit ne devrait pas déborder militairement. D'abord parce que l'US Navy<sup>6</sup> n'a désormais plus les moyens de protéger l'intégrité territoriale de l'île rebelle : la Chine, grâce à ses chantiers navals, a quadruplé le nombre de ses bâtiments de guerre en vingt ans avec désormais environ 400 navires. Elle dispose par ailleurs de bases aériennes proches de Taïwan, que quelques F-16, tels ceux que vient d'envoyer l'US Air Force en mer de Chine, ne pourraient pas contrarier, faute de rayon d'action suffisant depuis le Japon où ils

stationnent. Par ailleurs, la flotte navale chinoise, par sa composition, ne semble pas vraiment conçue pour provoquer les États-Unis sinon pour assurer la sécurité de certaines liaisons avec ses fournisseurs de matières premières sans doute. Ensuite, la Chine préférera maintenir une trajectoire ascendante sans conflit ; cela lui a bien réussi ces dernières décennies, et il n'y aurait aucune rationalité à faire voler en éclats une stratégie si efficace, d'autant qu'elle dispose de beaucoup de moyens pour mener ce combat souterrain.

## Xi Jinping a lu Sun Tzu

Tout le monde a lu (un peu) L'art de la guerre de Sun Tzu, ouvrage si abondamment cité que s'y référer tient de la copie d'élève de terminale. L'évoquer nous rajeunira donc, mais surtout, permettra de rappeler que la Chine maintient une forte propension à vouloir vaincre sans combattre :

or, Xi Jinping et les dirigeants du Parti Communiste chinois ont bien compris qu'elle ne manquait pas de leviers pour ce faire :

- **la stabilité monétaire** : les excédents qu'engrange la Chine lui procurent les marges de manœuvre pour mener une politique monétaire

assez cohérente et à même de séduire ses partenaires commerciaux, qui peuvent de plus en plus commercer avec elle en Yuan directement, sans passer par le Dollar ; tandis que BoE<sup>7</sup>, BCE<sup>8</sup> et FED<sup>9</sup> font gonfler leurs bilans à des rythmes historiquement élevés, la monnaie

6. Marine de guerre des États-Unis

7. Bank of England (Banque d'Angleterre)

8. Banque Centrale Européenne

9. Banque Centrale des États-Unis, aussi appelée Réserve fédérale des États-Unis

chinoise paraît un havre de stabilité, ce qui peut en faire un ersatz d'étalon-bis, aux côtés du dollar, du moins à terme.

• **Hong Kong** : cela a suscité des remous et des protestations, mais Pékin a repris en main Hong Kong, une place financière d'envergure mondiale dont elle voudra se servir pour peser sur les marchés de la dette et des changes, ce qui lui manquait. Nous nous étonnons qu'en dehors du Royaume-Uni, peu d'observateurs, à notre connaissance du moins, aient relevé l'importance que cette mise sous tutelle totale de Hong Kong signifie à terme pour la puissance financière de la Chine qui a fait là une excellente opération, à défaut d'avoir renforcé sa popularité.

• **la Mondialisation** : inutile d'y revenir, la Chine ressort comme la grande gagnante de la mondialisation voulue par l'Occident. Mais il faut bien voir que celle-ci a aussi résulté en une situation de dépendance inextricable envers l'empire du Milieu : ses ressources en terres rares, son tissu de sous-traitance industrielle pour l'Occident, l'effectif de ses classes moyennes qui croît toujours et représente un marché désormais vital pour une immense partie des producteurs de la planète (voitures allemandes et américaines, vin et maroquinerie français, minerais africains, blé argentin, pétrole iranien, etc.) Désormais, trop de parties prenantes ont intérêt à ménager la Chine parce que s'extirper de l'écheveau de liens qu'elles ont tissés avec ce pays leur vaudrait au mieux

une perte sèche, voire serait tout simplement impossible.

• **Internet et les crypto-monnaies** : une partie croissante de la consommation mondiale se tient désormais sur Internet – environ un tiers en Chine même. Si on y ajoute le statut d'étalon implicite à venir du Yuan et la prépondérance de la base productrice chinoise dans la valeur ajoutée mondiale, l'on obtient une situation propre à affaiblir les monnaies occidentales si la Chine acceptait de facturer et de payer en une crypto-monnaie ; cela créerait un bimétallisme à demi numérique sous contrôle de Pékin, lequel subtiliserait aux États-Unis leur privilège monétaire. Il s'agit selon nous du pire scénario pour l'Occident, qui n'aurait guère d'options pour s'y opposer frontalement après vingt ans de création

monétaire tous azimuts, sinon à d'en finir avec la Mondialisation, ce qui, on l'a vu, n'aurait rien d'aisé ni de gratuit. En somme, les marchés financiers vont devoir apprendre à comprendre un monde qui ne sera plus dominé par l'Occident et ses agents, auxquels ils s'étaient habitués cent ans durant, mais dont le pivot se déplacera en Asie, continent qu'ils connaissent en fait de manière encore très approximative. Tant les activités des entreprises asiatiques que leur comptabilité, leur communication financière, les mœurs de leur management, les comportements de leurs clients, que les contextes social et juridique dans lesquels elles évoluent demeurent méconnus aujourd'hui. Il y a tout à faire, tout à apprendre, et beaucoup d'argent à gagner.



## Finance illibérale ou finance durable : il faudra choisir

Certes éculé, le thème de la bascule économique de l'Occident vers l'Asie apparaît étayé, bien qu'il faille le tempérer par la lenteur du processus y menant. Les marchés financiers ont vocation à accompagner cette bascule et l'habituel pragmatisme de leurs décideurs devrait leur épargner des tourments trop cruels au moment d'abandonner l'Occident pour l'Orient lointain. En théorie du moins, car à l'heure où tous

prétendent adhérer aux principes de l'ISR, peuvent-ils négliger la question, plus politique celle-là, des modèles de gouvernance que la Chine voudra conserver ?

En clair, les marchés tels qu'ils existent actuellement auraient-ils intérêt à aider au développement de régions régies par des régimes autoritaires ? Nous l'avons déjà écrit à propos des inégalités sociales dans notre newsletter parue en

janvier 2020 ([Mirova#3 : Les marchés devraient-ils s'inquiéter des inégalités sociales ?](#) p. 3) et appliquons la même logique quant au respect de critères démocratiques : nous ne pensons pas que contribuer à renforcer, en les finançant, les régimes non démocratiques et leurs agents économiques se révèle dans l'intérêt collectif des détenteurs et gérants de capitaux occidentaux. Il paraît acquis que

certains céderont tout de même à la tentation de prendre leur parti de ce monde sino-centré à venir pour y chercher des profits : entre leurs convictions, parfois bien récentes, favorables à l'ISR, et le soutien à des régimes durs, il faudra pourtant choisir. Les masques tomberont, les façades ISR de certains acteurs qui n'y croient que sur leurs slideshows<sup>10</sup> aussi.

Le modèle occidental n'a pas la prétention de s'estimer parfait, ni celle de vouloir s'exporter par la force. Mais s'il veut conserver sa cohérence et son attractivité, au moment où la préservation de l'environnement et de

la société devient un objectif affiché voire consensuel, la finance durable devra forcément faire le tri : financer des pays asiatiques démocratiques ou en passe d'entamer une transition démocratique deviendra l'un de ses métiers essentiels. En revanche, financer ceux pour lesquels ne se dessine pas le moindre espoir d'abandon de leur autoritarisme relèverait d'un contresens pas moins intrigant que celui de voir la finance, soi-disant chantre du libéralisme, s'accommoder de l'illibéralisme.

Le communisme chinois a amadoué le capitalisme occidental en lui offrant des coûts bas, très bas,

avant de refermer son piège sur les classes populaires, puis sur les classes moyennes inférieures, puis sur les classes moyennes supérieures d'Europe et des États-Unis. Aujourd'hui, c'est au tour de l'illibéralisme chinois de séduire les marchés libéraux en leur offrant une politique monétaire stable, un centre financier mondial et des perspectives économiques. L'issue sera la même : le piège se refermera. Il est encore temps de l'éviter.



