



LIBERTÉ INFO
N° 135 - JUILLET 2021

DUBLY
TRANSATLANTIQUE

GESTION

« C'EST LA FAUTE À LA COVID... C'EST LA FAUTE AUX BANQUES CENTRALES... C'EST LA FAUTE AUX ETATS... »

Les Gavroche que nous sommes avons l'impression de vivre une révolution totalement inédite. Suite à la crise sanitaire et aux confinements, les Banques centrales et les Etats ont déversé des montagnes d'argent dans l'économie pour soutenir la consommation et éviter les faillites. Et ils ont bien fait.

Jusqu'à présent, le pire a été évité. Les taux d'intérêt ont chuté pour se situer à un niveau voisin de 0 et dès que le virus s'est (temporairement ?) retiré, la consommation a repris entraînant une croissance très forte de l'économie. Mais Gavroche ne peut aussi que constater que les déficits, particulièrement ceux des Etats, ont progressé d'une manière exponentielle et que l'inflation semble repartir à toute allure. Et il est inquiet. Il est inquiet de savoir comment « tout cela tournera... » et surtout de l'évolution de ses économies quand la hausse des taux

qu'il pense inéluctable viendra manger les quelques bénéfices qu'il a pu réaliser en Bourse ces derniers mois.

Gavroche a la mémoire courte. Cette situation de reprise économique soutenue, de déficits importants, et d'inflation forte s'est déjà produite au moins une fois dans le passé, à la sortie de la deuxième guerre mondiale. Et contre toute attente, à l'époque, les taux d'intérêt sont restés bas et les actifs financiers ont continué à se valoriser.

En sera-t-il de même aujourd'hui ? Peut-être ! Mais il faudra que les Banques centrales et les Etats continuent à piloter avec brio (comme ils viennent de le faire) l'économie et les injections d'argent tout en maintenant la confiance qui aurait vite fait de se retirer suite à la moindre maladresse. Et alors... Gavroche deviendra-t-il un bourgeois heureux et rasséréiné ?



COMPARAISON N'EST PAS RAISON (COLLATIO NON EST IUSTUM)

Nous vivons actuellement dans un environnement économique qui se caractérise par une croissance forte revue périodiquement à la hausse et une inflation qui augmente. Les investisseurs sont partagés sur le caractère pérenne de cette dernière. De la réponse apportée à cette équation à trois inconnues (croissance, inflation et taux d'intérêt) dépendra l'évolution du prix des actifs financiers.

La résolution de cette équation en théorie, est assez simple : lorsque l'inflation augmente, les taux d'intérêt montent. Et lorsque les taux montent, le prix des actifs financiers baisse. Mais nous verrons qu'en pratique cela n'est pas toujours le cas. Les marchés financiers dépendent aujourd'hui de la dynamique du triptyque : croissance, inflation et taux d'intérêt.

- Croissance : quelle ampleur et quelle durée pour la reprise de la croissance ?
- Inflation : des chiffres d'inflation certes en hausse mais celle-ci est-elle transitoire ou structurelle ?
- Taux d'intérêt : quelle va être la politique de la FED en cas de remontée trop brutale et trop forte de l'inflation ?

L'objet de cet article, n'est pas de prendre parti, mais de tenter de mettre en exergue des périodes historiques qui ressemblent à la nôtre et qui battent en brèche les idées reçues.

En observant les courbes historiques des différentes données macro-économiques majeures, nous notons une similitude entre la période actuelle et la fin des années trente et début quarante aux Etats-Unis.

Nous avons tous en tête des montants de dettes actuels qui paraissent monstrueux, mais il faut savoir que les Etats-Unis notamment ont déjà été plus endettés, en valeur relative par rapport

à leur Produit Intérieur Brut (PIB) : en effet, au moment de la seconde guerre mondiale, la dette des Etats-Unis atteignait près de 120% du PIB. Elle est, aujourd'hui, autour des 100% du PIB.

Et nous notons que l'endettement a connu après ce pic une décélération marquée, ce qui lui a permis de revenir à son niveau de 1940 autour de 40% du PIB et cela dès le milieu des années 1960.



Source : Réserve fédérale de St Louis

Sommaire

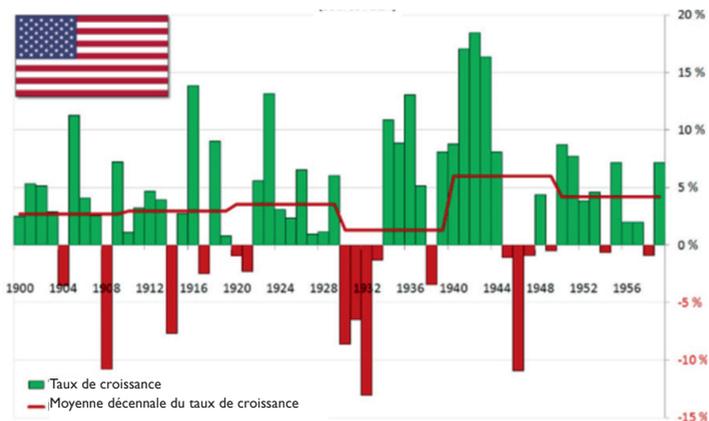
- > « C'est la faute à la Covid ...
C'est la faute aux Banques centrales ...
C'est la faute aux Etats ... » p. 2
- > Comparaison n'est pas raison
(collatio non est iustum) p. 3 à 5
- > Le monde change, la bourse également p. 6 à 9
- > Quel comportement des actifs financiers
en cas de hausse des taux ? p. 9 à 12
- > La maison brûle ... La taxonomie
européenne comme début de réponse p. 13 à 15

Directeur de la publication : Hugues Dubly
Imprimerie : Print Forum
Z.I. La Pilaterie • 39, rue de Mons
59290 WASQUEHAL • Tél. 03 20 65 65 20
Crédit photo des illustrations : Shutterstock

Les articles présentés dans cette lettre sont rédigés par les gérants/analystes de Dubly Transatlantique Gestion.

