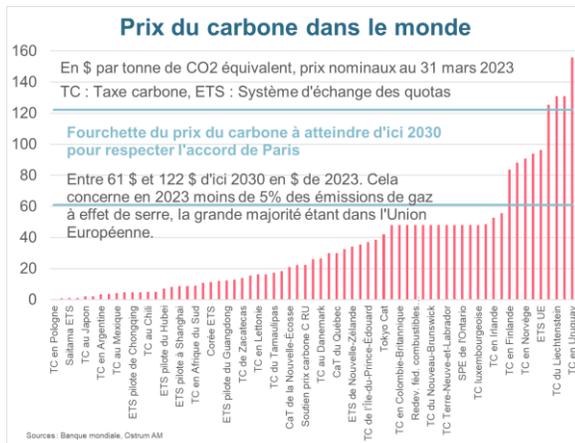


- **Le thème de la semaine : COP28, dans un monde (très) endetté**
 - L'année 2023 marque un tournant dans la dette publique mondiale ;
 - La trajectoire de la dette publique a été revue significativement à la hausse par rapport aux précédentes projections pré-Covid;
 - Les entreprises sont plus frileuses à émettre de la dette d'obligations « vertes » ESG, à cause de la hausse de leurs coûts d'emprunt ;
 - Cela risque de constituer un frein à la transition verte et à l'atteinte des objectifs climatiques ;
 - L'interconnexion entre dette et climat dans les pays en voie de développement accentue leur vulnérabilité, nécessitant un soutien financier important des pays riches pour financer leur transition verte.

- **La revue des marchés : La Fed rejoue avec les marchés**

- Fed : une communication périlleuse pour cadrer les anticipations ;
- Performances mensuelles historiques sur les actions et les obligations;
- Stabilisation du dollar ;
- Les spreads toujours bien orientés.

- **Le graphique de la semaine**



La lutte contre le changement climatique requiert un degré de coopération internationale inédit dans un contexte international troublé.

Cette coopération prendra notamment la forme d'une homogénéisation des prix du carbone. Le prix du carbone est déterminé soit au travers de taxes soit au moyen d'un système d'échange de quotas. Les prix actuels s'échelonnent entre 0 en Pologne et 160 \$ la tonne en Uruguay.

L'objectif de prix de la tonne de carbone en dollars constants intégré dans les accords de Paris se situe entre 61 \$ et 122 \$ à l'horizon de 2030.

Fin mars 2023, moins de 5% des émissions de gaz à effet de serre mondiales étaient couvertes par un prix du carbone se situant dans cette cible ou au-dessus, essentiellement des pays de l'Union Européenne. C'est très insuffisant.



Axel Botte
 Directeur Stratégie Marchés
 axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih
 Stratégiste pays émergents
 zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès
 Stratégiste pays développés
 aline.goupil-raguenes@ostrum.com

- **Le chiffre de la semaine**

8,9%

Source : Bloomberg

Le S&P 500 a progressé de 8,9 % ce mois-ci, soit son deuxième meilleur mois de novembre depuis 1980, derrière le rebond alimenté par la pandémie en 2020, selon les données compilées par Bloomberg.

• **Thème de la semaine**
COP28, dans un monde (très) endetté

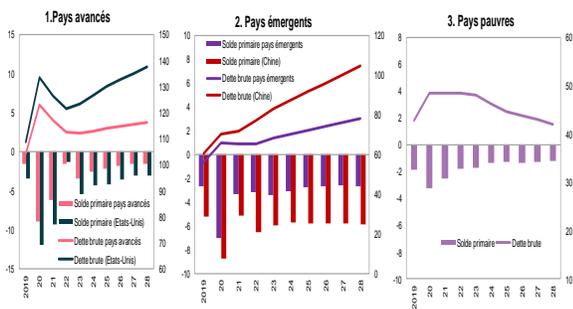
Après la crise du Covid et la guerre en Ukraine, les finances publiques se sont nettement détériorées dans le monde entier, notamment dans les pays en développement, limitant leurs marges de manœuvre budgétaires pour financer la transition verte. Le resserrement des conditions financières mondiales est également une contrainte pour les entreprises qui deviennent plus frileuses à émettre de la dette. Ce sont des points de préoccupation importants à l'heure de la COP28 et qui auront des implications sur le défi de la transition verte.

