



Expertises

Octobre 2021

Repères

ÉCONOMIE

- Zone euro :
 - + 2,2 % : taux de croissance du PIB T2 21 (t/t)
 - + 3,4 % : taux d'inflation en septembre (ga)
- États-Unis :
 - + 5,2 % : taux d'inflation en août (ga)
 - + 6,5 % : taux de croissance du PIB T2 21 (ra)

MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs

- États-Unis : 0 %
- Zone euro : 0 %

Taux à 10 ans des emprunts d'État

- Allemagne : - 0,2 %
- France : 0,55 %
- Italie : 0,85 %
- Espagne : 0,46 %

MARCHÉS ACTIONS

- États-Unis (S&P500) : - 4,7 % en septembre
- Europe (Eurostoxx 50) : - 3,5 %
- Paris (CAC 40) : - 2,4 %

Indice CAC 40 (Paris) à 6520 points fin septembre 2021

DEVISE ET PÉTROLE

Fin septembre 2021

- Dollar : 1,15 pour 1 €
- Pétrole (Brent) : 78 \$/baril

En France, 425 milliards d'euros ont été dépensés pendant la crise Covid pour maintenir notre appareil productif et notre niveau de vie et la dette publique a augmenté de 15 points de PIB. Analyse de la situation budgétaire par Stéphanie Villers, chef économiste de Malakoff Humanis.

Le code Middenext apporte de nouvelles recommandations en faveur de la RSE pour les petites et moyennes entreprises. Explications d'Eve Zoma, en charge de l'analyse ISR chez Malakoff Humanis Gestion d'Actifs.



Indicateurs ESG

Environnement, Social, de Gouvernance

E	Holmen contribue à la création d'une économie circulaire et durable en développant la forêt et en veillant à ce que ses produits soient fabriqués à l'aide d'énergies renouvelables qui remplacent les alternatives fossiles. Les activités de Holmen permettent d'éviter environ 6 millions de tonnes de CO ₂ par an.	E	L'utilisation de l'eau en agriculture est considérée par la Cour des comptes européenne comme étant inefficace face aux enjeux liés à l'usage des ressources naturelles.
S	Enel poursuit l'amélioration de ses indicateurs sociaux. En 2020, les femmes représentaient 21,5 % de l'effectif total de l'entreprise, tandis que les femmes cadres et cadres intermédiaires représentaient 29,4 % de l'effectif total du groupe (28,4 % en 2019 et 27,5 % en 2018).	S	Les bureaux de Vitesco Technologies ont été perquisitionnés au mois de juillet 2021 à la suite de soupçons liés au Dieslegate. En cas de condamnation, cela pourrait avoir un impact négatif sur le volet social.
G	La politique de rémunération des dirigeants de la société U-Blox prend en compte l'atteinte des objectifs ESG. En 2021, le poids des objectifs ESG dans le système de primes est passé à 20 % contre 7 % en 2020. La prise en compte des enjeux ESG dans la politique de rémunération est indéniablement le meilleur moyen pour les sociétés d'atteindre leurs objectifs durables.	G	PPHE Hotel Group a encore beaucoup de progrès à faire en termes d'indicateurs de bonne gouvernance. Par exemple, sur les questions liées à la diversité du conseil d'administration les femmes ne représentent que 14 %.