# L'essentiel sur les marchés

## Une tendance haussière pour les marchés jamais vraiment démentie

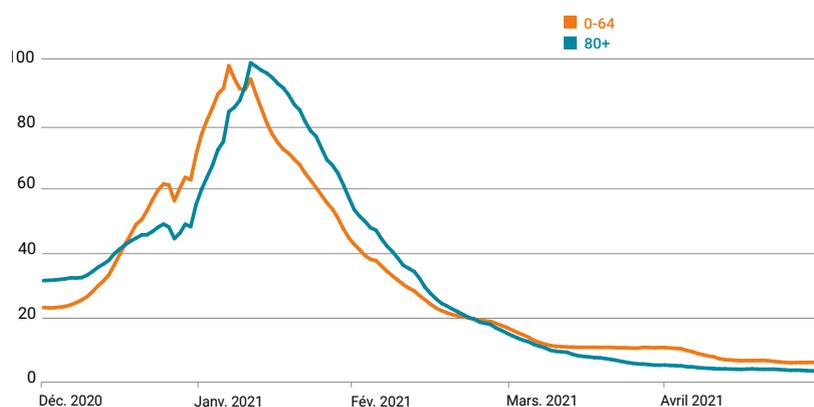
Les actifs risqués, notamment actions, ont progressé de façon quasi continue depuis le début de l'année. Ce mouvement haussier ne s'est jamais tout à fait démenti, malgré deux mouvements de consolidation : le premier est survenu fin janvier lorsque des hedge funds<sup>11</sup> ont dû couper une partie de leurs positions dans le cadre de l'affaire Gamestop. L'autre mi-février, après la violente accélération du taux 10 ans américain qui a entraîné des prises de profit massives sur les actions à durée longue.

Globalement, i) la robustesse de la dynamique macro, y compris en Europe où la nouvelle vague épidémique a conduit à des mesures supplémentaires de confinement, et ii) l'engagement des banques centrales et des gouvernements, notamment américain via la mise en place de nombreux plans de relance, ont alimenté un fort niveau d'optimisme sur les marchés. En outre, les investisseurs ont pu se projeter dans l'après Covid, rassurés par

l'efficacité vaccinale dans des pays où les campagnes ont le plus d'avance.

Il est vrai que les nouvelles côté macro sont plutôt bonnes. Aux États-Unis, le PIB progresse de

FIG.1 ROYAUME-UNI : NOUVEAUX CAS, LISSÉ SUR 7 JOURS  
BASE 100=PIC DES NOUVEAUX CAS



Source : NHS, Cahiers verts de l'économie

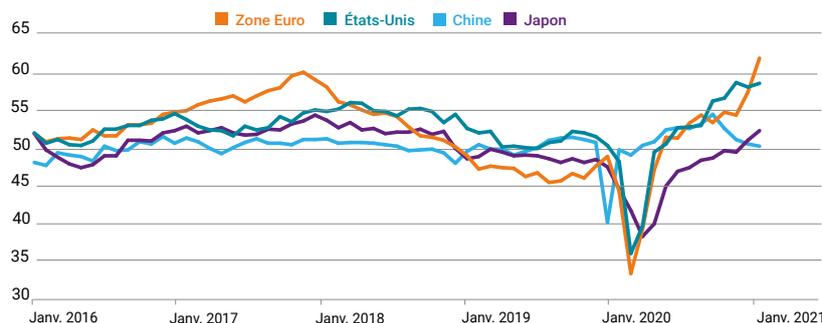
10. Diaporama

11. Fonds spéculatifs



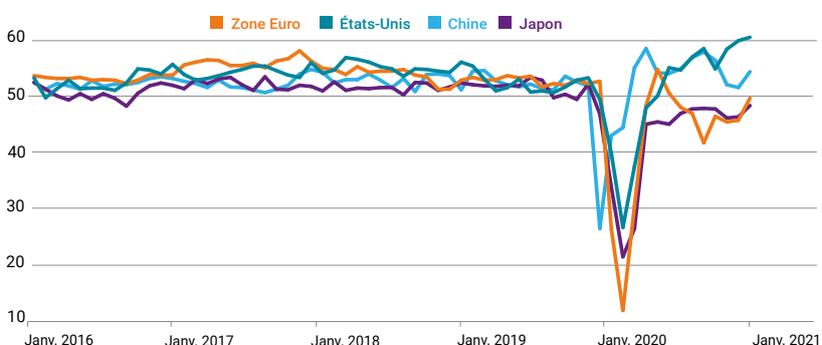
6,4 % en rythme annualisé au premier trimestre, selon les chiffres publiés par le BEA<sup>12</sup>. Le succès de la campagne de vaccination, ainsi que l'impulsion du stimulus budgétaire de 1 900 Md\$ adopté par le Congrès en mars, auront un impact très positif sur l'activité au second trimestre. Les indicateurs sur le sentiment des industriels (indices PMIs<sup>13</sup>, ISM<sup>14</sup>) dans le secteur manufacturier et des services atteignent des niveaux historiques. Les indicateurs de mobilité repartent à la hausse, l'emploi se redresse sensiblement, particulièrement au sein des secteurs les plus affectés par la crise sanitaire tels que l'hôtellerie, la restauration, le tourisme ou la santé. Par ailleurs, la réserve d'épargne des ménages américains n'a quasiment jamais été aussi élevée (8 % du PIB<sup>15</sup>) : de quoi soutenir la consommation à l'avenir. Même s'il est entendu qu'une part importante de cette épargne demeure entre les mains des ménages les plus aisés, notamment après l'envolée des cours boursiers depuis un an.

FIG.2 MONDE : PMI MANUFACTURIER



Source : Bloomberg, Mirova

FIG.3 MONDE : PMI SERVICES



Source : Bloomberg, Mirova

## Biden au service du climat et de la réduction des inégalités

Joe Biden entend orienter sa politique de relance vers l'emploi, le climat et les classes moyennes. Après l'annonce de 1 900 Md\$ dédiés principalement à des aides à caractère social (American Rescue Plan<sup>16</sup>), les détails de ses deux futurs plans ont été dévoilés fin avril : l'un de 2 300 Md\$ axé sur le renouvellement des infrastructures du pays, avec un focus particulier sur les investissements verts (American Jobs Plan<sup>17</sup>), l'autre de

1 800 Md\$<sup>18</sup> pour aider les familles et promouvoir l'éducation (garde d'enfants, congés parentaux, école maternelle universelle, bourses, crédit d'impôts, etc.) Le tout sur dix ans et financé en partie par des hausses d'impôt sur les sociétés et les ménages les plus fortunés. Le plan d'infrastructures se décompose en plusieurs volets : la modernisation des transports (routes, ponts) avec la construction notamment d'un réseau de

500 000 points de chargement pour véhicules électriques d'ici 2030<sup>19</sup>, la modernisation des réseaux électriques afin de favoriser le déploiement des énergies renouvelables, un focus sur le sujet de l'efficacité énergétique des bâtiments, le développement de l'emploi et l'innovation dans des technologies d'avenir telles que les semi-conducteurs ou les batteries électriques, ou encore un plan en faveur de la dépendance pour les personnes âgées.

12. Bureau of Economic Analysis ou Bureau d'analyse économique

13. Purchasing Managers Index ou Indice des Directeurs d'Achat

14. Institut for Supply Management ou l'institut de gestion de l'approvisionnement

15. Source : Cahiers verts

16. Plan de relance américain

17. Plan américain pour l'emploi

18. Source : NY Times – Cahiers verts

19. Source : NY Times – Cahiers verts

On le voit, les États-Unis veulent devenir une force de premier plan dans la lutte contre le réchauffement climatique. Biden a ouvert le sommet climat organisé fin avril, en annonçant que les États-Unis réduiraient de moitié leurs émissions de carbone d'ici 2030 par rapport aux niveaux de 2005 (année correspondant au pic historique). Il a également mis au défi les « retardataires climatiques » de rejoindre la course aux investissements pour un avenir plus durable et une économie plus prospère : une manière de mettre la pression notamment sur la Chine dont les émissions de carbone ont augmenté de plus de 200 % depuis 2000 et représentent à présent 30 % des émissions mondiales<sup>20</sup>.



## L'horizon devrait enfin se dégager en Europe

En Europe aussi, le plan de relance décidé en juillet dernier, qui vise à renforcer la croissance de long terme tout en la rendant compatible avec la transition écologique, entre dans la dernière ligne droite, même si les réticences des pays dits « frugaux » ne sont pas encore toutes levées. Le plan représente une réelle avancée, qui va dans le sens d'une solidarité financière nouvelle au sein de la zone et permettra à l'Europe de ne pas reproduire les erreurs commises lors de la crise de 2008. Le plan est évalué à environ 800 Md € : environ 400 Md €<sup>21</sup>, devront se répartir entre les États sous forme de subventions dont le montant variera en fonction de la situation économique de chacun ; le reste sera distribué sous forme de prêts. Chaque pays présentera un plan décrivant dans le détail les investissements qu'il prévoit, sachant qu'un minimum de 20 % doit être consacré au numérique et 37 % à la transition verte<sup>22</sup>.

