

# B(ey)ond Green

Le rendez-vous trimestriel de l'équipe  
Fixed Income



Communication à caractère non promotionnel destinée aux clients professionnels au sens de la directive MIF. Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.

Un affilié de

## Notre philosophie d'investissement obligataire :

Les obligations vertes, sociales et durables (GSSB<sup>1</sup>) forment un outil très efficace pour apporter de la transparence et s'assurer de l'impact de nos investissements. Mirova a donc fait le choix de n'investir que dans des GSSB pour les souverains, les supranationaux et les agences (SSA), car la mesure de l'impact des fonds investis dans de la dette conventionnelle est complexifiée par des champs d'intervention très vastes. Néanmoins, lorsqu'il s'agit d'investir sur des obligations d'entreprises, les analystes de l'équipe de Recherche ESG de Mirova se trouvent à même d'en analyser et d'en mesurer l'impact. Les GSSB ne revêtent pas de caractère incontournable pour des entreprises dont les produits et solutions contribuent significativement à au moins l'un des Objectifs de Développement Durable (ODD) de l'ONU, mais Mirova les privilégie pour financer la transition d'entreprises à l'impact positif limité.

## L'essentiel

1

**Le marché des Green Bonds a repris son expansion en 2023, avec** une hausse de 10 % sur la période, portée par **des montants d'émissions souveraines sans précédent**. En revanche, les émissions Corporate restent en retrait dans un contexte de taux très volatil. Au cours des prochains mois, le marché des GSSB pourrait être dynamisé par l'arrivée d'obligations labellisées émises par des secteurs difficiles à décarboner, dans le cadre de la finance de transition. Tout en veillant à ce que certaines conditions restent respectées, Mirova considère ces financements comme essentiels.

2

**La classe d'actifs crédit a surperformé l'an passé**, avec des spreads de crédit se resserrant grâce à la résilience de l'économie et à une recherche accrue de rendement de la part des investisseurs. **Pour 2024, Mirova conserve un scénario optimiste d'un atterrissage en douceur**. Les banques centrales commenceront à pivoter et la **pentification des courbes de rendement** se poursuivra grâce à la résistance des taux longs, expliquée par le besoin d'une prime de terme décente et la robustesse de l'économie.

3

**Le secteur de la chimie** apparaît souvent comme difficilement compatible avec un investissement responsable. Pourtant, il constitue un **accélérateur de la chaîne de valeur pour accélérer la transition d'autres secteurs, en plus de représenter un secteur essentiel à l'économie circulaire**. En 2023, les performances financières du secteur ont été mitigées et nous estimons un redressement peu probable avant le second semestre 2024. Toutefois, les performances varient selon les sous-segments, et SNF, acteur de la chimie de spécialité, en a apporté la preuve en 2023.

1. **GSSB (Green Social Sustainable Bonds)** : sigle correspondant aux obligations vertes (Green Bonds), aux obligations sociales (Social Bonds) et aux obligations durables, présentant à la fois des bénéfices environnementaux et sociaux (Sustainable Bonds). Nous parlerons de dette labellisée pour faire référence à l'univers GSSB, augmenté des SLBs (obligations dont les caractéristiques – les taux d'intérêt notamment – varient selon que l'émetteur atteint ou non des objectifs ESG).

# Investissements obligataires durables : quoi de neuf ?



**Agathe Foussard, CFA**

*Gérante Obligataire  
Paris*

Lancé en 2008, ce marché, et notamment celui des Green Bonds, n'avait cessé de croître... jusqu'en 2022, année de bascule marquant un coup d'arrêt à cette expansion, lié au mouvement de hausse des taux le plus violent depuis 40 ans. En 2023, les émissions peinent à reprendre. En effet, malgré deux premiers trimestres prometteurs, la fin d'année, notamment le

troisième trimestre, s'est avérée plus complexe, les émetteurs manquant de visibilité quant à la trajectoire future des taux d'intérêt.