En observant les graphiques ci-dessous reprenant l'inflation, la croissance du Produit Intérieur Brut et l'évolution des taux d'intérêt :

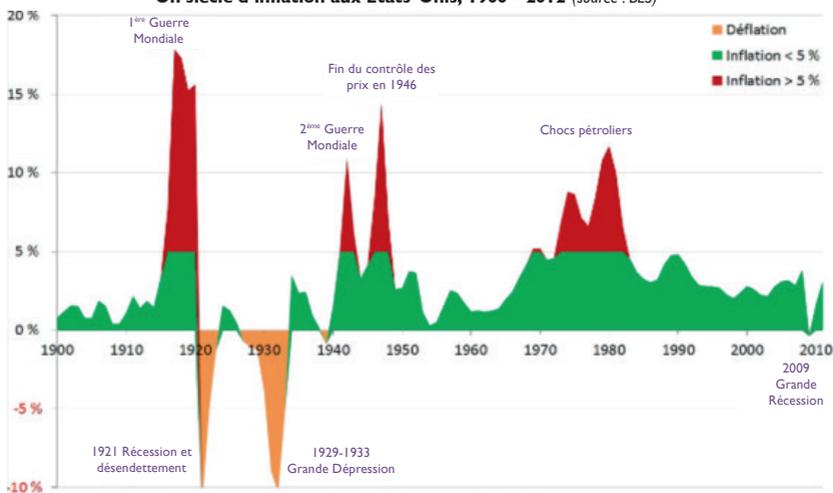
Évolution annuelle du PIB déflaté des États-Unis, 1900 - 1959 (source : BEA)



Nous notons que le rythme moyen de la croissance au moment de l'explosion de l'endettement est de plus de 5% pendant près de 10 ans (1940/1950) puis d'un peu moins sur 10 années (1950/1960) supplémentaires. Donc un

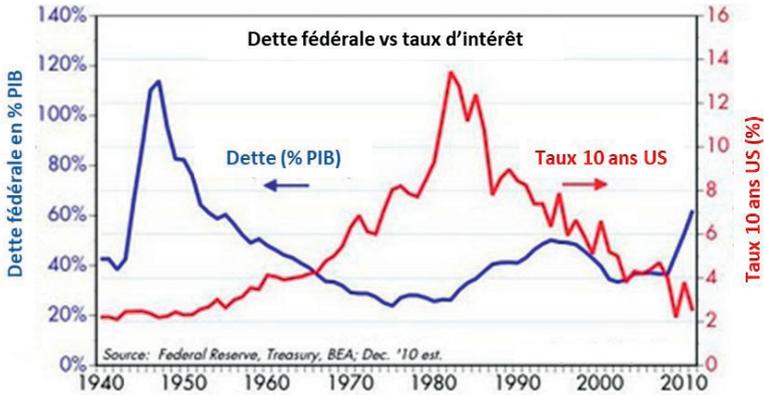
rythme de croissance soutenu dès le début de la guerre et qui va perdurer. Cette croissance s'est accompagnée d'une inflation forte au-delà des 5% avec des pics au moment de la guerre et de la fin du contrôle des prix en 1946.

Un siècle d'inflation aux États-Unis, 1900 - 2012 (source : BLS)



Dans le même temps le taux directeur effectif de la FED⁽¹⁾ n'a pas bougé et est resté à 1% sur toute la période qui nous intéresse. Les taux 10 ans étaient autour de 2%.

⁽¹⁾Taux monétaire décidé par la FED pour conduire sa politique monétaire.



Ainsi, en période de très fort endettement (nous observons sur le graphique ci-dessus que l'endettement des Etats-Unis en pourcentage du Produit Intérieur Brut est passé de 40 à plus de 110% entre 1940 et 1946), avec une croissance et une inflation fortes, les taux peuvent demeurer bas.



Dans les années 1970/1985, une baisse de l'endettement (mais avec cependant une

inflation forte) s'est accompagnée d'une forte hausse des taux d'intérêt.

Même si comparaison n'est pas raison, ces exemples montrent que la théorie économique n'est pas toujours le meilleur indicateur pour prendre position sur les marchés financiers et que contrairement à ce que l'on pense, l'histoire économique a connu des périodes avec croissance, inflation et taux d'intérêt bas. Aujourd'hui, les Banques centrales semblent penser que nous allons connaître une période de croissance avec une inflation transitoire et des taux bas. Leur analyse peut surprendre mais elle correspond à un scénario qui a déjà été vu dans le passé. Ont-elles raison ?



LE MONDE CHANGE, LA BOURSE ÉGALEMENT

En un peu plus de 10 ans, le visage des bourses mondiales a considérablement évolué. A l'image de l'évolution de nos habitudes de consommation, de travail, de soins et de divertissement, les marchés actions ont également pris le pli de la mutation de nos modes de vie.