Avec quasiment 200 Md € de subventions et prêts octroyés ainsi que 30 Md €<sup>23</sup> de nouveaux investissements financés directement par le gouvernement, le plan de relance italien est le plus vaste en Europe et vise à « changer l'Italie », selon les mots de Mario Draghi : numérisation, éducation/recherche, infrastructures, cohésion sociale, santé et croissance verte en constitueront les principales missions. D'autres plans nationaux suivront. En attendant, malgré un premier trimestre à nouveau en légère contraction à la suite de la recrudescence des mesures sanitaires sur fond de troisième vague Covid, les perspectives économiques en Zone Euro se sont largement redressées ces derniers mois. L'indice PMI manufacturier atteint des niveaux records et le secteur des services, même s'il reste fortement contraint, surprend positivement. La confiance des ménages européens affiche elle aussi une tendance haussière

et retrouve son niveau pré-Covid. Les progrès de la vaccination apparaissent comme suffisamment solides pour permettre une réouverture progressive de l'économie dans les prochaines semaines et envisager un retour à la normale pour la saison estivale. La croissance va mécaniquement s'accélérer aux deuxième et troisième trimestres grâce à une reprise des services et un rebond de la consommation.

20. Source : *futura-sciences*

21. Source : Commission Européenne

22. Source : Commission Européenne

23. Source : Commission Européenne

## Pression inflationniste et politique monétaire

Ailleurs dans le monde, les performances économiques des pays semblent plus contrastées, directement liées à leur situation sanitaire ainsi qu'à leur capacité à distribuer les vaccins et à lever les contraintes sanitaires. De nombreux pays émergents ne parviennent toujours pas à contrôler l'épidémie. Néanmoins, le commerce mondial poursuit son redressement et bénéficie d'une forte demande en produits manufacturés (produits électroniques, biens d'équipement...) avec pour conséquence l'apparition de goulets d'étranglement et des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, qui s'installent parfois dans la durée. Cumulés à la hausse du coût des transports (fret maritime), de l'énergie et des matières premières, il en résulte une hausse des prix à la production et

des anticipations d'inflation. Doit-on craindre ces pressions inflationnistes ? Comment les banques centrales réagissent face à ce nouvel environnement ? Pour la Fed, comme pour la BCE, il s'avère urgent d'attendre avant d'envisager un changement de politique monétaire. Emploi et inflation (au-delà des effets de base) restent loin de leurs objectifs. Le taux de chômage, retraité du taux de participation aux États-Unis, reste largement supérieur à celui observé avant la crise du coronavirus, avec plus de 8M d'emplois en moins par rapport à celui de début 2020. Le supplément de demande intérieure, dopée par les plans de relance et la réouverture de l'économie, ne génère pas d'inflation salariale pour le moment car les biens consommés sont majoritairement manufac-

turés à l'étranger et importés. Seule une forte consommation de services produits localement pourrait changer la donne, mais peu de chances d'assister à des pressions sur les salaires à court terme compte tenu de la situation du marché de l'emploi. Quant aux facteurs responsables de la hausse des coûts de production, la Fed estime qu'ils sont transitoires et que la situation devrait se normaliser progressivement. Autrement dit, la Fed n'envisage pas de réduction de son programme d'achat d'actifs (120 Md\$ par mois aujourd'hui) avant de constater une réelle décroe du taux de chômage couplée à des attentes d'inflation long terme bien ancrées au-dessus de 2%<sup>24</sup>, ce qui devrait prendre encore un peu de temps. La question du calendrier de réduction du bilan de la Fed devient clé pour les marchés.

Même chose pour la BCE, qui s'est vue contrainte d'intervenir en mars via une intensification de son programme d'achat d'actifs en réaction à la hausse des taux longs euro, considérant le rebond de l'inflation comme ponctuel et les conditions de reprise encore fragiles. Toutefois, lorsque les restrictions sanitaires seront levées et la croissance au rendez-vous d'ici quelques mois, il est probable qu'elle réduise ses interventions, de nature à alimenter une hausse graduelle du taux dix ans allemand, tout en veillant à l'évolution de l'OAT<sup>25</sup>, du bonos<sup>26</sup> et du BTP<sup>27</sup>.

FIG.4 INDICE DU FRET CONTENEURISÉ DE SHANGHAI



Source : Bloomberg, Mirova

## Comment se positionner dans cet environnement ?

Comme anticipé, les actifs risqués ont continué à surperformer ces derniers mois. La robustesse de la dynamique macro et l'engagement des banques centrales l'ont emporté sur le rebond épidémique et l'apparition de multiples variants.

Le potentiel d'appréciation actions se fait désormais plus faible à court terme, compte tenu des niveaux de valorisation et d'un certain nombre d'indicateurs techniques. Néanmoins, nous ne voyons pas de réels obstacles de nature à changer

notre scénario long actifs risqués et considérerions toute correction de marché comme une opportunité pour renforcer nos positions. La principale menace – temporaire – à la poursuite du mouvement haussier proviendrait davantage

24. Source : Federal Reserve

25. Obligation assimilable du Trésor

26. Obligations espagnoles

27. Bon du Trésor d'Italie

d'un changement de ton des banques centrales, laissant présager un ralentissement de leur programme de rachat d'actifs, mais nous l'anticipons plus tard dans l'année. Et cela paraîtra supportable, si le momentum positif de révision de bénéfices auquel nous assistons depuis le début de l'année et que la saison des résultats au premier trimestre a jusqu'à présent amplement confirmé, perdure par la suite.

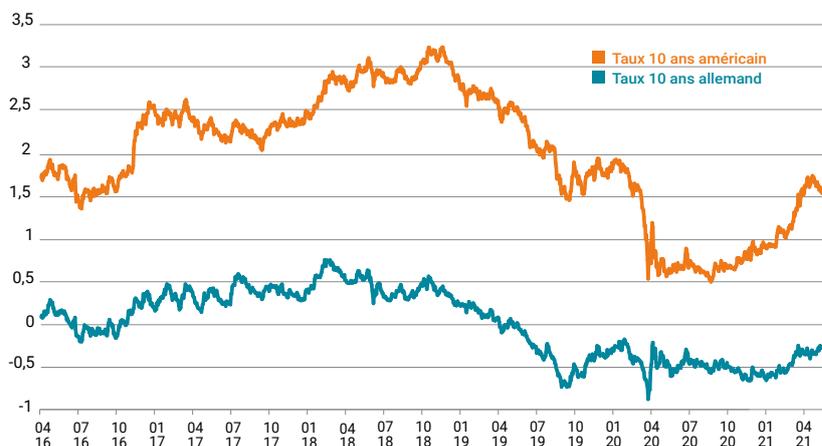
Au final, nous maintenons notre surpondération actions, même si nous l'avions partiellement réduite fin avril, avec une préférence pour les actions européennes (risque de taux d'intérêt plus faible qu'aux États-Unis, potentiel de bonne surprise niveau macro, valorisation et positionnement investisseurs plus intéressant en relatif). Nous continuons à favoriser certains secteurs value bénéficiant de la hausse des taux ainsi que les valeurs bénéficiant des plans de relance. Nous renforçons la thématique énergies renouvelables qui a souffert en ce début d'année. Au sein des défensives, nous privilégions le secteur pharma, très décoté par rapport au marché malgré un fort potentiel de croissance. Nous anticipons toujours une hausse graduelle des taux longs et maintenons notre sous-pondération obligation souveraine, notamment

FIG.5 VALEUR MSCI/CROISSANCE MSCI



Source : Bloomberg, Mirova

FIG.6 TAUX 10 ANS AMÉRICAIN ET ALLEMAND



Source : Bloomberg, Mirova

États-Unis, ainsi que notre long high yield<sup>28</sup> et la dette périphérique crédit, avec une préférence pour le européenne (interventions BCE).

28. Haut rendement



# Darling Ingredients, championne du diesel renouvelable et de l'économie circulaire



Peu identifiée par les acteurs de l'ESG, Darling Ingredients occupe pourtant une position unique de producteur de diesel renouvelable de premier plan, contribuant à la diminution des émissions de gaz à effets de serre des transports.