2023 : un tournant pour la dette publique...

États-Unis et Chine : les deux moteurs de la dette publique mondiale

La dette publique est élevée partout dans le monde et les coûts d'emprunt ont augmenté, relevant significativement la trajectoire de la dette publique par rapport aux précédentes projections pré-Covid. Les graphiques ci-dessous montrent les projections du FMI pour les pays dits avancés et émergents.

Projection de la dette publique et du solde primaire budgétaire, 2019-28 (% du PIB)



Sources: FMI, World Economic Outlook database, Ostrum AM

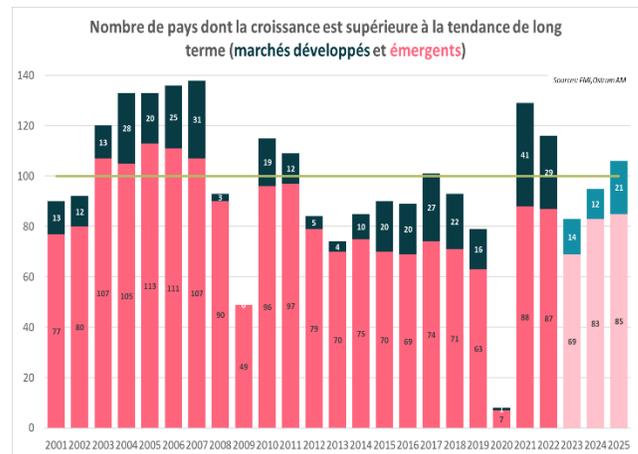
L'augmentation de la dette publique au niveau mondial est liée aux États-Unis (140 % du PIB en 2028) et à la Chine (104 % du PIB en 2028) ! Après la baisse en

2021-2022, le ratio dette publique/PIB devrait continuer d'augmenter de 1 ppt/an sur le moyen terme. Hors Chine et États-Unis, le ratio devrait baisser de 0,5 ppt/an. Néanmoins, à ce rythme, la dette publique mondiale devrait atteindre 100 % du PIB à la fin de cette décennie.

Dans les pays en voie de développement, la dette publique paraît faible, mais la charge d'intérêt représente souvent une part très importante des revenus des pays.

Une croissance sous la tendance de long terme alourdit le fardeau de la dette

Le graphique ci-après montre le nombre de pays dont la croissance est supérieure à la tendance de long terme, avec une répartition entre les pays dits développés et émergents.

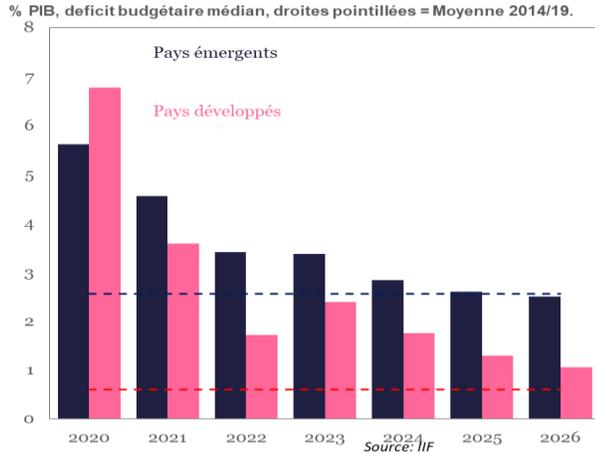


Pour le construire, nous calculons, à partir de la base de données du FMI, la croissance moyenne sur les 20 dernières années pour les marchés développés et émergents que nous comparons avec la prévision de croissance. Le nombre de pays qui devraient avoir une croissance supérieure à la tendance de long terme est inférieur à la moyenne de long terme (100) pour 2024 et 2025. Seulement 12/40 pays dits développés et 85/154 pays dits émergents enregistreront une croissance supérieure à leur tendance de long terme en 2024. Un ralentissement de la croissance accentue le fardeau de la dette.