Les marchés actions n'ont jamais occupé une place aussi importante

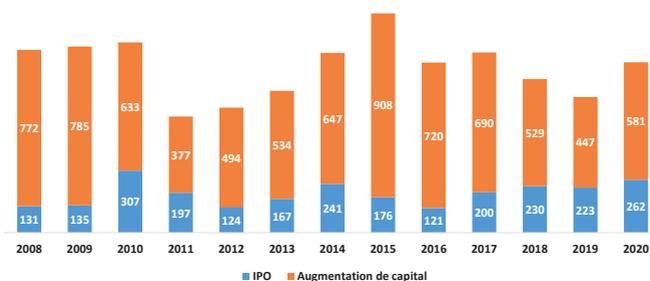
Après la crise financière de 2008, les marchés actions mondiaux ont rapidement retrouvé leur niveau d'avant crise et l'ont ensuite considérablement dépassé. Entre 2007 et fin 2020, la valeur de l'ensemble des sociétés cotées en bourse dans le monde a ainsi été multipliée quasiment par 2 pour atteindre la somme vertigineuse, selon WFE (World Federation of Exchanges), de 110 trillions de dollars, soit 110 000 milliards de dollars, soit encore 110 000 000 millions de dollars... (à titre de comparaison, cela correspond à 40 fois le PIB français ou 5 fois le PIB américain) ! Au-delà de cette somme inimaginable,

nous pouvons nous interroger sur les raisons d'une telle explosion.

Une première explication pourrait provenir naturellement de l'augmentation du nombre de sociétés cotées en bourse. Certes, ce nombre a progressé entre 2007 et 2020, mais seulement de +3 %, pour atteindre un nombre de 47 919 sociétés à fin décembre 2020. Cette explication ne peut donc pas entièrement donner satisfaction.

Un deuxième facteur explicatif pourrait être celui de la forte progression des actifs investis en actions, le besoin en capital des entreprises. Ainsi, entre 2007 et 2020, les ressources en capital provenant à la fois des IPO (introduction en bourse) et des augmentations de capital (des sociétés déjà cotées) ont représenté au total 10 600 Mds\$. Cette explication est plus satisfaisante mais elle ne peut expliquer que 20 % de la hausse sans intégrer les flux négatifs engendrés par le retrait de cotation de milliers d'entreprises tous les ans.

Montant des capitaux levés dans le monde dans le cadre d'IPO ou d'augmentations de capital



Source : WFE

Une troisième piste explicative du doublement de la valeur des actions cotées mondiales entre 2007 et 2020 est ainsi simplement la hausse des marchés. Sur cette période, le MSCI All Country, reflétant l'évolution de l'ensemble des bourses mondiales, a connu une hausse, en dollar, de plus de +60 % ! C'est

ainsi essentiellement **l'amélioration des résultats des entreprises et l'engouement des investisseurs de tous horizons pour les marchés actions**, qui explique cette évolution, et ce même si cet indice regroupe des disparités de performance, notamment entre l'Europe et les Etats-Unis.

Evolution depuis 2007 du S&P 500, du STOXX 600 et du MSCI All Countries



Ces 3 explications permettent ainsi globalement de comprendre les raisons d'une telle progression des bourses mondiales. Toutefois, il ne faut pas oublier qu'un facteur commun lie ces 3 explications : la baisse des taux d'intérêt ! En effet, comme nous le présentons régulièrement dans Liberté Info, nous assistons depuis plus de 30 ans à une baisse continue des taux d'intérêt, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. Et cette baisse a une influence directe sur les marchés actions mondiaux :

- **Premièrement, au niveau des entreprises.** Des taux d'intérêt bas signifient qu'il est de moins en moins nécessaire de faire appel aux marchés financiers actions pour se financer. Le financement des entreprises se fait ainsi davantage par émission d'obligations ou d'emprunts bancaires, permettant aux actionnaires de ne pas se diluer et de ce fait de moins avoir besoin de se coter en bourse

ou de réaliser des augmentations de capital (d'où la faible augmentation du nombre de sociétés cotées en bourses et de la relative stabilité des flux de capitaux provenant d'augmentations de capital, aussi bien sur le marché primaire que secondaire).

- **Deuxièmement, au niveau des investisseurs.** La faiblesse des taux d'intérêt du marché obligataire a eu pour effet d'inciter davantage les investisseurs particuliers et professionnels à allouer leurs actifs sur les marchés actions. Ainsi, une partie de la hausse des marchés s'explique par un afflux massif de liquidité basculant des marchés obligataires vers les marchés actions.

La physionomie des marchés a accompagné l'évolution des tendances

Autrefois relativement bien équilibrés d'un point de vue géographique, les investisseurs ont, depuis 2007, clairement

marqué leur choix en termes de zone territoire, l'Amérique du Nord, et ils ne s'y sont pas trompés ! La capitalisation du NYSE (New York Stock Exchange) a, en 12 ans, crû de +68 % et celle du Nasdaq de +375 % et ce, essentiellement grâce aux valeurs technologiques. La zone Asie / Pacifique n'est pas en reste avec des hausses de +135 % pour Hong Kong et +89 % pour la bourse de Shanghai.

Comme nous vous l'avions présenté dans le précédent Liberté Info, l'Europe est à la traîne. Depuis 2007, Euronext (qui comprend les places de Paris, Bruxelles et Amsterdam) n'a progressé que de 29 %, et que dire de la bourse allemande et anglaise qui affichent difficilement des hausses comprises entre 5 % et 10 %.