Le secteur des transports est responsable d'environ 30 % des émissions de gaz à effet de serre (GES) aux États-Unis. Ainsi, la décarbonation des transports est essentielle pour permettre au pays d'atteindre l'objectif de zéro émission nette à horizon 2050. La Californie, qui compte pour 7 % des émissions de GES américaines, a été le premier État à s'attaquer au problème, avec le lancement de la norme sur les carburants à faible teneur en carbone (Low Carbon Fuel Standard, ou LCFS), un programme californien géré par l'Agence pour la qualité de l'air de l'État de Californie aux États-Unis (California Air Resources Board ou CARB). La LCFS s'applique aux carburants utilisés dans les transports, tels que le diesel et l'essence. L'objectif initial de la LCFS californienne était de réduire l'intensité carbone (IC) des carburants employés dans les transports de 10 % d'ici 2020. Cet objectif atteint, l'État a annoncé un nouveau défi, à savoir une réduction de 20 % de l'IC des carburants destinés aux transports à horizon 2030.

L'intensité carbone d'un carburant est calculée à partir des émissions cumulées de GES au cours du cycle de vie du carburant, le cycle de vie regroupant la production, la conversion et l'utilisation des matières premières. Les carburants du mix de carburants destinés aux transports en Californie dont l'IC est inférieur à l'objectif fixé par la CARB génèrent des crédits LCFS, tandis que ceux dont l'IC est supérieur à

cet objectif génèrent des déficits. Quelques 250 Parties réglementées saisissent l'ensemble des informations sur les carburants importés, raffinés ou vendus en Californie dans le système de données de la CARB, afin de se voir attribuer des crédits ou des déficits. Les déficits devant être compensés par des crédits pour respecter la réglementation, le prix des crédits est donc déterminé par l'offre et la demande.

Les carburants à faible IC donnant lieu à des crédits sont notamment l'éthanol, le biodiesel, le diesel renouvelable, le biogaz, l'hydrogène et l'électricité pour les véhicules électriques. Le diesel renouvelable est devenu le plus grand générateur de crédits, avec une part de 25 %, dépassant l'éthanol en 2019. Il se distingue du biodiesel par une combustion plus propre et constitue donc un meilleur substitut au diesel pétrolier. En outre, le diesel renouvelable peut être produit à partir des matières premières présentant le CI le plus faible, telles que les huiles de cuisson usagées (HCU) et le suif. Par conséquent, le diesel renouvelable a la valeur LCFS la plus élevée par gallon, ce qui se traduit par une meilleure rentabilité pour le producteur. Les réductions des émissions de gaz à effet de serre sur l'ensemble du cycle de vie peuvent aller jusqu'à 80 % par rapport au diesel d'origine minérale. Aussi, lorsqu'il est produit à partir de HCU et de suif, il recycle des produits qui, autrement, seraient considérés comme des déchets et

pourraient finir dans des décharges. [Darling Ingredients](#), par le biais de sa joint-venture<sup>29</sup> Diamond Green Diesel (DGD), est le premier producteur de diesel renouvelable en Amérique du Nord. DGD produit du diesel renouvelable à partir d'huiles de cuisson usagées, de graisses animales résiduelles (suif) et d'huile de maïs non comestible, en les transformant en diesel de remplacement. Le réseau de collecte qu'entretient Darling fait de la société le seul producteur verticalement intégré ayant un accès à l'HCU et au suif à faible coût. Darling dispose d'une structure logistique mondiale unique pour la collecte des HCU et du suif, ce qui lui confère un avantage concurrentiel, car les matières premières sont limitées. Darling est le plus grand collecteur de graisses résiduelles et d'HCU aux États-Unis, lui permettant de garantir l'approvisionnement de DGD, alors que les concurrents ou les nouveaux entrants potentiels devraient compter sur un approvisionnement incertain en huiles et graisses à faible coût et à faible indice carbone.

Diamond Green Diesel connaît aujourd'hui une croissance rapide. La capacité de production actuelle,

qui s'élève à 275 M de gallons, devrait passer à 675 M lorsque la phase III de l'expansion de la capacité de la raffinerie Norco, en Louisiane, sera terminée à la fin de 2021. Darling et [Valero](#), son partenaire de joint-venture, ont également prévu de construire une nouvelle installation de 470 M de gallons à la raffinerie de Valero à Port Arthur, au Texas. La mise en service est prévue en 2023, ce qui portera la capacité de production de Diamond Green Diesel à 1,2 Md de gallons de diesel renouvelable. Alors que Darling apportera la chaîne d'approvisionnement intégrée des matières premières, Valero apportera ses connaissances en matière de production et un accès logistique multimodal entrant et sortant. Le diesel renouvelable peut être produit, transporté et utilisé en s'appuyant entièrement sur les infrastructures existantes. Par conséquent, Valero a pu mettre à profit son savoir-faire et ses actifs actuels en matière de raffinerie et de logistique, améliorant encore le profil économique et l'empreinte carbone du produit.

La valeur des crédits LCFS n'a cessé d'augmenter, une tendance qui devrait se poursuivre alors que la réglementation californienne

devient plus exigeante, avec un objectif de réduction de 20% à l'horizon 2030, et que de nouveaux mandats sont lancés dans d'autres États, Washington et Colorado notamment, ainsi qu'à l'international, par exemple au Canada. À lui seul, le Canada représente potentiellement le double de la demande californienne. L'offre continuera d'être limitée. Comme les barrières à l'entrée sont élevées pour ceux qui envisagent d'utiliser l'huile de soja comme matière première, les acteurs qui emploient l'HCU et le suif disposent d'un avantage considérable en termes de marge. Par exemple, les matières premières de Darling/DGD à faible coût et à faible indice carbone confèrent à la société un avantage de près de 0,8 \$/gallon par rapport au diesel renouvelable produit à partir de soja. Nous estimons que DGD va générer une marge d'Ebitda à long terme de 1,5 \$/gallon. Par conséquent, étant donné le profil de croissance du côté de la production, nous nous attendons à ce que l'entreprise connaisse une croissance exceptionnelle de ses flux de trésorerie et de ses bénéfices à l'avenir.

29. Co-entreprise

# Metabolic Explorer, une alternative aux procédés pétrochimiques via des matériaux biosourcés



Metabolic Explorer (METEX), est un laboratoire de recherche spécialisé dans le développement de matériaux biosourcés destinés à adresser de nouveaux marchés en forte croissance. La société offre aux industriels des alternatives viables à partir de ressources renouvelables et contribue à la transition de la pétrochimie vers la biochimie.

METEX développe et industrialise des bioprocédés éco-responsables pour produire des **ingrédients fonctionnels**, en réponse à une demande grandissante de produits biosourcés pour les cosmétiques, l'alimentation animale, et des biomatériaux. À partir de matières premières renouvelables (sucre, glucose, glycérine) et **des procédés de fermentation industriels** innovants et compétitifs, METEX répond aux attentes sociétales des consommateurs et aux enjeux de transition environnementale. Les ingrédients fonctionnels d'origine naturelle sont utilisés dans les nouvelles formulations industrielles, et représentent au total un marché valorisé à 16 Md€<sup>30</sup>. Dans ce domaine, METEX bénéficie d'une très forte franchise scientifique, et dispose de très nombreux brevets. Ainsi en 2019, la vente de son brevet de production de Bio L-méthionine à Evonik (45 M€), a permis le financement du nouveau site de production en Moselle. La construction de sa première unité de production, à travers sa filiale METEX NØØVISTA, permettra la mise sur le marché de PDO (1-3 propanediol) et d'AB (acide butyrique). Le PDO est un ingrédient d'origine naturelle, très recherché pour ses propriétés de conservateur et stabilisateur bactériologique, notamment par l'industrie cosmétique en substitution de molécules reconnues nocives (parabène, formaldéhydes, halogènes). L'acide butyrique (AB), pour sa part, adresse en particu-

lier le marché de l'alimentation animale. METEX propose le premier AB 100 % bio-sourcé, utilisant les matières premières végétales et s'inscrit ainsi dans le mouvement de l'économie circulaire. En 2021, METEX table sur le démarrage opérationnel du site Carling en Moselle, dont la production sera progressivement portée à 6 000 tonnes. La rentabilité de l'usine repose sur deux partenariats stratégiques noués avec [DSM](#) et [Alinova](#). La capacité de production de l'usine PDO/AB est totalement contractée, dans le cadre de partenariats commerciaux de long terme, pour sécuriser la rentabilité de l'usine.

Par ailleurs, METEX développe une plateforme technologique ALTANØØV, pour raccourcir très significativement les temps de développement de procédés de fermentation. Là encore, METEX vise une grande diversité de marchés cibles d'ingrédients fonctionnels : la nutrition/santé animale, la nutrition humaine, les fibres textiles performantes, les biomatériaux, les cosmétiques, etc. La société dispose de produits en développement sur plusieurs années. Le premier ingrédient fonctionnel entré dans le démonstrateur est l'acide glycolique (AG), polymère biodégradable pour les applications médicales et cosmétiques. L'acide glycolique d'origine naturelle de METEX sera la première alternative naturelle aux procédés pétrochimiques existants.