Des déficits budgétaires dans le rouge

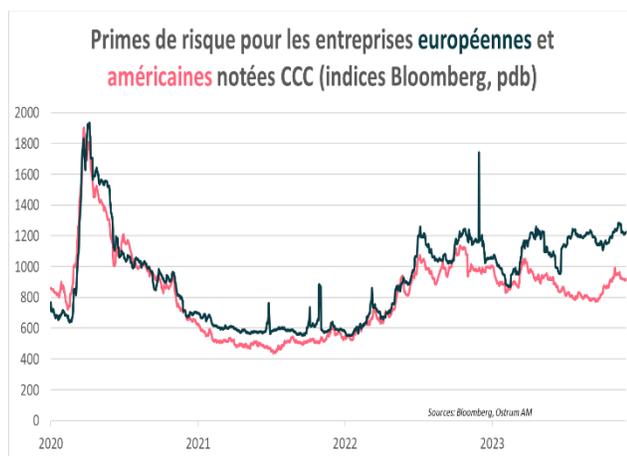
La hausse des taux d'intérêt réels et le creusement des déficits budgétaires qui restent supérieurs à leur niveau

d'avant crise Covid, notamment dans les pays développés (graphique ci-dessous, tiré de l'IIF), devraient contribuer à maintenir la trajectoire haussière de la dette publique. Cela signifie que le fardeau de la dette va s'accroître, nécessitant un ajustement sur le moyen terme, afin de reconstituer des matelas budgétaires.



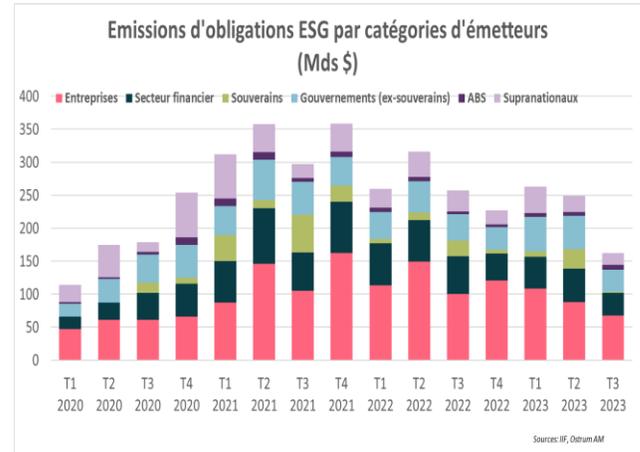
... Et pour les entreprises ?

Le resserrement des conditions financières pèse également sur les entreprises dont les coûts d'emprunt ont significativement augmenté. Le graphique qui suit montre la divergence entre les primes de risque des entreprises européennes et américaines, notées « CCC ».



L'impact du resserrement monétaire a été plus fort pour les entreprises européennes qu'américaines. Cela a également une incidence sur leurs émissions d'obligations « vertes » ESG qui ont chuté au T3 2023,

revenant à leur niveau de 2020, comme le montre le graphique ci-dessous.



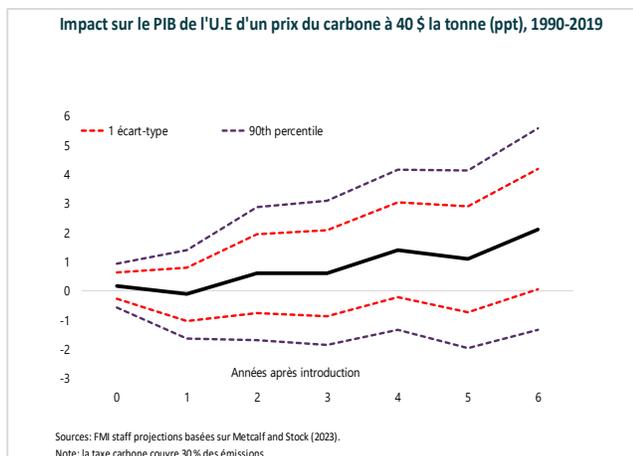
La baisse des émissions d'obligations vertes « ESG » au T3 2023 est liée aux entreprises non-financières. Cela agit comme une contrainte au financement de la transition verte.