MARCHÉS OBLIGATAIRES : LE RISQUE DE HAUSSE DES TAUX

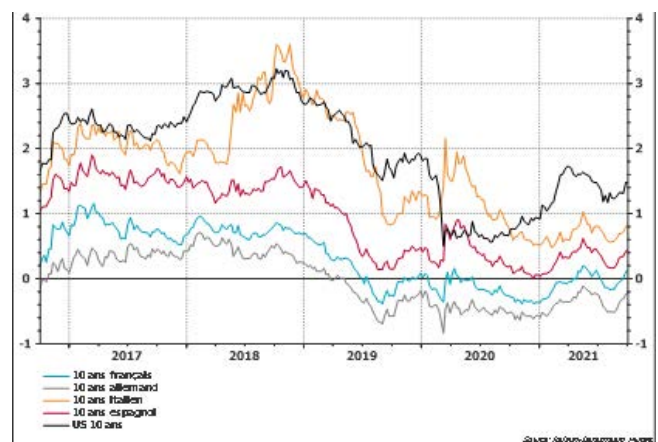
En France, les prix ont augmenté de 2,1 % en septembre par rapport au même mois de l'année précédente. L'inflation se retrouve à un niveau haut, qu'elle n'avait pas atteint depuis 2018. En effet, depuis 2010, l'indice des prix enregistrait une progression en glissement annuel autour de 1 %. La Banque Centrale Européenne (BCE) a dans son mandat une cible d'inflation qui doit être de 2 %. A priori, elle ne pourrait ne pas s'inquiéter du niveau des prix en France. Pour autant, elle ne regarde pas uniquement les prix en France mais ceux de l'ensemble des pays de la zone euro. C'est sans doute là où le bât blesse, car le taux d'inflation en zone euro est de 3,4%. En Allemagne, il atteint même des niveaux records à 4,1%, du jamais vu Outre-Rhin depuis des décennies. On sait que la hausse de la TVA a bien venue peser sur l'indice des prix. Mais c'est davantage, le rebond des prix de l'énergie qui inquiète. Ces derniers ont progressé de 17,4 % en septembre.

La hausse des prix de l'énergie reste la conséquence de la vigueur de la croissance au niveau mondial. L'activité économique a repris quasiment en même temps après une longue pause pendant les périodes de confinement. Tout le monde a eu besoin en même temps de matières premières pour produire. Un exemple sur le prix du baril de pétrole, il atteignait 25 dollars en avril 2020, il est à 80 dollars aujourd'hui. Son prix a plus que triplé. Les banques centrales et les États considèrent que cet emballement des prix de l'énergie restera transitoire, le temps pour l'offre de s'ajuster à la demande. On sait que petit à petit la croissance va se stabiliser. Les prix de l'énergie devraient donc s'affaiblir et l'inflation globale devrait donc baisser.

Rappelons toutefois les risques que constitue une inflation non maîtrisée en zone euro. Si l'indice des prix poursuit sa hausse durablement, alors la BCE pourrait être contrainte

à terme d'augmenter ses taux directeurs. Or, compte tenu de l'emballement de l'endettement des États pour soutenir la croissance et financer la reprise, une augmentation des taux pourrait changer la donne. Prenons l'exemple de la France qui enregistre une dette publique qui est passée de 98 % du PIB en 2019 à 115 % aujourd'hui. Elle emprunte à des taux proches de zéro. Or, si les taux venaient à augmenter, sa charge de la dette progresserait dangereusement. Ce qui limiterait d'autant sa capacité de soutien à la reprise. Pour les acteurs privés, la hausse des taux augmente de même le risque de défaut. L'enjeu pour la BCE est donc de maintenir à tout prix ses taux d'intérêt à des niveaux faibles pour ne pas bloquer la reprise et ne pas déclencher d'éventuelles craintes sur la capacité de rembourser des emprunteurs.