30. Source : Expert interviews Advancy

2021 devrait voir l'accélération de la transformation de la biotech en groupe industriel. En février, METEX a annoncé l'acquisition d'AANE<sup>31</sup>, filiale européenne du groupe japonais Ajinomoto, a des conditions financières particulièrement attractives. Il s'agit du leader européen de production d'acides aminés par fermentation (35% de part de marché sur les acides aminés pour la nutrition animale<sup>32</sup>). L'annonce de l'acqui-

sition du site de production d'Amiens, d'une capacité de 100 000 tonnes, pour 15 M€, a été très favorablement accueillie par le marché. Le montant d'acquisition est nettement inférieur à la valeur réelle des actifs.

Cette opération transformante offre des opportunités de massification des capacités de production pour lancer les nouveaux ingrédients fonctionnels issus de la plateforme ALTANØØV à partir de 2022.

Désormais doté d'un véritable outil industriel, METEX pourrait devenir profitable dès 2021, et atteindre une marge d'Ebitda<sup>33</sup> d'environ 5% en 2022. À plus long terme, le positionnement du groupe sur les marchés porteurs des ingrédients fonctionnels biosourcés en croissance structurelle (~7%) devrait permettre d'atteindre un objectif de rentabilité proche de la moyenne du secteur avec une marge opérationnelle à deux chiffres.

---

31. AANE 200 Mill CA 2020, Ebitda positif, 330 employés, 8 produits en portefeuille

32. Source : METEX

33. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ou le bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement

# Green Bond souverain italien : chi va verde, va sano<sup>34</sup> !

Depuis la mi-2018, le Palais Chigi abritait le même locataire, Giuseppe Conte, lequel avait su éviter toutes les chausse-trappes de la vie politique italienne avec brio. C'était avant que Matteo Renzi n'orchestre un changement d'occupant, sans élection, pour installer un nouveau président du Conseil. Neuvième personnalité à occuper ces fonctions depuis le début du XXI<sup>e</sup> siècle, Mario Draghi a en effet pris les rênes de l'exécutif italien en février.

Or, l'équipe gouvernementale de M. Conte avait, fin 2020, confirmé le lancement prochain d'une obligation verte (green bond) souveraine ; son remplacement par M. Draghi à la Présidence du Conseil a-t-il remis en cause ce projet ? Pas le moins du monde, et le Trésor a ainsi pu lever 8,5Md€ en émettant son green bond en mars dernier, avec une maturité de 24 ans.

Après la France, les Pays-Bas, la Suède, la Hongrie, l'Allemagne, et avant le Royaume-Uni (voir [Mirova#6](#) ; [BoJo : le grand blond avec une obligation verte](#), p. 14), la République italienne entre donc dans le club des pays européens ayant conçu un programme d'obligations vertes et/ou sociales dont les objectifs s'alignent sur ceux définis par l'Union Européenne (UE), pour ceux qui en font encore partie, quant à la nécessité d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050.

À l'instar de celles des autres états européens en ayant émis, l'obligation verte italienne a rencontré un

réel succès, lequel peut en partie s'imputer à la confiance qu'inspire M. Draghi aux marchés financiers, mais qui doit également beaucoup à l'engouement pour ce type d'instruments.

Quoi qu'il en soit, il faut bien voir que cette obligation verte engagera aussi les successeurs de celui-ci, qui devront respecter les emplois des fonds levés, particulièrement affectés aux transports, mais aussi à d'autres types de projets.

Quels sont-ils ?

## 1 – Énergies renouvelables et chauffage (1 % des emplois du green bond)

Cela recouvre bien entendu le développement du solaire, de l'éolien, de la géothermie, de l'hydrogène et de l'hydroélectricité et de toute autre production d'énergie permettant de rejeter moins de 100 g de CO<sub>2</sub> par kWh généré. Le cadre va jusqu'à prévoir que l'électricité employée pour l'électrolyse générant l'hydrogène ne devra pas excéder non plus 100 g de CO<sub>2</sub>e<sup>13</sup> par kWh.

FIG.7 LES GREEN BONDS SOUVERAINS D'EUROPE

|                     | France |      | Pays-Bas | Hongrie | Suède | Allemagne | Italie |
|---------------------|--------|------|----------|---------|-------|-----------|--------|
| <b>Annonce</b>      | 2017   | 2021 | 2019     | 2020    | 2020  | 2020      | 2021   |
| <b>Taille (Md€)</b> | 28,9   | 7    | 10,7     | 1,5     | ≈ 2   | 6,5       | 8,5    |
| <b>Coupon (%)</b>   | 1,75   | 0,5  | 0,5      | 1,75    | 0,125 | 0         | 1,5    |
| <b>Échéance</b>     | 2039   | 2044 | 2040     | 2035    | 2030  | 2030      | 2045   |
| <b>Devise</b>       | €      | €    | €        | SEK     | €     | €         | €      |

Sources : Bloomberg, trésors publics des Républiques française, hongroise, allemande et italienne, des royaumes des Pays-Bas et de Suède

34. Celui qui se met au vert, se met en bonne santé

35. Équivalent CO<sub>2</sub>

**2 – Efficacité énergétique (23 %).**

Les travaux permettant une meilleure isolation thermique se verront éligibles.

**3 – Transport (55 %).**

Le green bond italien vise clairement, et sans grande surprise, le transport ferroviaire et les voies automobiles, mais aussi le transport maritime. S’agissant du transport ferroviaire pour les passagers, l’objectif majeur consistera à électrifier toutes les voies après 2025, ou à défaut, d’équiper les motrices de piles à combustible pour remplacer celles fonctionnant encore au Diesel. Le transport ferroviaire pour le fret se voit assigner des objectifs de rejets de CO<sub>2</sub> alignés sur ceux de l’UE, qui seront revus en 2025. Même logique pour le transport routier : ce sont les directives européennes, en l’occurrence celle sur les carburants alternatifs, qui régissent la définition des buts à atteindre, à savoir qu’au moins un quart de l’énergie nécessaire à les alimenter proviennent de l’électricité, du méthane, du gaz naturel liquéfié et de l’hydrogène. Quant au transport maritime, le plan consiste à financer les équipements dans les ports pour les électrifier, au lieu de réutiliser, par exemple, les moteurs Diesel des navires à quai ; mais aussi à utiliser des carburants contenant moins de 0,5% de soufre et rejetant moins de gaz à effets de serre.



**4 – Prévention et contrôle de la pollution et économie circulaire (6 %).**

Seront éligibles les dépenses et investissements visant à promouvoir une consommation et des modes de production durables, comme à développer des systèmes/équipements de suivi et de contrôle de la pollution ou des déchets. À noter : les actifs permettant incinération, désalinisation, décharges et biomasse se trouvent exclus.

**5 – Protection de l’environnement et de la biodiversité (12 %).**

Les projets de protection des sols, de la biodiversité marine et/ou terrestre, des écosystèmes et de la collecte de l’eau pourront bénéficier aussi des financements prévus par le green bond.

**6 – Recherche (2 %).**

Parmi d’autres, les projets de recherche sur les politiques vouées à accélérer l’atteinte des Objectifs de Développement Durables (ODD)

tels que définis par les Nations-Unies en 2015, sur le passage à une économie circulaire, sur l’innovation quant aux process de production pour réduire leur impact carbone ou leur consommation d’eau ou quant à l’efficacité énergétique se verront aussi éligibles.

L’Italie, principale bénéficiaire des budgets que l’UE veut consacrer à la relance post-covid dans le cadre de son plan NextGen EU<sup>36</sup>, montre ainsi vers quels types de projets s’orientent ses équipes gouvernementales successives, même si M. Renzi a su habilement jouer de quelques divergences dans la stratégie à suivre pour déployer les fonds à recevoir : ils s’alignent assez largement sur les propres objectifs de l’UE. En Italie comme ailleurs en Europe, la relance passera – en partie – par le Vert. À l’Espagne de jouer maintenant...

