

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

FRANCE

De la lumière au bout du tunnel ?

Le choc récessif massif du premier semestre 2020 a été suivi d'un rebond tout aussi spectaculaire de l'activité économique au troisième trimestre (+18,5%) mais de courte durée. Le scénario en « W » s'est, en effet, matérialisé : le PIB a rechuté au quatrième trimestre (-1,3%), dû au reconfinement instauré le 30 octobre 2020 pour endiguer la nouvelle vague épidémique. Et il faut s'attendre à une nouvelle baisse au premier trimestre 2021. Le deuxième « V » est toutefois moins marqué que le premier : à la baisse, notamment parce que le confinement est moins strict ; à la hausse, car des contraintes sanitaires subsistent et l'économie est fragilisée. La route s'annonce encore longue mais l'arrivée des vaccins permet d'entrevoir la lumière au bout du tunnel. Les premiers effets positifs du plan France Relance devraient aussi soutenir la croissance, ce qui devrait permettre d'envisager un retour du PIB à son niveau d'avant-crise en 2022 - sauf accident.

Le rebond du 3^{ème} trimestre 2020

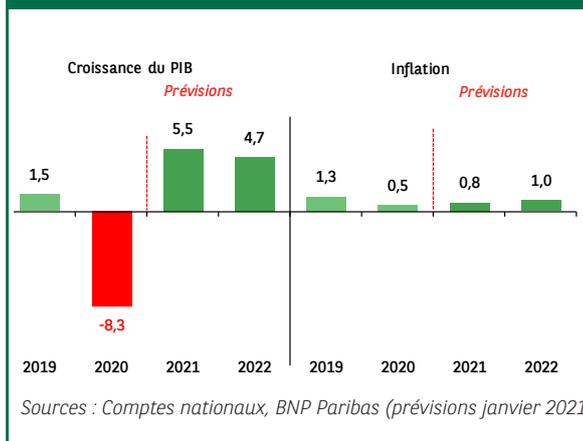
D'après la dernière estimation de l'INSEE, le PIB français a crû de 18,5% au 3^{ème} trimestre 2020, un rebond aussi spectaculaire que le plongeon qui l'a précédé (-19% au 1^{er} semestre 2020). Ce rebond est le deuxième plus important de la zone euro (seule l'Irlande fait mieux avec +21,4%). Il ne permet toutefois pas de rattraper tout le terrain perdu : le PIB reste 3,7% sous son niveau de la fin 2019, ce qui est à la fois peu - compte tenu du point bas par lequel l'économie est passée - et beaucoup au vu des freins à l'œuvre qui font que les derniers pourcents à rattraper le seront plus lentement et difficilement que les premiers.

Toutes les composantes du PIB ont très fortement augmenté. L'évolution de l'investissement des entreprises et de la consommation des ménages retient plus particulièrement notre attention.

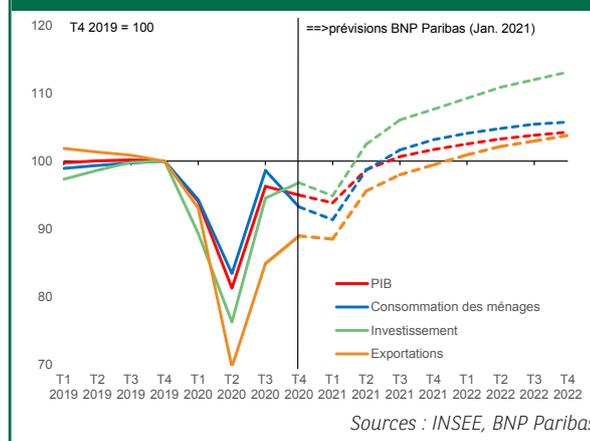
• L'investissement des entreprises a chuté de 21% au 1^{er} semestre 2020 avant de rebondir d'autant au 3^{ème} trimestre, des chiffres proches de ceux du PIB alors qu'habituellement les fluctuations de l'investissement sont nettement plus prononcées que celles du PIB. Il n'y a pas eu d'accentuation de la contraction en raison de la détérioration du climat des affaires et de l'accroissement de l'incertitude.

• L'enquête d'octobre 2020 de l'INSEE sur les investissements dans l'industrie traduit également cette relative résistance : la baisse attendue en 2020 (-14%) est moins marquée que celle observée lors de la crise des subprimes en 2009 (-22%). Cela illustre la nature foncièrement différente des deux crises et les contraintes financières moins fortes aujourd'hui grâce au vaste soutien budgétaire et monétaire déployé depuis le printemps.