Taux d'intérêt à 10 ans



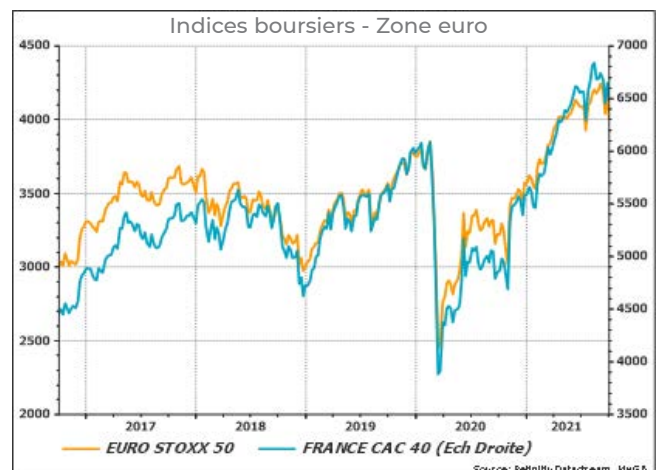
MARCHÉS ACTIONS : LES PRIX DE L'ÉNERGIE INQUIÈTENT

En Europe, l'envolée des prix du gaz (plus de +250 % par rapport au début d'année) laisse craindre un emballement de l'indice général des prix qui constituerait un frein à la croissance. Les différents gouvernements européens prennent des mesures dans l'urgence pour éviter d'éventuelles crispations sociales et économiques. Le Royaume-Uni a annoncé la création d'un fond de 500 millions de livres destinés aux ménages les plus modestes. Cette aide a été annoncée après un durcissement inédit de la fiscalité britannique. Boris Johnson a, en effet, décidé d'augmenter les cotisations sociales de 12 milliards de livres pour financer un système de santé meurtri par la crise sanitaire. À cette hausse, vient s'ajouter une augmentation des impôts de 20 milliards de livres annoncée en mars dernier. Ainsi, le Royaume-Uni devient l'un des premiers pays à consolider ses finances publiques après le double choc que constituent le Brexit et la crise Covid.

L'Italie, de son côté, a décidé des mesures de soutien pour un montant de 3 milliards d'euros visant à exonérer les ménages les plus précaires de la hausse de la facture énergétique. En Espagne, qui demeure très dépendante du gaz, la baisse de la fiscalité sur l'énergie tente d'atténuer l'effet sur le budget des ménages. En France, après un chèque énergie de 100 euros pour les 5,8 millions de foyers les plus modestes, le Premier Ministre a annoncé un gel des tarifs du gaz pour les sept prochains mois et un plafonnement du prix de l'électricité à 4 % - soit un manque à gagner pour l'État de 4 milliards d'euros. L'Allemagne fait figure de cavalier seul, pour l'heure, aucune aide n'a été annoncée de son côté.

Les Ministres des finances de la zone euro ont alerté contre les risques d'une hausse du prix significative de l'énergie. Ils souhaitent une réponse commune pour atténuer les effets sur le pouvoir d'achat des ménages européens. La question devrait être évoquée lors du conseil européen les 21 et 22 octobre prochains. Certains ministres, à l'instar de Bruno Le Maire et son homologue espagnole Nadia Calvino, proposent de structurer le marché de l'électricité au niveau européen alors que d'autres souhaitent avancer sur la nécessité de constituer des réserves de gaz communes ou négocier en commun afin d'obtenir des tarifs plus avantageux.

Indices boursiers - Zone euro





LA FRANCE FACE AUX RISQUES BUDGÉTAIRES

En France, 425 milliards d'euros ont été dépensés pendant la crise Covid pour maintenir notre appareil productif et notre niveau de vie et la dette publique a augmenté de 15 points de PIB. Nous voilà au niveau de la dette italienne avant la crise de 2012 (118 % du PIB). Pour l'instant, grâce à l'action de la BCE (Banque Centrale Européenne), la France finance ses emprunts à taux d'intérêt nul, une vraie aubaine pour penser les investissements d'avenir. Pour autant, à plus long terme, nul ne connaît les conditions de marché qui permettront de refinancer ces dettes arrivées à échéance. Ainsi, il demeure bien imprudent de croire que l'ère Covid nous ouvre la voie de l'endettement infini à taux zéro pour financer des programmes économiques sans limites.

L'augmentation des taux d'intérêt fait partie des hypothèses à forte probabilité. Cette hausse des taux pèsera sur les budgets à venir de l'État et l'amputera de sa capacité à soutenir l'économie du moment. Faire fi de ce risque futur frôle l'irresponsabilité politique. C'est notre appartenance à la zone euro qui, grâce à la rigueur des pays du « nord » (Allemagne, Pays-Bas, Autriche), nous permet de rassurer nos prêteurs sur notre capacité à conserver le cap en matière budgétaire. Sans la « rigueur » germanique*, nous n'aurions pu nous financer à des taux si attractifs.