Quelles implications pour la transition verte ?

Les gouvernements font face à trois défis. Comment concilier soutenabilité de la dette, objectifs climatiques et faisabilité politique ?

La tarification du carbone

La tarification du CO₂ apparaît comme une des solutions pour assouplir la pression budgétaire, mais, comme les autres mesures liées aux revenus, elle peut être politiquement impopulaire, malgré son efficacité à réduire les émissions et à générer des revenus potentiels. Le graphique ci-dessous montre les projections du FMI sur l'impact d'une taxe carbone de 40 \$ la tonne sur le PIB de l'Union européenne.



Les intervalles de confiance sont larges... Après 6 années d'introduction de la taxe carbone, le modèle suggère que le PIB européen pourrait augmenter de 2 ppt. Cependant, même si la tarification du carbone est un outil nécessaire à la réduction des émissions de CO₂, il n'est pas suffisant et doit être accompagné d'autres politiques visant à remédier aux défaillances de marché, ainsi qu'à catalyser le financement privé et l'investissement dans les technologies à faibles émissions de carbone. Par ailleurs, des transferts budgétaires seront nécessaires pour protéger les ménages, les salariés et les populations vulnérables pendant la transition verte.

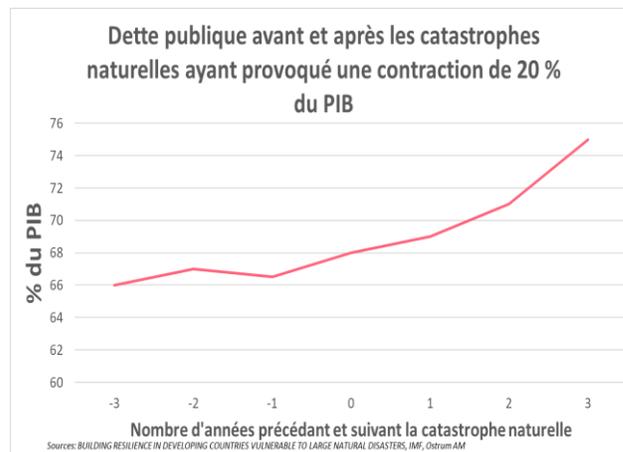
Le financement de la transition verte dans les pays en voie de développement

C'est l'un des sujets les plus controversés qui devra être abordé pendant la COP28. Qui paiera la transition verte des pays en voie de développement ? Selon l'O.N.U., ces pays auront besoin de 200 milliards de dollars par an d'ici 2030 pour s'adapter aux changements climatiques.

C'est dans cette perspective que le fonds « pertes et dommages » a été créé. Ce fonds devrait débloquer 100 milliards de dollars d'ici 2030. Or, les pays riches rechignent à respecter leur engagement. Le fonds « pertes et dommages » reste donc à construire : gageons que des avancées concrètes émergeront pendant la COP28, car ce sont des pays qui ont une vulnérabilité élevée au changement climatique.

Il y a même une interconnexion entre la dette et le climat pour les pays en voie de développement. Selon une étude du FMI de 2019, qui a analysé 11 cas de catastrophes naturelles majeures entre 1992 et 2016

dans les pays en développement – provoquant une contraction du PIB de 20 % –, la dette publique a augmenté en moyenne de 68 % à 75 % du PIB, trois années après la catastrophe, comme le montre le graphique ci-après.