Source : Département du Trésor de la République d’Italie

FIG.8 RÉPARTITION DE L’EMPLOI DES FONDS DU GREEN BOND PAR TYPE D’OBJECTIFS

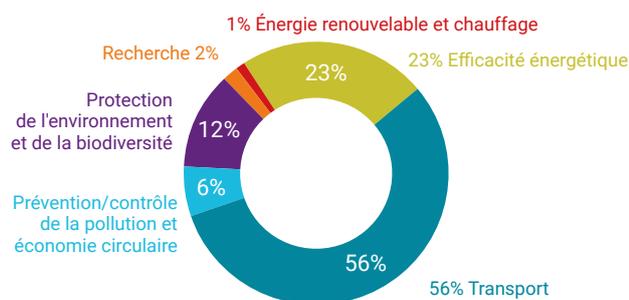
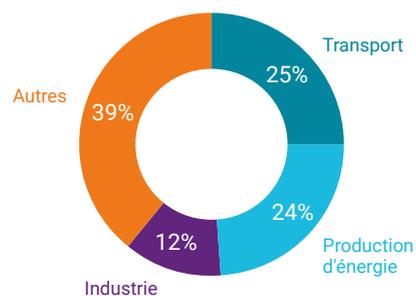


FIG.9 RÉPARTITION DES ÉMISSIONS DE GAZ À EFFET DE SERRE DE L’ITALIE, PAR SOURCE



Source : Trésor Public de la République d’Italie, mars 2021

36. « UE nouvelle génération » nom donné au plan de relance européen validé par les 27 chefs d’État et de gouvernement le 21 juillet dernier

# Mirova soutient le distributeur de matériel médical «reconditionné» Envie Autonomie



Le 15 février 2021, ENVIE Autonomie a levé 3,5M€ auprès de plusieurs acteurs de la finance solidaire dont Mirova. Cette levée permettra au spécialiste de la distribution de matériel médical «reconditionné» et solidaire d'accélérer son changement d'échelle. Il apportera sur de nouveaux territoires son offre de matériel médical (fauteuils roulants, lits médicalisés, etc.) remis en bon état d'usage dans une approche solidaire, prioritairement à destination des personnes qui renoncent à s'équiper pour des raisons économiques.

**Changer d'échelle pour répondre à un besoin social, de plus en plus prégnant, par une offre de matériel médical issue de l'économie circulaire**

**ENVIE Autonomie** propose une offre innovante répondant à deux besoins immédiats non satisfaits :

•**Social** : plusieurs dizaines de milliers de personnes n'arrivent pas à s'équiper en matériel médical, très souvent pour des raisons économiques. D'après le rapport Libault, publié en mars 2020, le nombre de seniors va passer de 1,3 Md de personne en 2017 à 2,2 Md en 2050, alors que 1,4 Md de personnes ayant 60 ans et plus vit sous le seuil de pauvreté.

•**Environnemental** : chaque année, 200 000 dispositifs médicaux, en particulier des aides techniques inutilisées sont jetées. Aucune filière de récupération et de réutilisation n'est organisée, générant des déchets considérables, alors qu'ENVIE Autonomie démontre que plus de 30 % pourraient, après un processus de remise en bon état d'usage, avoir une seconde vie.

**L'économie circulaire du matériel médical, un modèle d'avenir, qui va faire son entrée dans le droit commun**

À l'heure où le Gouvernement, pour faire face aux enjeux de vieillissement et de dépenses croissantes, a ouvert la voie à la création d'une "cinquième branche" de la Sécurité Sociale couvrant les risques liés à la perte d'autonomie, l'offre d'ENVIE Autonomie s'inscrit comme un élément de réponse aux réflexions nationales sur la dépendance, le maintien à domicile et la place des personnes en situation de handicap dans la société.

C'est dans ce cadre que la Loi de Financement de la Sécurité Sociale 2020, prévoit dans son article 39 la prise en charge des dispositifs médicaux remis en bon état d'usage. Les décrets d'application sont attendus à la fin du second trimestre 2021.

Ce modèle d'avenir permet de limiter le gaspillage et de développer l'accessibilité au matériel médical pour tous, grâce à un système plus vertueux, solidaire et économique.

À propos d'ENVIE Autonomie : L'entreprise, lancée dans le Maine-et-Loire en 2015, est actuellement présente sur 13 territoires. Sur chaque territoire, l'antenne locale a pour activité :

- La collecte de matériel médical inutilisé auprès d'EPHAD, hôpitaux, particuliers, sociétés de service à la personne ;
- Une phase de tri et de remise en bon état d'usage par des salariés en insertion socio-professionnelle encadrés par des spécialistes du matériel médical.

• La vente ou location à prix solidaires aux particuliers et professionnels avec toutes les conformités et garanties réglementaires. ENVIE Autonomie, lauréat French Impact<sup>37</sup> en 2018, est accompagné depuis ses débuts dans son développement et sa structuration par le [Caisse Nationale de Solidarité pour l'Autonomie](#) (CNSA) et de nombreux partenaires nationaux tels que des Groupes de Protection Sociale comme [Klesia](#), [AG2R La Mondiale](#) et [Malakoff Humanis](#). Localement, Envie Autonomie est soutenu par des Conseils Départementaux qui y voient un élément de réponse aux problématiques d'équipement en matériel médical des plus fragiles.



Source : Envie Autonomie

37. Impact Français

Les valeurs mobilières mentionnées ci-dessus, 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.

Les références à un classement, un prix ou une notation ne préjugent pas des résultats futurs de ces derniers/du fonds ou du gestionnaire.

## La forêt de la discorde

Fin avril, cinq associations dont le [World Wide Fund for Nature](#)<sup>38</sup> se sont retirées de la plateforme européenne sur la finance durable suite à l'évolution de la taxonomie européenne, en particulier sur les questions d'exploitation forestière et de bioénergie. Les ONGs<sup>39</sup> reprochent notamment à la Commission Européenne des critères trop peu protecteurs pour les forêts. Cette prise de position forte illustre la sensibilité des débats autour de la contribution des forêts et de l'agriculture à la transition environnementale.

D'un côté, la biomasse, qu'il s'agisse du bois ou des plantes, présente des atouts environnementaux indéniables pour de nombreux secteurs d'activité. En matière de construction, le bois offre dans de nombreux cas de figure une alternative au ciment ou à l'acier, dont la production implique des émissions de gaz à effet de serre très importantes. En matière de production d'électricité, le développement des renouvelables nécessite avant tout une forte croissance de la production d'énergie solaire et éolienne. Mais ces énergies, intermittentes par nature, devront être complétées par d'autres sources activables à la demande, comme les barrages hydrauliques ou les centrales électriques biomasse. Même si les émissions de gaz à effet de serre de ces centrales sont importantes, elles sont a priori compensées par le fait que le CO<sub>2</sub> émis a été capté pendant la croissance du bois, permettant de s'approcher d'une sorte de neutralité carbone. Le bois et le biométhane peuvent aussi jouer un rôle significatif en matière de réduction des émissions pour le chauffage des bâtiments, contribuant ainsi à réduire notre dépendance aux énergies fossiles,

fioul et gaz « naturel ». Dans le secteur des transports, les agro-carburants de seconde génération pourraient aussi fournir une alternative au pétrole, notamment dans l'aviation où il faudra probablement attendre des décennies avant de voir un déploiement significatif de ruptures technologiques comme l'avion à hydrogène. Enfin, sur les industries de grande consommation, qu'il s'agisse d'emballages ou de production de vêtements, le carton et les fibres végétales apportent déjà des alternatives au plastique produit en très grande majorité à partir de pétrole, et posant des problématiques fortes de pollution en fin de vie.

Le bois et le reste des solutions s'appuyant sur la biomasse peuvent-ils pour autant être considérés comme des solutions miracles ? Les ONGs ont raison de souligner les risques qui pèsent sur les forêts. Les efforts réalisés au cours des dernières décennies ont permis de réduire le rythme global de déforestation. Il n'en reste pas moins que le couvert forestier continue à décroître à l'échelle mondiale, alors que l'atteinte des objectifs climatiques nécessiterait, au contraire, qu'il progresse. La superficie forestière est passée

de 31,9 % à 31,2 % de la surface terrestre mondiale entre 2000 et 2020, ce qui constitue une perte nette de presque 100 Mha de forêts dans le monde, soit près de deux fois la superficie de la France Métropolitain. La déforestation se poursuit aujourd'hui essentiellement en Amérique du Sud et en Afrique Sub-Saharienne, en raison de l'expansion des surfaces agricoles, souvent sur des forêts abritant une forte biodiversité.