1- Croissance et inflation



2- Illustration du scénario en « W »



• La consommation des ménages est, avec la consommation publique, la composante du PIB qui s'est le plus redressée. S'agissant du rebond de la consommation de biens, on peut être déçu qu'elle ait dépassé de seulement 1% son niveau d'avant-crise alors même qu'elle est moins empêchée par les restrictions sanitaires que la consommation de services. Mais, dans le contexte actuel, on peut aussi, et surtout, être favorablement impressionné par le fait qu'elle l'ait dépassé. La baisse marquée du taux d'épargne des ménages au 3^{ème} trimestre 2020, à 16,5% de leur revenu disponible brut, confirme une lecture positive des chiffres de la consommation.

Le risque du « W » s'est matérialisé

Essentiellement mécanique, on savait que le rebond du 3^{ème} trimestre 2020 serait suivi d'une croissance moins forte, à mesure que les effets de rattrapage s'atténueraient et du fait de la persistance de fortes disparités sectorielles et des contraintes et incertitudes sanitaires. Le reconfinement, débuté le 30 octobre pour endiguer la nouvelle vague épidémique, a remplacé la question de l'ampleur de l'essoufflement par celle de la contraction. Le risque d'un



scénario en W s'est donc matérialisé (cf. graphique 2). Le deuxième « V » est toutefois moins marqué que le premier.

Les raisons de la baisse moins forte sont les suivantes :

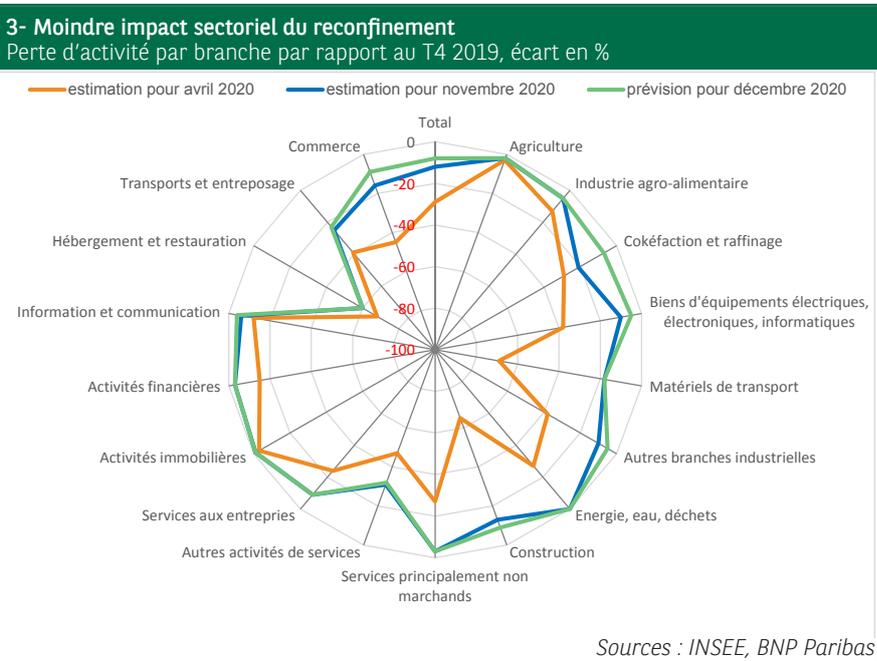
- le deuxième confinement est moins strict que le premier ; l'impact sectoriel est plus concentré (cf. graphique 3) ;
- les entreprises et les consommateurs se sont adaptés ;
- l'environnement international est moins détérioré.

De fait, les enquêtes d'octobre et novembre sur le climat des affaires et la confiance des consommateurs montrent une rechute nette, mais bien moindre qu'en mars-avril. Et en décembre, à la faveur d'un début d'allègement du confinement, les deux indicateurs se sont fortement redressés, témoignant d'une bonne réactivité à la levée partielle des mesures de confinement.

D'après la 1^{ère} estimation de l'INSEE publiée le 29 janvier 2021, la rechute de l'activité s'est effectivement avérée limitée, le PIB n'enregistrant qu'une baisse de 1,3% t/t au dernier trimestre 2020. La composition de cette « croissance » est inhabituelle : l'investissement et les exportations ont joué un rôle d'amortisseur – se substituant à la consommation des ménages.