En 2020, la zone Amérique prédomine ainsi en représentant un peu plus de 45 % de l'ensemble des valeurs boursières au monde, suivi de l'Asie / Pacifique avec 33 % et en queue de peloton la zone Europe / Moyen-Orient / Afrique (EMEA) qui fait seulement 22 %.

Valeurs des bourses mondiales en Tr de \$

	2007		2020		en % de var
	En Tr de \$	en %	En Tr de \$	en %	
Amérique	24,3	40,0%	50,0	45,5%	106%
dt Nyse	15,6	25,7%	26,2	23,8%	68%
dt Nasdaq	4,0	6,6%	19,0	17,3%	375%
Asie / Pacifique	17,9	29,4%	36,0	32,7%	101%
dt Hong Kong	2,6	4,3%	6,1	5,5%	135%
dt Shanghai	3,7	6,1%	7,0	6,4%	89%
EMEA	18,6	30,6%	24,3	22,1%	31%
dt Euronext	4,2	6,9%	5,4	4,9%	29%
dt Deutsch Börse	2,1	3,5%	2,3	2,1%	10%
dt London SE	3,8	6,3%	4,0	3,6%	5%
Total	60,8		110,0		81%

Source Bloomberg, WFE

Non seulement, la composition de ce qu'on appelle « la cote » a été chamboulée d'un point de vue géographique, il en a été de même d'un point de vue sectoriel depuis 2007 avec 3 changements majeurs.

Le secteur technologique (Internet, télécommunication...), qui ne représentait que 11 % des valeurs (du MSCI Monde) en 2007 a doublé pour aujourd'hui représenter

près d'un quart des valeurs (22 %). Ce secteur, dont les sociétés affichent des niveaux de croissance et de rentabilité sans commune mesure, a détrôné le secteur financier qui, jusqu'en 2018, était le secteur star. La finance a ainsi marqué un énorme repli dans les indices, en passant de 23 % à 13 %. Enfin, le secteur de l'énergie a perdu 8 points, en passant de 11 % des indices à 3 % en 2020.

Un exemple illustre particulièrement bien ces changements géographiques et la prédominance des valeurs technologiques ces dernières années, c'est le rapport GAFAM / CAC 40. En 2007, sans Facebook, la capitalisation des GAFAM (Google, Amazon, Facebook, Apple et Microsoft) ne représentait que 664 Mds\$ alors que celle du CAC faisait 1 748 Mds\$, soit deux fois moins. En 2012 (année durant laquelle Facebook a fait son IPO), le rapport GAFAM / CAC commence à tourner à l'avantage des géants américains. En 2020, la messe est dite, la capitalisation des GAFAM atteint plus de 3 fois celle du CAC 40...

Et cette domination des valeurs technologiques ne s'arrête pas aux seuls GAFAM. Aujourd'hui, de jeunes sociétés comme Okta (cyber sécurité) sont davantage valorisées que des sociétés comme Michelin alors qu'elle réalise 20 fois moins de chiffre d'affaires...

Evolutions des capitalisations des GAFAM et du CAC 40 en Mds \$

En Mds\$	2007	2012	2020
Google	216	233	1 183
Apple	133	626	1 906
Facebook	0	63	778
Amazon	39	114	1 638
Microsoft	276	256	1 540
GAFAM	664	1 292	7 045
CAC 40	1 748	1 255	2 189

Source Bloomberg

Que penser de ces évolutions ? Elles traduisent très certainement le futur de nos modes de vie. Ces tendances laissent entrevoir encore de grands changements qui

se concentreront essentiellement autour de deux grands thèmes, la technologie et la préservation de notre planète. Nous sommes bel et bien entrés dans un nouveau monde.

► LES ACTIFS FINANCIERS

Stéphane Cochenier - stephane.cochener@dublytransatlantiquegestion.com

QUEL COMPORTEMENT DES ACTIFS FINANCIERS EN CAS DE HAUSSE DES TAUX ?

Le principal sujet de préoccupation sur les marchés financiers à l'heure actuelle, reste la conséquence potentielle de la résurgence de l'inflation et le comportement des Banques centrales sur une action de remontée des taux d'intérêt. Il nous semble certain que le cycle de baisse des taux d'intérêt entamé depuis plus de 30 ans (ou ceux-ci étaient proches de 10% pour tendre vers 0% ces derniers mois) a touché à sa fin et qu'une tendance à la normalisation se fait jour, inversant la tendance de fond des dernières années.



Source : Bloomberg, au 21/07/2021

Nos anticipations restent limitées, mais quel pourrait être l'impact d'une remontée graduelle des taux longs aussi bien sur les actifs obligataires que

sur les actions, dans le but d'orienter nos futurs investissements dans un monde qui change rapidement ? Pour commencer, **un peu de théorie sur l'évolution des obligations** quand nous avons une hausse des taux longs. Imaginons **une obligation perpétuelle (c'est-à-dire qui n'a pas d'échéance prédéfinie) qui lors de son émission a un nominal de 100 000€, et dont le taux facial est de 1%**. Qu'advient-il du prix de cette obligation si les taux montent à 2% ? En effet, un acheteur ne s'en portera acquéreur que si cette obligation lui offre un rendement actuariel de 2% en lieu et place du taux nominal de 1%. Il faudra donc que le cours baisse pour permettre d'atteindre ce rendement. En tenant compte de l'ensemble des éléments d'échéance, d'écart de taux et des anticipations des intervenants, et du réinvestissement des intérêts perçus chaque année, le prix de cette obligation va se dévaloriser d'environ 17%.