Faut-il en conclure que l'année 2023 a déçu ? Cela n'apparaît pas aussi simple, car divers facteurs, une fois mis en lumière, viennent nuancer le constat.



**Lucie Vannoye, CFA**

*Analyste Crédit  
Londres*



Sources : Bloomberg, Mirova, au 31/12/2023

*Après un ralentissement en 2022, le format vert reprend son expansion tandis que les SLB<sup>2</sup> enregistrent un repli de 25 %.*

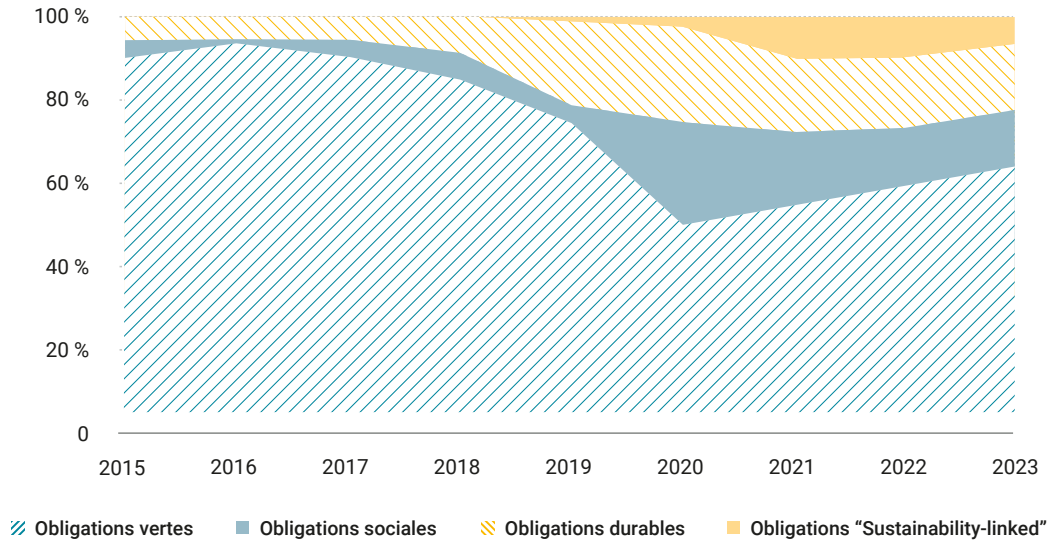
2. **SLBs (Sustainability-Linked Bonds)** : obligations dont les caractéristiques – les taux d'intérêt notamment – varient selon que l'émetteur atteint ou non des objectifs ESG.

**Tout d'abord, le format Green Bond consolide son avance.** En effet, nous pouvons nous réjouir de l'essor rétabli du format vert, en proportion du montant total de dette labellisée, mais également en

absolu avec un montant émis en croissance de +10 % par rapport à celui de 2022. Nous attribuons cette progression aux émetteurs souverains, qui ont préféré comme d'accoutumée le format vert aux

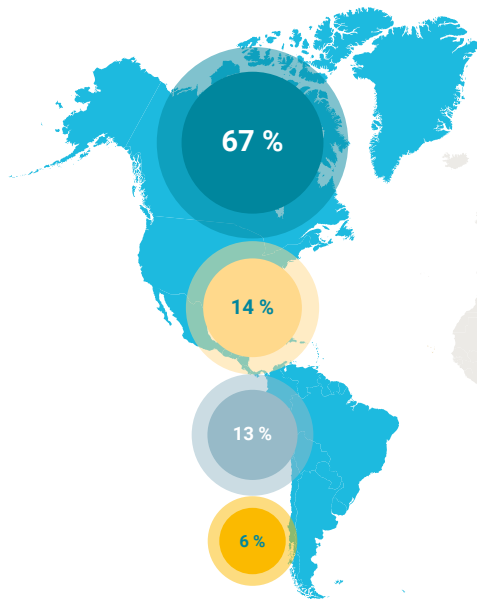
autres. Ils continuent de délaisser le format social, puisque seuls le Chili et la Colombie ont émis cette année sur leur programme à impact purement social.