Sur l'ensemble de 2020, la contraction du PIB français atteint donc 8,3%. La résistance de l'investissement des entreprises ne se dément donc pas, tandis que la consommation des ménages paie le plus lourd tribut au confinement de novembre-décembre (-5,4%).

Si la baisse du PIB est restée limitée au dernier trimestre 2020, le risque, toutefois, est qu'elle se prolonge au 1^{er} trimestre 2021 et que la reprise attendue soit décalée dans le temps. L'évolution de la situation économique reste en effet suspendue à celle de la situation sanitaire et des mesures de confinement afférentes. Le scénario le plus probable étant un durcissement, nous nous attendons à une nouvelle baisse du PIB au 1^{er} trimestre 2021, qui avoisinerait celle du dernier trimestre 2020.



Le rebond à compter du 2^{ème} trimestre 2021 (la partie ascendante du « V ») devrait être aussi limité : le confinement ne serait allégé que progressivement sur fond de persistance des contraintes et incertitudes sanitaires, l'économie demeurant affaiblie et les disparités sectorielles importantes. Le risque du développement incontrôlé de « variants » d'une part, et les problèmes d'approvisionnement en vaccins d'autre part sont des facteurs d'incertitude majeurs.

Espoirs et défis de 2021 et 2022

Le redémarrage économique attendu en 2021 devrait être progressif mais significatif. Progressif pour les raisons évoquées ci-dessus, auxquelles s'ajoutent les caractéristiques sectorielles de l'économie française, notamment le poids élevé des services marchands (plus durement et durablement affectés par la crise sanitaire que l'industrie). **Les séquelles du choc récessif massif de 2020 pèseront également sur la reprise (défaillances d'entreprises, chômage plus élevé, ratios de dette plus élevés, moindres gains de productivité).**

Avec une croissance attendue à 5,5%, si les risques évoqués ci-dessus ne se matérialisent pas, le rebond n'en serait pas moins significatif. En plus de la poursuite du rattrapage du niveau normal de l'activité, **la croissance devrait être soutenue par les effets amortisseurs des mesures d'urgence et les premiers effets du plan France Relance, notamment sur l'investissement.**

Le potentiel de rebond de la consommation des

ménages est également important compte tenu de l'épargne accumulée pendant la crise. Son caractère liquide la rend facilement mobilisable. Néanmoins, sa concentration dans le haut de l'échelle des revenus entraîne l'effet contraire, les dépenses des plus aisés (voyages, sorties et autres loisirs) étant plus contraintes par la crise sanitaire. **Le risque existe aussi que cette épargne soit transformée en épargne de précaution.** Ce sera affaire de confiance. Cela dépendra aussi de

la situation du marché du travail qui s'annonce, au mieux, mitigée, avec un redressement attendu de l'emploi mais aussi du taux de chômage, le risque étant que le premier soit faible et le second important.

L'arrivée des vaccins et le démarrage d'une large campagne de vaccination en 2021, en France et ailleurs dans le monde, devraient être un autre facteur de soutien important. Ils permettent d'entrevoir la lumière au bout du tunnel, même si celle-ci, au moment où nous écrivons, ressemble plutôt à la lueur vacillante d'une bougie... La diminution progressive du risque sanitaire, des contraintes et des incertitudes associées, devrait jouer favorablement sur les anticipations et les comportements de dépenses. Cependant, ce scénario doit, à date, être considéré comme plutôt optimiste.

Le rétablissement complet s'annonce donc long mais 2022 apparaît comme un horizon accessible pour un retour à la normale, c'est-à-dire un retour du PIB à son niveau d'avant-crise et de l'économie à 100% de son niveau de fonctionnement normal.

Hélène BAUDCHON

Recherche économique Groupe
helene.baudchon@bnpparibas.com

1. Comme elle s'était à peine redressée entre les deux confinements, la rechute de la confiance des ménages l'amène toutefois à un point bas depuis décembre 2018.

2. Le poids des secteurs les plus exposés se monte à 22% de la valeur ajoutée et 29% de l'emploi (matériels de transports, commerce, services de transports, hébergement et restauration, autres services récréatifs).