Toutefois, les obligations perpétuelles intègrent désormais systématiquement des options de rachat qui permettent de réduire l'échéance, ce qui fait office

de force de rappel pour la valorisation instantanée. Ainsi, cette même obligation avec une échéance à dix ans ne se dévaloriserait que de 10% environ.

Néanmoins, alors que les taux sont aujourd'hui négatifs, vous comprendrez qu'une hausse des taux significative pourrait avoir un impact non négligeable sur la valorisation instantanée des obligations long terme émises à des taux très bas.

La question est ainsi celle de l'anticipation que l'on fait des taux afin de se prémunir au maximum d'un mouvement qui pourrait abaisser sensiblement la valeur de nos actifs obligataires. C'est pour cette raison que notre politique en la matière reste très conservatrice avec des investissements dans des obligations à échéance courte beaucoup moins affectées par les mouvements de taux de par leur échéance réduite.

Sur le plan théorique pour les actifs actions, il en va de même, toutes choses étant égales par ailleurs. Le prix d'une action est en effet la somme des bénéfices à venir actualisée à aujourd'hui. Cette rémunération de l'actionnaire se traduit principalement par les versements de dividendes qu'il touche chaque année. On a constaté sur le long terme que les taux de distribution des dividendes sont relativement stables historiquement par rapport à l'évolution des bénéfices. Ainsi, si le bénéfice d'une société augmente, son dividende augmente également proportionnellement. Dès lors, en théorie, à dividende constant et activités constantes, l'appréciation d'une action s'apparente à celle d'une obligation.

Ainsi, au-delà de l'impact direct de la hausse des taux sur la valorisation courante en capital des obligations, il est couramment admis que les marchés d'actions subissent également un choc dont l'amplitude peut être plus ou

moins élevée. Qu'en est-il réellement ? Et peut-on faire une différence entre les valeurs de croissance ⁽¹⁾ dont les bénéfices peuvent augmenter de manière sensible et qui représentent aujourd'hui notre stratégie long terme et les valeurs cycliques ⁽²⁾ souvent plus impactées par les mouvements macro-économiques et dont les bénéfices peuvent stagner voire régresser ? Afin de tenter de répondre à cette question, nous avons appliqué le filtre des Stress Tests qui est utilisé par les Banques centrales pour évaluer le risque d'un actif ou d'un portefeuille par rapport à une hausse des taux programmée. Nous avons appliqué ce filtre à notre portefeuille du Vademecum de cette année dont les titres sont équipondérés. Voici le résultat du comportement du portefeuille et de ses différentes composantes en cas de hausse des taux de 1% (ou 100 BP).



⁽¹⁾ Les valeurs de croissance sont définies comme des entreprises dont le chiffre d'affaires et les résultats croissent de manière constante du fait de leur appartenance à un secteur innovant ou porteur, et ce quel que soit le cycle économique sous-jacent.

⁽²⁾ Les valeurs cycliques sont définies comme étant plus sensibles à l'évolution du cycle économique. En cas de croissance faible, voire de baisse significative, leur activité évolue conjointement et leurs résultats peuvent être affectés de manière plus importante encore.

Scénario de hausse des taux de 100 BP soit 1%		
	Pertes et profits % (Hausse des taux de 100 bps)	Poids %
VADEMECUM	7,21	100,00
AIR PRODUCTS & CHEMICALS INC	14,78	3,33
VISA INC-CLASS A SHARES	12,12	3,33
HOME DEPOT INC	11,79	3,33
SCHNEIDER ELECTRIC SE	11,40	3,33
NVIDIA CORP	10,68	3,33
CANADIAN NATL RAILWAY CO	10,29	3,33
APPLE INC	10,04	3,33
AMAZON.COM INC	10,03	3,33
WALMART INC	9,36	3,33
ASML HOLDING NV	8,50	3,33
SYMRISE AG	8,48	3,33
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	8,45	3,33
EDWARDS LIFESCIENCES CORP	8,04	3,33
ZOETIS INC	7,37	3,33
ADYEN NV	7,33	3,33
SALESFORCE.COM INC	7,27	3,33
MICROSOFT CORP	6,67	3,33
GIVAUDAN-REG	6,46	3,33
INTUITIVE SURGICAL INC	6,20	3,33
ALPHABET INC-CL A	6,19	3,33
ACCENTURE PLC-CL A	6,13	3,33
ADOBE INC	5,67	3,33
COSTCO WHOLESALE CORP	5,65	3,33
VEEVA SYSTEMS INC-CLASS A	5,43	3,33
DASSAULT SYSTEMES SE	3,52	3,33
SHOPIFY INC - CLASS A	3,46	3,33
HERMES INTERNATIONAL	3,32	3,33
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	1,73	3,33
NESTLE SA-REG	0,23	3,33
L'OREAL	-0,29	3,33

Source : Dubly Transatlantique Gestion

Nous avons donc un élément négatif, la hausse des taux, qui vient théoriquement abaisser la valorisation des titres dans leur ensemble ; cependant la croissance économique robuste qui a systématiquement accompagné la hausse des taux au cours des dernières années a permis un bon développement de l'activité des sociétés ainsi que de leurs résultats. En définitive, le côté positif de la croissance l'emporte sur le côté actualisation, dans une approche pragmatique et non théorique.