Ainsi, les programmes économiques se doivent de partir de ce postulat, les atouts de notre adhésion à la zone euro, pour proposer un programme économique transparent, légitime et de bon sens.

À partir de fin 2022, nos engagements budgétaires vis-à-vis de Bruxelles vont être de nouveau scrutés de près. Rappelons que le Pacte de Stabilité, qui impose une certaine forme de rigueur budgétaire, n'a été que suspendu pour gérer l'urgence de la crise sanitaire. Il s'agira en outre de démontrer à nos partenaires que les 40 milliards d'euros de subventions européennes accordées dans le cadre du plan « Next Generation UE » ont bien été investis dans les secteurs concernés (transition écologique, numérique, etc.) et n'ont pas été utilisés à financer des dépenses courantes telles que la baisse d'impôts ou la hausse des dépenses sociales.

Jusqu'à présent, nous avons été épargnés par la foudre des marchés financiers alors que nous avons continué à maintenir des budgets invariablement déficitaires. Or, à partir de 2012, l'Italie, l'Espagne sans parler de la Grèce, ont dû revoir drastiquement leurs dépenses sociales à la baisse au moment de la crise des dettes souveraines.

Alors comment peut-on expliquer que la France soit passée jusqu'à présent à travers les mailles de la rigueur budgétaire ? Pourra-t-on inévitablement s'affranchir des réformes structurelles qui ont été mises en place par l'ensemble des autres pays membres de la zone euro ?

Le quinquennat Macron a fait face à une conjoncture inédite avec la crise Covid qui a rendu l'exercice budgétaire de l'État hors norme. Rappelons-nous, qu'il a commencé par un programme de réduction massive des impôts et des cotisations sociales (baisse des cotisations sociales, « suppression » de la taxe d'habitation, remplacement de l'ISF par IFI, flat tax, baisse des impôts de production, etc.). Mais alors qu'était attendue en contrepartie une réduction équivalente de la dépense publique, le quinquennat s'est poursuivi par des plans de soutien d'urgence pour faire face à la crise sanitaire (+ 425 milliards d'euros sur trois ans).

Les grandes réformes structurelles qui visaient à réduire la dépense publique pour se mettre dans le rang de la rigueur Bruxelloise n'ont pas eu lieu. Dans ce contexte, l'argent peut continuer de « couler à flots » jusqu'à fin 2022. Ensuite, il faudra revenir vers davantage de prudence et mettre en place ces réformes inlassablement repoussées. Mais, il demeure politiquement inaudible de parler de rigueur dans ce contexte électoral post Covid.

Pour autant, le relâchement budgétaire lié à la crise sanitaire ne peut être une option pour les gouvernements à venir. Les pays frugaux, Allemagne en tête, risquent de se lasser de cette France non respectueuse de ses engagements. Tous les pays européens ont fait face à cette crise et la plupart d'entre eux ont vu leurs dépenses augmenter fortement. Mais ils comprennent aussi que la BCE ne pourra pas indéfiniment racheter les dettes des États et qu'il faudra retrouver le chemin de l'équilibre budgétaire. La France ne peut pas agir comme si elle était seule au monde à l'instar des États-Unis, première puissance mondiale vivant à crédit de l'épargne mondiale.

Cette arrogance infondée qui laisse croire imprudemment à l'opinion publique que la France peut jouer d'égal à égal avec les Américains (cf. la crise des sous-marins australiens) a des conséquences dévastatrices sur notre économie. La France doit rester en phase avec la rigueur budgétaire qui assure la pérennité de la zone euro et la bonne entente avec ses partenaires. Il serait utopique de croire que les dérives budgétaires françaises puissent se pérenniser impunément. Le reste du monde n'a pas vocation à financer des budgets portés par une mauvaise gestion des dépenses publiques. La France demeure, au même titre que l'ensemble de ses partenaires européens, une économie de second rang. Ce n'est qu'en unissant leur force financière qu'ils pourront, ensemble, entrer en compétition avec les deux grandes puissances que sont les États-Unis et la Chine.