La notation extra-financière, un marché stratégique en pleine mutation

La notation extra-financière, petite sœur de la notation financière « classique »

Pour comprendre l'univers de la notation extra-financière, il est nécessaire de s'intéresser en premier lieu à la notation financière « classique ». En effet, les premières notations qualifiant la performance d'une entité ont été produites par des agences de notation financière (ANF), entreprises privées appréciant le risque de solvabilité financière d'une organisation - entreprise ou Etat - et de ses opérations financières. Sur la base de la documentation publique et réglementaire produite par l'entité évaluée et complétée par des audits, les agences établissent une notation (généralement entre A et D) payée par l'entreprise - on parle de « notation sollicitée » - reflétant la capacité de l'entité à rembourser ses dettes. Dans une économie globalisée et complexifiée, les ANF permettent ainsi aux investisseurs de disposer d'une évaluation standardisée de la solidité financière des entités notées. Ceci leur permet de mieux gérer le risque de défaut de leur portefeuille et de construire des stratégies d'investissement adaptées à différents publics d'épargnants et d'investisseurs, selon le profil de risque des entités sous-jacentes. Si l'on dénombre plus d'une centaine d'ANF à ce jour, **le marché est depuis longtemps dominé par trois d'entre elles, toutes nord-américaines : Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings. A elles seules, « the Big Three » contrôlent 93 % du marché mondial de la notation.** L'agence chinoise Dagong a été créée en 1994 pour tenter d'équilibrer cet oligopole américain mais reste moins influente que les *Big Three*. L'UE a plusieurs fois fait part de son intérêt pour la création d'une ANF européenne mais à ce jour ce projet ne s'est pas encore concrétisé.

Les agences de notation extra-financière (ANEF) attribuent quant à elles une note aux organisations sur la base de critères extra-financiers, généralement désignés par l'acronyme ESG (Environnement, Social et Gouvernance). Elles intègrent ainsi dans leur analyse des dimensions non prises en compte, ou de façon indirecte, par les ANF. De plus, elles n'ont pas pour vocation première d'évaluer le risque de défaut de portefeuille mais la performance ESG de l'émetteur. Ces notations sont traditionnellement dites « déclaratives ». Elles sont basées sur des informations publiques collectées par les ANEF et complétées par les entreprises. Elles sont traditionnellement payées

par les investisseurs sous la forme d'achat des notations. On commence néanmoins à voir un certain nombre d'ANEF développer des notations sollicitées à la charge des émetteurs qui sont évalués, à l'instar des agences de notation classiques, afin de rentabiliser leur modèle (exemples de V.E, Standard Ethics, etc.).

Les premières agences naissent dans les années 90

Les premières ANEF ont été créées au cours des années 1990 : Sustainalytics en 1992, Oekom en 1993, SAM en 1995, MSCI sur les bases d'Innovest en 1995 et enfin Vigeo, sur les bases d'AReSE, en 1997. Elles se sont d'abord lancées dans une évaluation assez qualitative de la performance sociale et environnementale des entreprises et la définition de critères d'exclusion, avant de développer des notations sectorielles (comparaison des entreprises au sein d'un secteur/univers) grâce à l'amélioration de la qualité du reporting ESG des entreprises. Cette progression découle tant du développement de standards et méthodologies communs (Global Reporting Initiative, ISO 26000...) que de l'action du législateur français (lois NRE, Grenelle 2...).

Historiquement, le développement des ANEF répond à celui de l'investissement socialement responsable (ISR), que l'on peut définir comme l'application des principes du développement durable aux activités d'investissements. Quelle que soit l'approche choisie par l'investisseur - intégration de critères ESG, liste d'exclusion, approche thématique... -, il est en effet nécessaire de pouvoir noter et comparer les différentes entités d'un même univers afin de faire ressortir les plus avancées en matière extra-financière. De plus en plus, elles jouent également un rôle de conseiller et/ou de certificateur dans le cadre du développement de produits financiers dits « verts » ou « durables » (exemple des émissions obligataires vertes).