Ainsi, dans ce scénario, une seule valeur de notre sélection accuserait un léger repli : L'Oréal avec -0,29%, alors que l'ensemble du portefeuille progresserait de 7,21% avec en tête de gondole des valeurs comme Visa, Home Depot, Schneider,

Nvidia, Apple ou encore Amazon. On constate donc que dans un contexte de hausse des taux de 1%, le comportement de ce portefeuille constitué principalement de valeurs de croissance non seulement ne se dévalorisera pas mais continuera une progression confortable portée principalement par la dynamique des résultats de ses composantes.

Nous avons réalisé le même scénario sur une sélection de valeurs télécoms et de services aux collectivités.



Scénario de hausse des taux de 100 BP soit 1%	
	Pertes et profits % (Hausse des taux de 100 bps)
Sress Test Télécom/Services aux collectivités	4,43
TELEFONICA	10,72
REPUBLIC SERVICES	8,41
WASTE MANAGEMENT	8,29
AT&T	8,25
TELECOM ITALIA	7,85
VERIZON COMMUNICATIONS	7,71
ILIAD SA	7,56
ORANGE	6,67
VODAFONE GROUP PLC	6,21
PROXIMUS	6,15
IBERDROLA SA	5,37
T-MOBILE US INC	4,87
E.ON SE	4,64
TERNA ENERGY SA	4,25
ENEL SPA	4,19
RED ELECTRICA	4,16
ENGIE	4,14
ENDESA	4,13
CENTRICA PLC	3,95
DEUTSCHE TELECOM	3,80
SOUTHERN CO	3,56
KONINKLIJKE KPN	3,49
RWE AG	3,36
VEOLIA ENVIRONNEMENT	3,29
DUKE ENERGY	3,12
NEXTERA ENERGY	2,93
AMERICAN WATER	2,59
EDF	2,22
NATIONAL GRID PLC	1,97

Source : Dubly Transatlantique Gestion

Si contre toute attente, ces secteurs souvent très endettés ne semblent pas subir l'augmentation du service de leur dette, la sélection démontre toutefois que celle-ci progressera deux fois moins que le portefeuille croissance, puisqu'elle ne progressera que de 4,43% contre 7,21%.

Alors doit-on s'inquiéter de la normalisation future des taux de la réserve Fédérale américaine, motivée par la forte reprise d'activité en sortie de crise pandémique, d'autant que nos anticipations de hausse des taux longs ne dépassent pas actuellement les 100 points de base dans notre scénario prospectif ?

La réponse est évidemment négative car ces deux exemples démontrent que pour une hausse des taux de 1%, les actions progressent quel que soit leur style. Néanmoins, cette

comparaison nous conforte dans notre stratégie axée sur les valeurs de croissance, car au-delà de la volatilité des marchés due à une modification de la perception à court terme des acteurs de marché, toute croissance économique génère un surcroît de résultat pour les entreprises de qualité, et donc une meilleure performance pour l'actionnaire.

Nous sommes probablement au début de cette phase et si les anticipations d'inflation restent modérées après la flambée récente due à des effets de base, la prochaine phase de hausse des taux accompagnera le rebond de la croissance économique et, compte tenu de l'expérience des Banques centrales engrangée depuis les nombreuses crises récentes, celles-ci seront suffisamment prudentes pour ne pas l'étouffer en allant au-delà de nos anticipations actuelles.

► LA TAXONOMIE

Charlotte Tasso - charlotte.tasso@dublytransatlantiquegestion.com

LA MAISON BRÛLE ... LA TAXONOMIE EUROPÉENNE COMME DÉBUT DE RÉPONSE

Le calcul des ressources nécessaires au maintien de notre mode de vie montre que nous sommes de véritables « esclavagistes énergétiques ». Cette expression provocatrice et utilisée en France par Jean-Marc Jancovici, vise à comparer notre consommation d'énergie annuelle avec l'équivalent de production mécanique et calorifique qu'un adulte en bonne santé pourrait produire en un an. Il s'agit ainsi, en substance, de prendre l'énergie issue des minéraux et de l'eau consommée par l'industrie pour notre consommation (alimentaire, travail, loisirs, déplacements, habitation) en la divisant par celle fournie par un être humain. Ce type de calcul montre qu'en 2012, un Français avait plus de 400 « esclaves » à son service ; ainsi, selon M. Jancovici, *« ce n'est pas seulement le mode de vie (...) de la Reine d'Angleterre qui est devenu "non durable" si nous nous mettons sur le terrain de la physique, mais bien celui de chacun(e) d'entre nous »*.

Et l'utilisation de l'énergie en question pose des questions environnementales évidentes : celle des énergies fossiles, par essence non renouvelables, celle de leur émission de gaz à effet de serre et la gestion des déchets qu'elle induit. Nous le savons, la maison brûle. Et la taxonomie européenne est l'une des lances de pompier mises en place par la Commission européenne pour y répondre.

La taxonomie (ou taxinomie) provient du terme grec « taxis » qui désigne l'action de mettre en ordre, ranger, classer. C'est cette œuvre de classification qu'a entreprise la Commission, à l'issue d'un long travail d'un groupe d'experts commencé en 2018

et de plusieurs consultations publiques et débats, conduisant à la publication, le 22 juin 2020, du règlement (UE) 2020/852 sur la taxonomie, entré en vigueur le 12 juillet suivant.