Dans les autres zones, la croissance des forêts passe encore fréquemment par des monocultures intensives qui peuvent poser des problématiques locales de dégradation des sols, et ne permettant qu'un retour limité de la biodiversité. Les ONGs sont dans leur rôle en souhaitant l'adoption de critères exigeants pour assurer que le recours au bois et à la biomasse dans la taxonomie ne passe pas par une dégradation des forêts. Il semble toutefois illusoire d'espérer atteindre les objectifs climatiques sans un recours accru au bois et à la biomasse dans de nombreux secteurs d'activités. La commission a raison de retenir ce secteur en tant qu'activité verte au sein de la taxonomie. Les débats vont se poursuivre dans les mois à venir

38. Fonds mondial pour la nature

39. Organisation non gouvernementale

sur les critères d'éligibilité précis des projets forestiers et biomasse. Nous resterons attentifs à ces évolutions législatives et pour suivrons, dans tous les cas, une

revue au cas par cas des pratiques afin de s'assurer de l'absence de déforestation, ainsi que des pratiques agricoles durables pour les écosystèmes locaux, pour

l'ensemble de nos investissements ayant recours à la biomasse.

Source : FAO, 2020



# Actualité politique et réglementaire

## Union Européenne : le continent maintient son avance malgré quelques ratés

L'actualité européenne reste riche en matière de finance durable. Outre la confirmation qu'au moins 30 % du plan de relance NextGen EU serait financé par des émissions obligataires vertes<sup>40</sup>, différents textes publiés le 21 avril 2021 viennent compléter ou préciser différentes dispositions réglementaires issues du plan d'action sur la finance durable.

On peut retenir en particulier :

• **Taxonomie** : après beaucoup de débat, on notera la publication des critères relatifs au climat (atténuation et adaptation), qui devrait permettre d'inscrire dans le droit européen la première branche de la taxonomie européenne des activités vertes. À noter que, suite aux discussions très politiques entre États-membres et entre parties prenantes sur sa composition, la Commission n'y a pas intégré, à ce stade, les activités les plus polémiques (en particulier le gaz

naturel et le nucléaire). Elle cherche ainsi à la fois à ne pas bloquer la finalisation d'un premier texte, et à faire en sorte que la taxonomie ne préempte pas sur la finalisation de politiques européennes dédiées à ces secteurs, actuellement en cours. L'énergie nucléaire sera ajoutée plus tard, si son évaluation de durabilité, menée dans un process séparé, est jugée positive. L'agriculture sera intégrée après la réforme de la politique agricole commune, tandis que les critères relatifs à la bioénergie et à la sylviculture pourront être adaptés après la révision, cet été, de la directive sur les énergies renouvelables (RED II) et de la stratégie forestière de l'UE. Les critères de transition pour le gaz naturel seront aussi traités dans un texte séparé.

• **Conseils en matière d'investissement et d'assurance** : lorsqu'un conseiller évalue l'aptitude d'un client à réaliser un investissement,

il doit désormais discuter des préférences du client en matière de durabilité. Les dispositions du texte pour proposer aux épargnants des produits durables posent toutefois encore de nombreuses questions.

• **Surveillance et gouvernance des produits d'investissement et d'assurance** : les fabricants de produits financiers et les conseillers financiers devront tenir compte des facteurs de durabilité lors de la conception de leurs produits financiers.

Le Conseil et le Parlement européen ont désormais un délai de 4 mois (pouvant être étendu à 6 mois) pour accepter ou s'opposer à chacun de l'ensemble de ces textes (ceux-ci ne pouvant plus être modifiés dans le détail). La Commission Européenne devrait par ailleurs annoncer sa stratégie renouvelée de finance durable d'ici cet été.

## Zoom sur l'écolabel – Mirova exprime ses inquiétudes

En parallèle des évolutions réglementaires, le projet d'écolabel européen volontaire pour des produits financiers durables, lancé en 2018 par la Commission Européenne, est sur le point d'être finalisé avec la publication en avril d'une quatrième version du projet de cahier des charges.

Mirova, qui a accompagné et soutenu l'initiative depuis le début,

a publié une tribune pour exprimer ses inquiétudes sur le résultat actuel des discussions.

En effet, nous craignons que l'écolabel n'échoue à remplir l'objectif qu'il s'est fixé, à savoir proposer aux épargnants des produits d'investissement verts. La cause principale – mais pas unique – est l'impossibilité de développer des produits en actions

cotées répondant au projet actuel de cahier des charges.

Cela priverait les épargnants d'un écolabel ambitieux. Plus grave : l'écolabel pourrait être un échec en termes de durabilité, car l'absence ou le très faible nombre de fonds labellisés ne permettra pas d'encourager les entreprises à faire évoluer leur modèle d'affaires vers une économie verte. Cela pourrait

40. Source : Commission Européenne



également être une déception en termes de finance durable, avec une utilisation maladroite du projet de taxonomie des activités « vertes ».

Si notre analyse se confirme, l'élaboration du tout premier standard européen de finance durable ne permettra malheureusement pas

de stimuler l'orientation des investissements vers davantage de durabilité. Sa valeur ajoutée sera alors questionnable.

Retrouvez l'intégralité de notre analyse : [Les investisseurs particuliers méritent un écolabel européen ambitieux](#)

## États-Unis : la nouvelle administration Biden lance une dynamique forte en faveur de la finance durable

La nouvelle administration Biden fait du climat et de la finance climat un fer de lance de sa politique, totalement à rebours de l'administration précédente. Dans le cadre du sommet des Leaders du climat (Leaders' Summit on Climate), au cours duquel les États-Unis ont annoncé la réduction de leurs émissions de gaz à effet de serre de 50% par rapport à 2005, la Présidence américaine a publié un plan international en faveur de la finance climat. Ce plan couvre cinq grands objectifs, en particulier :

- augmenter massivement la finance climat et renforcer son impact (les États-Unis prévoient de doubler leurs financements publics dans les pays en développement et de tripler les financements

consacrés à l'adaptation climatique d'ici 2024) ;

- mobiliser la finance privée ;
- réduire, avec l'objectif d'arrêter, les financements publics en faveur des énergies fossiles ;
- orienter les flux de capitaux vers le financement de trajectoires bas-carbone ;
- définir, mesurer et rendre compte des financements climat publics américains.

Le débat interne aux États-Unis s'oriente en outre depuis le printemps dernier vers la montée des exigences en matière de transparence extra-financière. En mai 2020, le comité consultatif des investisseurs de la Security and Exchange Commission (SEC) avait approuvé des recommanda-

tions exhortant la Commission à entamer un effort pour mettre à jour les exigences de déclaration des émetteurs. L'idée était d'inclure les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) importants et utiles à la prise de décision. En décembre 2020, le comité ESG pour la gestion des actifs de la SEC a émis une recommandation préliminaire demandant à la Commission d'exiger l'adoption de normes permettant aux sociétés émettrices de divulguer les risques ESG importants. La SEC a depuis lancé une consultation publique sur le sujet des informations relatives au changement climatique et les questions visant à déterminer si les divulgations actuelles informent correctement les investisseurs.

## Singapour : premières réflexions pour une taxonomie verte

Le développement de la finance durable se poursuit partout dans le monde, notamment en Asie. À titre d'exemple, la banque centrale de Singapour (Monetary Authority of Singapore – MAS) a lancé en mars une consultation pour réfléchir

à un projet de taxonomie des activités vertes pour son périmètre, inspirée potentiellement de celle développée au sein de l'Union Européenne. Mirova a répondu à cette consultation afin d'apporter des éléments sur les facteurs de

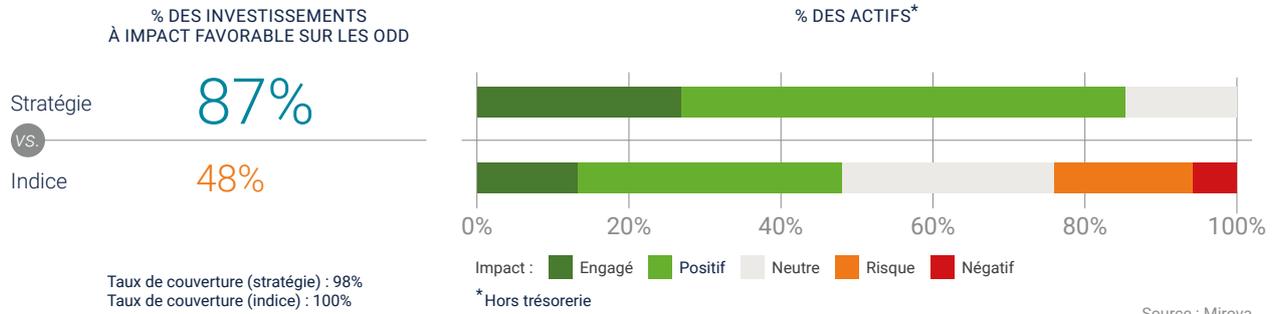
succès d'une telle taxonomie, les risques associés à son développement, et des questions spécifiques sur l'inclusion de certains secteurs.