Un marché initialement fragmenté mais désormais en phase de concentration

À l'inverse de l'oligopole constaté en matière de notations financières, le paysage de la notation extra-financière est beaucoup plus fragmenté, chaque agence ayant une zone d'influence essentiellement nationale ou régionale. Il apparaît en outre que les notations extra-financières obtenues par les entités évaluées varient plus fortement que les notations financières. On

constate également une spécialisation plus importante des ANEF, qui peuvent se concentrer sur une zone géographique, un type particulier d'acteur économique (grosses entreprises cotées, PME...) ou des thématiques (impacts environnementaux pour le CDP, gouvernance d'entreprise pour SAM, produits et services ESG pour Sustainalytics...). **Le rachat progressif de ces acteurs par des ANF, constaté depuis 2010 et en nette accélération depuis deux ans, pourrait toutefois entraîner une certaine normalisation du marché, voire à terme une concentration de l'offre de notation extra-financière sur le même modèle que la notation financière.**

Quand notations extra-financières et financières convergent

Historiquement séparés, les univers des ANF et ANEF ont amorcé un rapprochement depuis quelques années, qui s'accélère aujourd'hui. Cette évolution coïncide avec l'intérêt croissant des investisseurs pour les sujets ESG, qui ne se contentent plus d'évaluations portant uniquement sur le déploiement de politiques et d'indicateurs RSE par les émetteurs mais souhaitent également estimer l'impact social et environnemental de leurs activités via leur exposition aux risques ESG, à commencer par les risques climatiques. On constate en outre un élargissement du champ de l'analyse des ANEF, dépassant le strict cadre de la RSE pour s'étendre à des thématiques relatives à l'éthique (lutte contre la corruption, bonne gouvernance, protection des données personnelles, lobbying responsable, etc.) ou encore à la disruption technologique (intelligence artificielle, digitalisation, concurrence des fintechs, etc.).

Ces évolutions sont la conséquence d'une prise en compte plus précise des dimensions ESG et sur un périmètre plus large par les investisseurs, qui confèrent à ces thématiques une importance jusqu'ici inédite dans leur analyse. L'expérience a prouvé qu'une mauvaise gestion des enjeux ESG pouvait avoir de fortes conséquences sur la performance économique d'une entreprise, que cela soit dû à une réputation ternie auprès de ses clients-consommateurs, à des sanctions du fait de pratiques illégales ou contraires à l'éthique professionnelle, à des pertes financières causées par des investissements dans des secteurs à risques ou des actifs dépréciés, ou encore un déficit d'engagement de la part des employés et une mauvaise rétention de ces derniers. Dans ce contexte, **le renforcement du cadre**



réglementaire pesant sur les entreprises en matière de responsabilité envers leurs parties prenantes, tant internes (collaborateurs) qu'externes (clients, fournisseurs, société civile, pouvoirs publics), pousse les investisseurs et à travers eux, les ANEF, à évaluer le degré de conformité des émetteurs avec ces nouvelles obligations, comme la loi française sur le Devoir de Vigilance de 2017, les recommandations de la Task Force on Climate-related Financial

essentiellement des ANEF européennes rachetées par des ANF anglo-saxonnes. Ces rachats permettent aux ANF de monter rapidement en compétence – notamment grâce à l'acquisition de séries de données ESG long-terme – sur des sujets nouveaux pour elles et qu'elles souhaitent désormais inclure dans leur analyse, via la prise en compte de critères ESG dans leurs notations financières et/ou en développant de nouveaux produits (comme l'*ESG Evaluation* de S&P).

sur des critères ESG (obligations vertes ou durables, *sustainability-linked loans*, contrats à impact social...) a permis aux ANEF de proposer leurs services comme tierces parties expertes indispensables à la conception, l'évaluation et la certification de ce type de produits et services financiers innovants.

A ce jour, il est trop tôt pour déterminer le rôle exact de la notation ESG et ses formes futures suite à l'absorption de ses principaux acteurs