En application de ce règlement, les activités économiques peuvent être considérées vertes ou « durables sur le plan environnemental » si elles contribuent à au moins un des six objectifs climatiques et environnementaux suivants de l'UE : (1) atténuation du changement climatique, (2) adaptation au changement climatique, (3) utilisation durable et protection de l'eau et des ressources marines, (4) transition vers une économie circulaire, (5) prévention et contrôle de la pollution et enfin, (6) protection et restauration de la biodiversité. En plus de remplir l'un de ces critères, elles doivent aussi assurer leur innocuité sur les cinq autres (le critère du « *do not significantly harm* » ou DNSH) et respecter des garanties sociales minimales. En clair, pour être « durable », une activité qui, par exemple, atténue le changement climatique doit également démontrer ne pas être dangereuse pour la biodiversité, ou causer des pollutions excessives, etc. et montrer qu'elle a suivi des exigences sociales minimales.

Quels sont les secteurs couverts et où en est le nucléaire ?

On comprend aisément l'objectif poursuivi. C'est dans la pratique que le débat se corse et qu'il a pris une certaine actualité au cours des derniers mois.

En effet, le règlement sur la taxonomie charge la Commission d'établir des critères d'examen technique au moyen d'actes délégués dont le premier a été formellement adopté le 4 juin dernier, en vue d'une application à partir du 1er janvier 2022. Un second devrait suivre courant 2022. Ces critères techniques du premier acte délégué se traduisent par un document détaillé, de près de 600 pages. Leur précision a pour objet de donner aux entreprises un référentiel commun et ainsi d'améliorer la fiabilité et la comparabilité des informations en termes de durabilité.

Selon la Commission, le premier acte délégué couvre les activités économiques d'environ 40 % des sociétés cotées dans les secteurs qui sont considérés comme responsables de près de 80 % des émissions directes de gaz à effet de serre en Europe. Ces secteurs comprennent l'énergie, la sylviculture, l'industrie manufacturière, les transports et la construction.

Le nucléaire n'en fait aujourd'hui pas partie, en raison notamment des débats sur la question de son innocuité sur les autres volets que le climat. Comme nous l'avons vu, il ne suffit en effet pas qu'une activité « coche » l'un des six objectifs ; il faut aussi qu'elle ne nuise pas aux cinq autres. La Commission a ainsi demandé à deux groupes d'experts indépendants regroupant d'une part, des experts sur la radioprotection et la gestion des déchets et, d'autre part, le comité scientifique des risques sanitaires, environnementaux et émergents, de revoir le rapport initial du Service Scientifique interne de la Commission (Centre Commun de Recherche ou Joint Research Center – JRC).

La Commission a reçu ces deux rapports le 2 juillet dernier. En substance, le premier estime que les risques liés à la gestion des déchets nucléaires sont « acceptables », même s'il relève que les conséquences directes et indirectes d'accidents nucléaires

majeures ne faisaient pas partie de son champ d'investigation. Le second considère pour sa part que l'analyse initiale de la Commission est incomplète concernant la question de l'innocuité. La balle semble ainsi au centre, sachant que la question est d'autant plus épineuse qu'elle cristallise la différence des politiques énergétiques nationales entre les Etats de l'Union européenne.



La taxonomie, une démarche ambitieuse et de progrès

Ces débats montrent la difficulté de classification des activités dites « vertes », et ce d'autant que l'énergie est au cœur de toutes nos activités économiques. Pour autant, cette difficulté ne doit pas masquer l'énorme progrès que représente la taxonomie.

D'abord, parce qu'elle permet, enfin, de classer des activités économiques selon une matrice commune. Ainsi, dès 2022, les entreprises et institutions financières qui publient des informations non financières devront mentionner l'alignement de leurs pratiques avec la taxonomie. Les investisseurs disposeront ainsi d'une référence commune, sur laquelle ils pourront établir des comparaisons et qu'ils pourront utiliser pour investir dans des projets et des activités économiques ayant une incidence positive sur le climat

et l'environnement. Les buts ultimes sont multiples et visent notamment à orienter les activités économiques vers des critères de durabilité, entraînant de ce fait une orientation corrélative de l'investissement.

Ensuite, parce que cet outil est évolutif. On l'a vu sur le délicat débat du nucléaire ; d'autres différends naîtront au fur et à mesure que sont inclus de nouveaux secteurs d'activité et qu'évolueront les reporting extra-financiers. C'est peut-être le prix à payer pour atteindre l'objectif affiché de la taxonomie de neutralité climatique d'ici à 2050, dont on ne peut que se féliciter.



En définitive, cet énorme effort vise à amorcer de manière structurée et volontariste une prise en compte commune de la durabilité. Est-ce que ce sont les critères de la taxonomie qui vont guider les investisseurs vers les entreprises « durables », ou est-ce que ce sont les entreprises qui ont besoin d'investissements qui vont penser en termes « durabilité » ? C'est là une question

de poule et d'œuf qui en réalité importe peu. Car la taxonomie est avant tout une démarche de progrès. Elle s'inscrit dans une logique d'amélioration continue, vers des activités durables. Elle rejoint en cela l'un des critères de l'investissement responsable dit « *best in progress* » identifiant ceux des émetteurs qui démontrent dans le temps une amélioration de leurs pratiques et de leurs performances environnementales, sociales et de gouvernance. C'est le critère que Dubly Transatlantique Gestion choisit pour les émetteurs qu'il souhaite accompagner afin, collectivement, de s'inscrire dans une perspective de long-terme et éviter l'écoblanchiment (ou « *greenwashing* »).