Les catastrophes climatiques sont un important catalyseur de dette pour les pays en voie de développement, limitant les marges de manœuvre budgétaires pour d'autres dépenses comme l'éducation et la santé, qui sont également deux autres axes d'action importants dans la lutte contre les conséquences du changement climatique.

Conclusion

L'endettement public élevé et la hausse des coûts d'emprunt ont des implications pour la transition verte, en limitant les marges de manœuvre budgétaires et les émissions d'obligations « vertes » ESG. La tarification du carbone est un outil nécessaire pour réduire les émissions de carbone, mais pas suffisant, et doit être accompagnée par des politiques pour compenser les coûts sociaux qu'elle engendre. Dans les pays en voie de développement, l'interconnexion entre dette et climat accentue leur vulnérabilité, nécessitant un important soutien financier des pays riches, afin de financer leur transition verte. Le calendrier électoral chargé en 2024 risque de retarder la consolidation budgétaire et repousser l'atteinte des objectifs climatiques.

Zouhoure Bousbih

• La revue des marchés

La Fed rejoue avec les marchés

Le retour des petites phrases des Banquiers centraux pour encadrer les niveaux de taux calment les esprits après un mois de performance stellaire sur les actions et les obligations.

Les marchés financiers ont connu un mois de novembre historique. Le S&P 500 a repris près de 10% alors que les marchés obligataires mondiaux gagnaient 5%, soit la meilleure performance mensuelle depuis 2008 au plus fort de la crise financière. La désinflation s'accélère et alimente les anticipations de baisses des taux dès le deuxième trimestre. La Fed, qui avait considéré début novembre que la hausse des taux à long terme entre août et octobre réduisait la nécessité d'agir sur les Fed funds, est désormais confrontée au problème inverse. Les conditions financières se sont énormément détendues avec la baisse conjointe des taux, des spreads de crédit et du dollar et la forte remontée des actions. La volatilité des actions reste très réduite à moins de 13% sur le VIX américain. Le T-note semble s'installer dans une fourchette de 4,25 à 5%. Le Bund (2,45%) suit le même mouvement alors que se profile une décision de la BCE sur le PEPP. Les spreads restent bien orientés avec une tendance marquée à la compression et donc la surperformance du high yield. Les taux japonais affichent une volatilité rare. Le JGB à 10 ans oscille autour de 0,70%. Le dollar s'est stabilisé cette semaine. L'euro s'échange à 1,09 \$ alors que le statu quo prolongé de la RBNZ a soutenu le dollar néo-zélandais.

La Fed semble contrainte de rejouer à la « petite phrase » pour recadrer les anticipations des marchés. La période de silence imposée avant le FOMC du 13 décembre approche. Ainsi, John Williams et Mary Daly, deux habituelles colombes de la Fed, se sont empressés de rappeler la nécessité de maintenir une politique restrictive atténuant les propos précédents de Christopher Waller. Ces interventions verbales semblent borner le 10 ans américain entre 4,25% et 5%. Jerome Powell abondait dans ce sens vendredi en jugeant que l'inflation n'était pas encore à l'objectif. La décision de l'OPEP de réduire ses quotas laisse planer le risque d'un rebond des prix de l'énergie sur

la première moitié de 2024. Sur le plan conjoncturel, la consommation privée ralentit en octobre mais sa progression devrait avoisiner 2,3% au 4^{ème} trimestre. L'investissement productif semble mieux orienté et le soutien public perdure. Une contribution négative des inventaires et du commerce extérieur est toutefois projetée. En zone euro, à l'instar de la Fed, les déclarations des banquiers centraux abondent et le débat sur le PEPP refait surface. Parallèlement, la désinflation rapide vers 2,4% en novembre se traduit par des anticipations de baisses de taux dès le mois d'avril. L'inflation sous-jacente passe sous 4% (3,6%). Compte tenu de la hausse des salaires (4,7% au 3^{ème} trimestre), le pouvoir d'achat des ménages de la zone euro s'améliore au tournant de 2024.