# Mesurer l'impact

## Mirova Actions consolidé

31/03/2021 – Indice : MSCI Europe

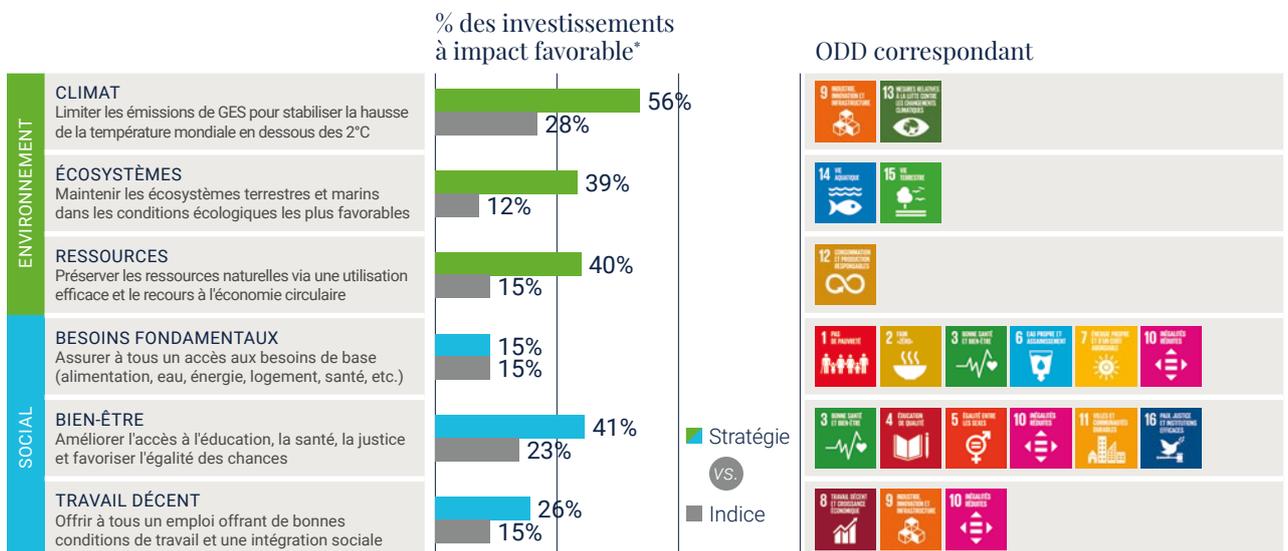
### Contribution aux OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE (ODD)



### Principaux indicateurs d'impact



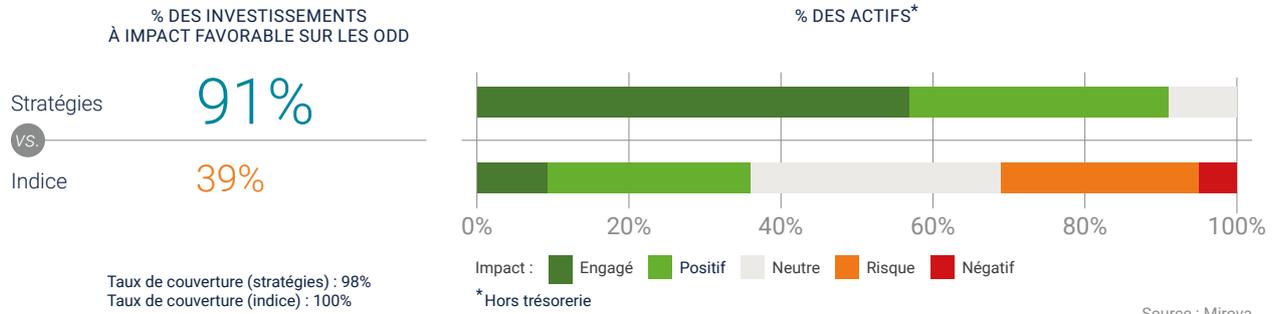
### Cartographie de l'impact sur les ODD



# Mirova Taux consolidé

31/03/2021 – Indice : Barclays Euro Aggregate Corporate

## Contribution aux OBJECTIFS DE DÉVELOPPEMENT DURABLE (ODD)



## Principaux indicateurs d'impact

### CLIMAT



Trajectoire de réchauffement climatique

Stratégies

**+1,5°C**

vs.

Indice

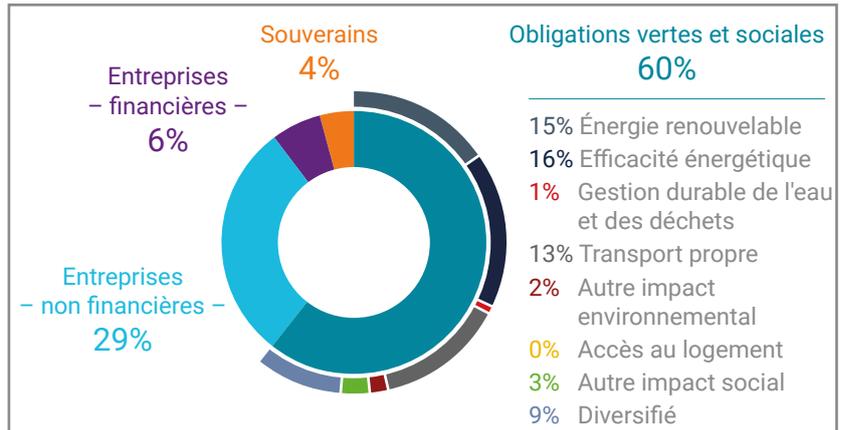
**+3,8°C**

Taux de couverture (stratégies) : 62%

Taux de couverture (indice) : 86%

Source : Carbone4/Mirova

### OBLIGATIONS VERTES ET SOCIALES



## Cartographie de l'impact sur les ODD



Mirova vise, pour l'ensemble de ses investissements, à proposer des portefeuilles cohérents avec une trajectoire climatique inférieure à 2°C définie dans les accords de Paris de 2015, et affiche systématiquement l'impact carbone de ses investissements (hors gestions Solidaire et Capital naturel), calculée à partir d'une méthodologie propriétaire pouvant comporter des biais.

Pour plus d'informations sur nos méthodologies, veuillez consulter notre site Web Mirova : [www.mirova.com/fr/recherche](http://www.mirova.com/fr/recherche).

La politique de vote et d'engagement de Mirova ainsi que les codes de transparence sont disponibles sur son site Web : [www.mirova.com](http://www.mirova.com).



Mai 2021

Document non contractuel, rédigé en avril 2021

Ont participé à ce numéro :

|                                |  |
|--------------------------------|--|
| David Belloc .....             | Gérant de portefeuille et stratéguiste             |
| Hélène Champollion-Morel ..... | Directrice de la communication                     |
| Laurène Chenevat .....         | Analyste ISR et Responsable du plaidoyer           |
| Hadrien Gaudin-Hamama .....    | Analyste ISR                                       |
| Emmanuel Gautier .....         | Gérant de portefeuille - solidaire                 |
| Hervé Guez .....               | Directeur des Gestions Actions et Taux             |
| Clémence Peyraud .....         | Product Specialist                                 |
| Bertrand Rocher .....          | Analyste crédit senior/gérant de portefeuille      |
| Suzanne Senellart .....        | Gérante de portefeuille senior                     |
| Ladislav Smia .....            | Directeur de la Recherche en développement durable |
| Anna Vaananen .....            | Gérante de portefeuille senior                     |
| Louis Wuyam .....              | Responsable reporting et data                      |

## INVESTISSEMENTS ESG, RISQUE ET LIMITES MÉTHODOLOGIQUES

En utilisant des critères ESG dans la politique d'investissement, l'objectif du Fonds concerné est en particulier de mieux gérer le risque de durabilité et de générer des rendements durables et à long terme. Les critères ESG peuvent être générés à l'aide des modèles propriétaires, des modèles et des données de tiers ou d'une combinaison des deux. Les critères d'évaluation peuvent évoluer dans le temps ou varier en fonction du secteur ou de l'industrie dans lequel l'émetteur concerné opère. L'application de critères ESG au processus d'investissement peut conduire Mirova à investir ou à exclure des titres pour des raisons non financières, quelles que soient les opportunités de marché disponibles. Les données ESG reçues de tiers peuvent être incomplètes, inexactes ou indisponibles de temps à autre. En conséquence, il existe un risque que Mirova évalue incorrectement un titre ou un émetteur, entraînant l'inclusion ou l'exclusion directe ou indirecte incorrecte d'un titre dans le portefeuille d'un Fonds.

## 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.

**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.

Un affilié de



## 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 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, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique.

**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.