RÉPARTITION PAR TYPE DE FORMAT EN % DU MONTANT MONDIAL D'ÉMISSIONS DE DETTE LABELLIÉE

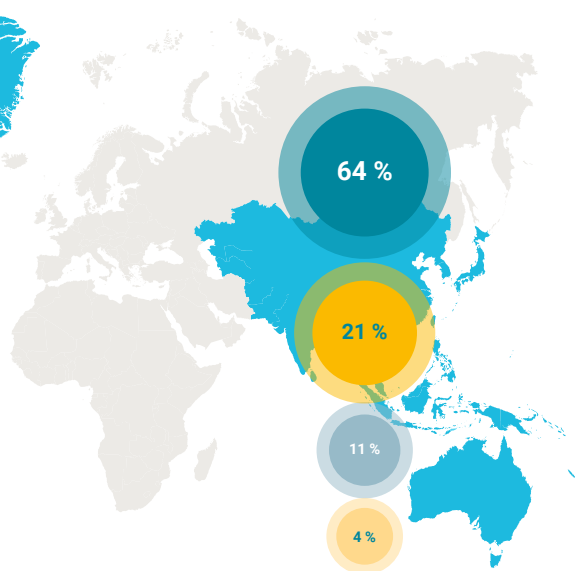


Sources : Bloomberg, Mirova, au 31/12/2023.

RÉPARTITION SUR LE CONTINENT AMÉRICAIN



RÉPARTITION EN ZONE APAC



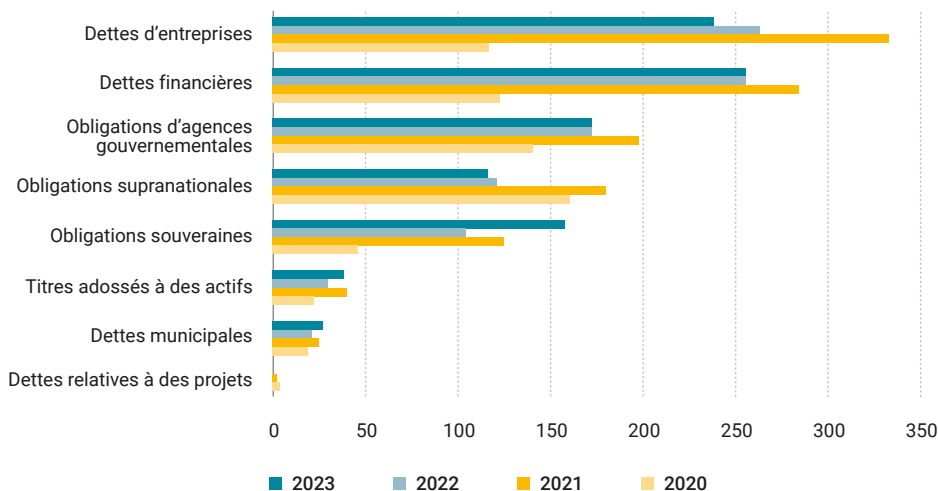
■ Obligations vertes ■ Obligations sociales ■ Obligations durables ■ Obligations "Sustainability-linked"

Sources : Bloomberg, Mirova, au 31/12/2023.

Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.