Sur les marchés financiers, l'allocation classique 60/40 profite à plein de la désinflation accélérée par le repli du baril de brut. La baisse des taux longs améliore les valorisations boursières en particulier sur les valeurs de croissance. Le Nasdaq s'envole de 11% en novembre. Les obligations mondiales s'adjugent 5%, soit la meilleure performance mensuelle depuis l'effondrement financier de 2008. Sur les Treasuries, le T-note à 2 ans s'échange autour de 4,70% après une baisse hebdomadaire de 25 pb. La pentification de la courbe des Treasuries reprend avec les anticipations d'allègement monétaire. Le schéma est similaire sur le Bund. Les intervenants mettent en doute l'engagement des banquiers centraux à maintenir une politique restrictive alors que l'inflation se rapproche du sacro-saint 2%. Les spreads souverains sont stables à des niveaux réduits de l'ordre de 56 pb sur l'OAT à 10 ans et 175 pb sur le BTP italien.

Le marché du crédit s'est resserré dans le sillage des indices de CDS. L'iTraxx IG se traite autour de 70 pb alors que le Crossover a plongé de plus de 100 pb par rapport au sommet d'octobre. Les trois-quarts des transactions sur le primaire sur le mois écoulé s'échangent aujourd'hui à des spreads plus serrés.

L'ajustement du dollar est le corollaire habituel du rebond du risque. Les actions ont bondi de 7 à 11% pour les principaux indices. A l'instar du crédit, les flux se sont redressés. L'Euro Stoxx 50 se situe sur la borne haute de la fourchette de cotation de 2023. Comme quoi, l'espoir d'un allègement prend le pas sur tous les autres risques.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	4-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	2.69%	-31	-27	-7
EUR Bunds 10a	2.36%	-18	-28	-21
EUR Bunds 2s10s	-33.1bp	+12	-1	-12
USD Treasuries 2a	4.59%	-30	-25	+16
USD Treasuries 10a	4.24%	-15	-33	+36
USD Treasuries 2s10s	-35.2bp	+15	-8	+21
GBP Gilt 10a	4.17%	-4	-12	+50
JPY JGB 10a	0.7%	-8	+3	-15
EUR Spreads Souverains (10a)	4-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	57bp	+1	0	+3
Italie	176bp	+3	-2	-37
Espagne	101bp	+2	-2	-8
Inflation Points-morts (10a)	4-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.22%	-10	-19	-33
USD 10a Inflation Swap	2.47%	-5	-20	-6
GBP 10y Inflation Swap	3.67%	-7	-16	-24
EUR Indices Crédit	4-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	146bp	-2	-14	-21
EUR Agences OAS	73bp	+1	-4	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	81bp	+1	-2	-3
EUR High Yield Pan-européen OAS	439bp	-1	-50	-73
EUR/USD Indices CDS 5a	4-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	67bp	-2	-11	-24
iTraxx Crossover	366bp	-14	-52	-108
CDX IG	61bp	-2	-9	-21
CDX High Yield	396bp	-12	-73	-88
Marchés émergents	4-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	412bp	+1	-30	-40
Devises	4-déc.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.088	-0.712	1.474	1.6
GBP/USD	\$1.268	0.388	2.690	4.9
USD/JPY	JPY 147	1.426	2.367	-10.6
Matières Premières	4-déc.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$77.7	-\$2.1	-\$6.7	-3.7
Or	\$2 074.2	\$60.1	\$96.0	13.7
Indices Actions	4-déc.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 595	0.77	5.42	19.7
EuroStoxx 50	4 408	1.23	5.59	16.2
CAC 40	7 316	0.70	3.81	13.0
Nikkei 225	33 231	-0.65	4.01	27.3
Shanghai Composite	3 023	-0.29	-0.26	-2.1
VIX - Volatilité implicite	13.24	4.33	-11.20	-38.9

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

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.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...04/12/2023

Natixis Investment Managers

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. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. 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, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

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.



www.ostrum.com