Or, des investissements colossaux demeurent indispensables dans la transition écologique, dans le numérique, dans la recherche et la santé pour assurer une croissance pérenne. C'est au niveau de l'Europe que ces enjeux doivent être portés et que les investissements doivent être financés. Le plan « Next Generation UE » constitue une première étape cruciale avec ses 750 milliards d'euros orientés vers ces secteurs d'avenir. Rappelons que, jusqu'à présent, les dépenses publiques d'investissement ont la part la plus faible dans le budget de la France (5 %) et sont toujours celles qui sont rognées. La prochaine étape est donc la renégociation du pacte de stabilité pour faire valoir l'indispensable besoin de financer les projets d'investissements au niveau européen.





CODE DE GOUVERNANCE MIDDLENEXT : DE NOUVELLES RECOMMANDATIONS EN FAVEUR DE LA RSE

Middlenext est une association professionnelle française indépendante exclusivement représentative des valeurs moyennes cotées.

L'association a été créée en 1987. Elle fédère et représente exclusivement des sociétés cotées sur Euronext et Euronext Growth, tous secteurs d'activités confondus. L'association est présidée par David Buffelard, dirigée par Caroline Weber et gérée par un conseil d'administration de 11 dirigeants d'entreprises cotées. En 2009, l'association a publié son premier code de gouvernance à destination des entreprises.

Ce code a été mis à jour en septembre 2016 avec le souhait de proposer aux entreprises un texte robuste dans le temps. Il insiste sur l'importance de l'exemplarité de tous les acteurs de la gouvernance : dirigeants, administrateurs mais également actionnaires. **Cependant, il n'intégrait pas toutes les dimensions des enjeux liés au développement durable.**

Pour transiter vers une économie plus responsable, il faudrait que les acteurs économiques soient sensibilisés et accompagnés sur les enjeux ESG. Sans des règles et des directives ESG définies, il est clair que les stratégies de long terme des acteurs ne soient pas compatibles aux attentes de durabilité. Chaque acteur petit, moyen ou grand doit avoir une feuille route claire et détaillée sur les enjeux ESG.

À l'heure où l'Entreprise est plus que jamais un acteur politique dans la cité, il est légitime que ses dirigeants rendent des comptes. Il appartient désormais aux entreprises de démontrer que la RSE est au cœur de leur stratégie.

C'est dans ce sens que Middlenext a mis à niveau son code de gouvernance publié au mois de septembre.

En effet, l'association a entamé début 2021, selon une méthodologie de co-construction, le travail de rédaction de la nouvelle version de son code avec l'ambition de rester intransigeant sur les principes de bonne gouvernance qui tiennent compte des enjeux du moment.



Le code formule trois nouvelles recommandations : sur la création d'un comité RSE, qui, dans la précédente version du Code était présentée sous forme de conseil aux dirigeants, sur la nécessité pour les administrateurs de se former très régulièrement, sur l'équité et le respect de l'équilibre femmes hommes à chaque niveau hiérarchique de l'entreprise. Le code Middlenext est appliqué par environ 250 sociétés cotées, dont plusieurs du SBF 120, sans compter les entités non cotées.

Que faut-il retenir de ce code ?

Nous avons constaté des avancées très positives en matière ESG. Il s'agit par exemple de la mise en place d'un comité RSE, des formations des administrateurs et de la comparaison des rémunérations. Cependant, le code ne demande pas aux entreprises de se fixer un objectif au sein du comité de direction, contrairement au code Afep Medef.

www.epsens.com

Avertissement

Document d'information à caractère non contractuel. Ce document reflète les vues personnelles de son auteur et n'exprime pas nécessairement les vues de Malakoff Humanis Gestion d'Actifs. Ce document est produit à titre d'information et peut être modifié à tout moment sans préavis. Le contenu de ce document est issu de sources considérées comme fiables par Malakoff Humanis Gestion d'Actifs. Néanmoins, la société ne saurait garantir la parfaite fiabilité, exhaustivité et exactitude des informations provenant notamment de sources extérieures et figurant dans ce document.