Des initiatives analogues se multiplient actuellement, notamment aux Etats-Unis et en Asie. La Secrétaire américaine au Trésor, Janet Yellen, a ainsi encouragé en juin dernier les partenaires internationaux des Etats-Unis à « progresser vers une plus grande clarté et transparence des ESG pour que ces investissements puissent jouer un rôle clé pour combler le fossé (des investissements dans) les infrastructures et réduire les émissions mondiales ». Dans ce contexte, la question se pose de savoir où se définiront les standards internationaux à venir. Pour l'instant, l'Europe a marqué sa place comme acteur de premier plan au niveau mondial en la matière.



▶ LE TRIMESTRE EN CHIFFRES

par Guillaume OZON - guillaume.ozon@dublytransatlantiquegestion.com

	31.12.2020	30.06.2021	Variation depuis le 31.12.2020
MARCHÉS BOURSIERS			
EUROSTOXX 50	3 552,64	4 064,30	14,4%
STOXX 50	3 108,30	3 512,50	13,0%
NEW YORK (Dow Jones)	30 606,48	34 502,51	12,7%
NEW YORK (Nasdaq)	12 888,28	14 503,95	12,5%
S&P 500	3 756,07	4 297,50	14,4%
TOKYO (Nikkei)	27 444,17	28 791,53	4,9%
SUISSE (SMI)	10 703,51	11 942,72	11,6%
LONDRES (Ftse 100)	6 460,52	7 037,47	8,9%
FRANCFORT (Dax)	13 718,78	15 531,04	13,2%
PARIS (CAC 40)	5 551,41	6 507,83	17,2%
Or (Once en \$)	1 898,36	1 770,11	-6,8%
Pétrole (WTI en \$)	48,52	73,47	51,4%
Pétrole (Brent en \$)	51,80	75,13	45,0%

TAUX

10 ANS

France (OAT)	-0,34	0,13	0,46
Etats-Unis	0,90	1,46	0,56

2 ANS

France (OAT)	-0,69	-0,64	0,05
Etats-Unis	0,12	0,24	0,11

3 MOIS

Zone Euro	-0,77	-0,64	0,13
Etats-Unis	0,16	0,11	-0,04

DEVICES

Euro/Dollar	1,22	1,19	-2,9%
Euro/Livre	0,89	0,86	-4,1%
Euro/Franc Suisse	1,08	1,10	1,4%
Euro/Yen	126,18	131,75	4,4%
Dollar/Yen	103,25	111,11	7,6%

VALEUR LIQUIDATIVE DES OPC

Liberté 50	277,82	323,74	16,53%
Liberté EURO PEA	272,48	314,40	15,38%
Liberté Amérique	803,71	922,09	14,73%
Liberté Santé	334,21	372,69	11,51%
Liberté Oblige	1 103,2	1 104,03	0,08%
Liberté Vademedcum	101,30	119,80	18,26%
Liberté Nouvelles Vagues	102,80	116,25	13,08%
Brongniart Monde	362,15	414,53	14,46%
Brongniart Avenir	170,07	181,06	6,46%
Brongniart Patrimoine	569,40	590,33	3,68%
Brongniart Rendement	377,43	428,51	13,53%
Euromutuel Brongniart	129,54	152,22	17,51%
Cipec Inter. Dynamique	637,72	708,75	11,14%

DUBLY TRANSATLANTIQUE GESTION

Retrouvez toute l'actualité
de Dubly Transatlantique Gestion sur LinkedIn ! 

LILLE

50, boulevard de la Liberté
59800 LILLE

NANCY

62, rue Stanislas
54000 NANCY

PARIS

26, avenue Franklin D. Roosevelt
75375 PARIS cedex 08

STRASBOURG

42, route de Bischwillers
67300 SCHILTIGHEIM

E-mail : dublycontact@dubly.fr - www.dublytransatlantiquegestion.com

Dubly Transatlantique Gestion - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'AMF - SA au capital de 15 294 400 euros - 50 boulevard de la Liberté B.P. 1084 - 59012 Lille Cedex.T +33 3 28 36 14 36 ; Nancy - 62 rue Stanislas B.P. 425 - 54001 Nancy Cedex.T +33 3 83 17 32 32 ; Paris - 26 avenue Franklin Delano Roosevelt - 75372 Paris Cedex 08 ; Strasbourg - 42 Route de Bischwiller - 67300 Schiltigheim - RCS Lille : 352 220 313 - N° TVA intracommunautaire FR 84 352 220 313 - Pour les opérations effectuées en sa qualité d'intermédiaire en opérations d'assurances : N° ORIAS 07.025.986 - Pour toute demande sur la bonne exécution du contrat ou réclamation d'un consommateur : 01 56 88 77 77 (appel non surtaxé) - Médiateur du CIC : 63 chemin Antoine Pardon 69160 Tassin la Demi Lune - www.lemediateur-cic.fr - Médiateur de l'AMF : 17 place de la Bourse 75082 Paris Cedex 02 - www.amf-france.org/Le-mediateur-de-l-AMF - Teneur de compte conservateur : Banque Transatlantique - Groupe Banque Transatlantique.

Source : Bloomberg 31 mars 2021 - Les performances passées ne présagent pas des performances futures.