LES PRINCIPALES AGENCES DE NOTATION EXTRA-FINANCIERE

	Nationalité	Actionnariat	Effectifs et chiffre d'affaires
	Née entre le Canada et l'Europe, où se trouve son siège social (Amsterdam), Sustainalytics est désormais entièrement détenue par un groupe américain.	En 2017, Morningstar, entreprise de gestion d'actifs américaine, achète 40% des actions de l'ANEF. Le 21 avril 2020, Morningstar complète son acquisition et achète les derniers 60% du capital de Sustainalytics.	<ul style="list-style-type: none"> • 600 employés • 134M\$ (2019)
	A l'origine allemande, l'ANEF allemande Oekom a été rachetée en 2018 par l'américain ISS (Institutional Shareholder Services) pour développer par la suite la notation <i>ISS ESG Corporate rating</i> .		<ul style="list-style-type: none"> • 150-200 employés • 578M\$ (2019) pour le groupe.
	SAM constituait auparavant les activités de notation ESG de RobecoSAM, la filiale suisse de la société de gestion d'actifs néerlandaise. En 2019, l'américain S&P Global (Standard & Poor's) fait l'acquisition de ces activités de notation, notamment pour développer sa propre notation <i>ESG Evaluation</i> .		<ul style="list-style-type: none"> • 120 employés
	MSCI est une compagnie américaine, qui a développé la notation <i>MSCI ESG Rating</i> .	MSCI est détenue par plusieurs actionnaires, dont le plus important est le groupe Vanguard avec 10,2%.	<ul style="list-style-type: none"> • +200 employés • 1,27Md\$ (2017) pour le groupe.
	Vigeo, ANEF française, s'est associée en 2005 avec le belge Ethibel. En 2015, Vigeo fusionne avec l'agence britannique Eiris pour former le groupe Vigeo Eiris. Le groupe est vendu à l'américain Moody's en 2019 et est renommé « V.E » en 2020.	Filiale de Moody's depuis 2019, ANF américaine dont les principaux actionnaires sont Berkshire Hathaway (13%) et Vanguard (9%). Avant 2019, son capital était détenu à 91% par des gestionnaires d'actifs français.	<ul style="list-style-type: none"> • 150 employés

Disclosures (TCFD) émises par le Financial Stability Board en 2017, la directive européenne sur le Reporting Extra-Financier de 2018, ou encore la Taxonomie des activités durables de la Commission européenne de 2020.

La notation extra-financière européenne, de plus en plus sous contrôle des agences traditionnelles anglo-saxonnes

Le reporting plus complet des émetteurs sur ces sujets d'une part, et le suivi renforcé des investisseurs et des ANEF d'autre part, dans une approche d'évaluation des risques et des impacts ESG, semblent expliquer l'actuelle accélération des rachats d'agences extra-financières par des agences financières classiques. Les rachats se succèdent en effet depuis deux ans (Oekom par ISS en 2018, Vigeo Eiris par Moody's et SAM par Standard & Poor's en 2019...) révélant l'intérêt croissant des ANF, dont l'analyse de risque est au cœur du savoir-faire, pour la notation extra-financière. A noter que **ce mouvement concerne**

En ce sens, les spécialistes des ANEF, ayant une connaissance approfondie des enjeux ESG sectoriels saillants et des référentiels idoines (*Global Reporting Initiative* (GRI), Objectifs de développements durables (ODD), *Sustainability Accounting Standards* (SASB), TCFD, taxonomie verte...), sont des ressources-clés.

Les moyens financiers considérables des ANF, conséquence de leur oligopole et de leur business model reposant sur des notations de crédit « sollicitées », c'est-à-dire rémunérée par les entités notées, et incontournable pour les émetteurs, les placent en position de force par rapport aux ANEF, plus petites et spécialisées. On constate d'ailleurs que ces dernières se mettent à développer des services de notations sollicitées (V.E sous l'égide de Moody's), autre signe d'une uniformisation des ces deux univers. Au-delà de l'acquisition d'une expertise, l'enjeu pour les ANF est également de pénétrer un marché déjà porteur : le boom de la finance durable et du développement de produits et services basés

par les ANF. Cette concentration pourrait mener, dans un horizon de 5 à 10 ans, à la diminution du nombre des notations ESG, voire à leur disparition au profit de notations de crédits « enrichies » en critères ESG. Cela pourrait aussi entraîner le développement de notations ESG méthodologiquement disruptives, dans un souci de différenciation. L'impact de facteurs exogènes à ces univers ne doit pas non plus être minoré. Pour l'heure, deux tendances marquées se dégagent : le développement par les ANF de leurs propres outils de notation extra-financière d'une part, et l'intégration – encore assez expérimentale – de critères ESG dans leurs notations de crédit d'autre part.

Paula MEISSIREL et Thomas MILLET
Relations avec les parties prenantes
RSE Groupe - BNP Paribas

1. De 1997 à 2014, Fitch Ratings a été propriété du groupe français Fimalac. L'agence a été vendue en 2014 au groupe de presse californien Hearst.
2. Source : Florian Berg, MIT Sloan School of Management, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG ratings* (2019).

