

BILAN 2020 ET PERSPECTIVES 2021

Avec la crise sanitaire, l'économie et les entreprises ont été mises à rude épreuve. Après le choc du printemps, l'année 2020 devrait se solder par la pire récession des temps modernes. Pourtant dans ce contexte morose, tout n'a pas été négatif et nous avons identifié trois inflexions majeures pour les années à venir.

I. LA CRISE SANITAIRE A MIS EN AVANT LA PERTINENCE DE L'APPROCHE ISR

L'investissement socialement responsable (ISR) a fait face cette année à son premier crash-test grandeur nature. Et c'est peu dire qu'il l'a passé haut la main aussi bien en termes de pertinence, de performances, que de flux.

Les préoccupations sociales, plus difficiles à mesurer, ont longtemps été considérées comme le parent pauvre de l'approche ESG (Environnementale, Sociale et de Gouvernance). Elles sont redevenues centrales lors de la crise du Covid. Celle-ci a remis sur le devant de la scène l'importance de l'engagement des collaborateurs dans la performance de l'entreprise, engagement le plus souvent issu d'une politique sociale forte, fondée sur la valorisation du travail et du salarié. Pendant la crise 2020, la priorité a été donnée à l'organisation du travail en privilégiant la santé et la sécurité, à la protection des salariés sur leur lieu de travail, au maintien voire à l'augmentation des salaires malgré les circonstances et au versement de primes exceptionnelles.

Mais finalement ces entreprises plus soucieuses de leur capital humain mais aussi de l'environnement et d'une bonne gouvernance ont-elles été résistantes à la crise sanitaire ?

A court terme, il semble réducteur d'attribuer la surperformance des fonds ISR aux seuls critères extra-financiers. Si les fonds ISR, ont effectivement surperformé depuis le début de l'année, une grande partie de la surperformance s'explique par les biais sectoriels. Par construction, ces fonds sont sous-pondérés, voire absents, des secteurs qui ont été les plus fragilisés en 2020 comme les énergies fossiles, les matières premières ou le secteur bancaire. Les critères financiers, tels que l'endettement et le niveau de trésorerie, sont les facteurs déterminants qui explique les divergences sectorielles lors de la chute des marchés du mois de mars. L'approche extra-financière s'analyse sur un temps long, mais les exemples de bonne gestion sociale de la crise renforcent notre conviction sur la pertinence d'intégrer ces critères extra-financiers pour créer de la valeur dans la durée.

Sur le plan environnemental, la BCE réfléchissait déjà aux moyens de jouer un rôle efficace dans la lutte contre le changement climatique. La crise

sanitaire aura aidé à obtenir un consensus politique en soutien de la taxonomie qui visent à réorienter les flux financiers vers les activités vertes et du plan de relance "vert" de 750Md€. Les États-Unis ne resteront pas en retrait puisque le programme de J.Biden prévoit également une relance verte et la nouvelle administration a déjà annoncé vouloir réintégrer les accords de Paris.

La prise de conscience d'une partie des investisseurs finaux ainsi qu'une réglementation incitant les investisseurs institutionnels à prendre en compte les enjeux environnementaux et sociaux, réoriente les flux d'investissements et soutient les valorisations. C'est un cercle vertueux qui peut s'enclencher. Les entreprises à la traîne sont aujourd'hui fortement incitées à améliorer leurs pratiques ESG pour attirer les investisseurs. Le risque de bulle est faible, les investisseurs "durables", ayant des horizons de placement plus longs, ont moins tendance à solder leurs positions à la première occasion venue.

II. LES VALEURS DE CROISSANCES ET DU NUMÉRIQUE EN SORTENT RENFORCÉES

Télétravail, divertissement et commerce en ligne... Dans un paysage économique sombre, les confinements ont mis en lumière les besoins grandissant pour le numérique et la digitalisation. Ces tendances étaient déjà manifestes avant la crise sanitaire mais, en quelques semaines, des transitions ont été réalisées là où il aurait fallu plusieurs années.

Cela s'est traduit sur les marchés par des performances et des niveaux de valorisation parfois impressionnants, pouvant générer des inquiétudes avec, comme point de comparaison la bulle technologique de 2000. Mais là où certaines sociétés technologiques affichaient alors de maigres « cash flows » et des bilans fragiles, aujourd'hui, de nombreuses grandes sociétés technologiques ont des bilans solides, des « cash flows » abondants, réguliers et en croissance.

De manière générale, les valeurs dites de croissance ont été particulièrement recherchées. Avec la persistance des taux bas, les investisseurs sont disposés à payer le prix fort pour leurs bénéfices futurs. Ces valeurs sont souvent opposées aux valeurs dites « value » dont la valeur boursière serait inférieure à leur valeur intrinsèque. Actuellement, la « value » est composée majoritairement de banques, de valeurs industrielles comme l'automobile et la sidérurgie, ainsi que de sociétés énergétiques.

2021 sera-t-elle la grande année du retour de ces valeurs dites « value » ? Chez Mansartis nous ne le pensons pas et nous considérons ce débat entre "value" et "croissance" un peu stérile!

BILAN 2020 ET PERSPECTIVES 2021

La véritable question reste sectorielle. Si, à court terme, certaines valeurs plus pénalisées dans la première partie de l'année 2020, peuvent rattraper une partie de leur retard ; à long terme, nous ne voyons pas de catalyseur positif pour une revalorisation durable de ces secteurs.

La poursuite d'une telle surperformance des valeurs de croissance comme celle que l'on a connu en 2020 est peu probable. Mais, dans un environnement prolongé de taux bas, les entreprises de croissance et de qualité vont rester recherchées, tandis que, dans le même temps, les pressions réglementaires et les politiques monétaires ultra-accommodantes continueront à peser sur la rentabilité des banques, et que la prise en compte du changement climatique et l'essor de l'ISR vont continuer d'inciter les investisseurs à délaisser le secteur des énergies traditionnelles. Il est donc peu probable que les revalorisations récentes sur les entreprises dites « Values » s'amplifient dans le futur.

III. POLITIQUE MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE : DE PUISSANTS SOUTIENS À L'ÉCONOMIE ET AUX MARCHÉS

L'année 2020 aura également été marquée par le retour en force de la puissance publique. On croyait les États enfermés dans des politiques d'austérité et les banques centrales sans marge de manœuvre avec des taux déjà au plancher et des bilans surchargés d'actifs. Force est de constater que lorsque les circonstances le requièrent, tout est possible.

Avec beaucoup de réactivité, les outils expérimentés durant les crises précédentes ont été à nouveau mobilisés et souvent amplifiés : baisse de taux, achat d'actifs, refinancement des banques à des taux avantageux, ciblage de la courbe des taux... Le panel d'outils utilisés est large et la politique monétaire ne se résume plus uniquement au pilotage des taux directeurs. Les leçons de la crise de 2008 ont été retenues : la priorité est de ne pas laisser le

système bancaire dysfonctionner. Les précédentes crises ont montré que le risque inflationniste, l'aléa moral et l'envolée des dettes publiques n'étaient pas prioritaires dans ces situations.

D'un point de vue budgétaire, les annonces de confinement se sont accompagnées de mesures d'accompagnement volontaristes : étalement des charges des entreprises, abondance de crédit via les garanties d'État et, en Europe, encouragement et extension du chômage partiel pour éviter les licenciements. Aux États-Unis, le choix fut de soutenir les revenus des ménages grâce à un crédit d'impôt ou à des allocations de chômage plus élevées pour maintenir la confiance des ménages. La question du financement se posera plus tard. Pour l'instant, l'objectif est d'atténuer au maximum l'impact économique « quoi qu'il en coûte » pour éviter de passer d'une récession temporaire à une dépression dont les impacts seraient beaucoup plus profonds. Les déficits budgétaires, en forte hausse, sont pour le moment aisément financés grâce à un coût de la dette historiquement faible que les banques centrales ont la responsabilité de maintenir bas pour au moins deux ans encore.

La crise de 2020 est singulière sur un point important, elle est une crise exogène qui est intervenue dans une économie en croissance sans excès affirmés et non une crise financière, conséquence d'abus passés. De part sa nature particulière, elle a créé une certaine abondance d'épargne et de dette publique mais aussi une accélération de la digitalisation de l'économie. Les déséquilibres, qui inquiètent, ne devraient pas être structurels et devraient se résorber avec le retour de la croissance. Les inflexions majeures amplifiées par cette crise, digitalisation, pertinence de l'intégration de critères ESG et mobilisation des États pour répondre aux défis climatiques, sont, elles, structurelles et devraient être créatrices de valeur et d'opportunités à terme.