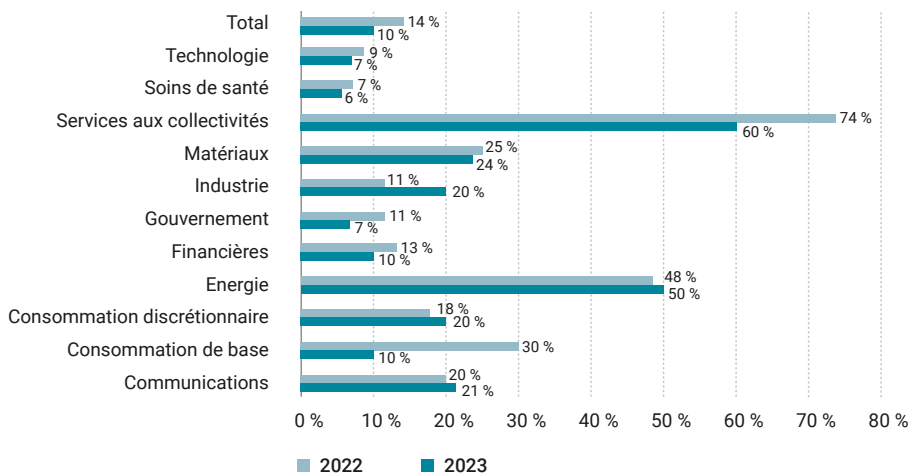
### MONTANT TOTAL DE DETTES LABELLIÉES PAR TYPOLOGIE D'ÉMETTEURS EN MDS\$

D'ailleurs, les souverains sont les principaux contributeurs de la croissance du marché des obligations vertes en 2023. Ils ont émis 161Mds\$, plus haut niveau jamais atteint, en hausse de 50 % par rapport à 2022.



Sources : Bloomberg, Mirova, au 31/12/2023.

### TAUX DE PÉNÉTRATION DES GSSB 2022/2023



Sources : Bloomberg, Mirova, au 31/12/2023.

Les corporates déçoivent en revanche en émettant « seulement » 238Mds\$, 10 % de moins que l'année passée, et délaissant le(s) format(s) durable(s) ainsi que les SLBs, bien que certains secteurs, moins matures sur les marchés des GSSB, se démarquent, à l'instar de la communication, de la consommation discrétionnaire et des industriels qui voient leur taux de pénétration progresser.

En termes de zone géographique, **l'EMEA reste la région la plus représentée**, tandis que l'APAC conserve le même niveau d'émissions depuis trois ans, d'environ 280Mds\$, et que le continent

américain voit ses émissions de dettes labellisées largement en baisse en 2023, à 144Mds\$ contre 224Mds\$ en 2021. D'un point de vue des devises, l'euro et le dollar américain, tout en continuant

de dominer le marché, ne représentent ensemble plus que 63 % du montant total d'émission, contre 80 % en 2020, le yuan comptant en 2023 pour 10 % dudit total.

**Une dernière tendance que nous observons est le raccourcissement des maturités.** L'indice Global Green Bond avait connu une forte augmentation de sa duration depuis 2019 relativement à un indice conventionnel, à la suite de l'arrivée sur le marché des GSSB d'émissions souveraines de maturité supérieure à 20 ans. Or, depuis 2022, avec la hausse des taux imposée par les banques centrales pour lutter contre l'inflation, les émetteurs qui avaient tendance à préférer se financer sur des maturités très longues pour

profiter de taux anormalement bas, ont dû revoir leur stratégie et venir se financer sur des maturités plus courtes ou intermédiaires. Cela combiné à la nécessité d'accélérer la transition énergétique et de financer des projets à horizon plus court, l'indice Global Green Bond retrouve des niveaux de duration plus proches d'un univers conventionnel. Enfin, globalement, la hausse des taux ayant un effet mécanique à la baisse sur les durations, le marché des obligations a aujourd'hui une duration moyenne plus faible qu'auparavant.



**La duration de l'indice Bloomberg MSCI Global Green Bond s'élève à 6,8 ans à fin décembre 2023 contre plus de 8,7 ans à la même période en 2021.**

## Quels ont été les nouveaux émetteurs de GSSB en 2023 ?

**Les souverains** se trouvaient donc au rendez-vous cette année, et nous ne comptons pas moins de huit nouveaux émetteurs en 2023, principalement des pays émergents : le Brésil et Chypre ont émis des obligations durables ; l'Inde, Israël et la Turquie ont préféré le format vert.

Au sein **des corporates**, nous répertorions environ 120 nouveaux émetteurs. Parmi les plus importants, saluons les émissions vertes de plusieurs acteurs automobiles, tels que Stellantis, Valeo, LG Energy Solutions ou encore Autoliv.

Parmi les noms les plus appréciés par les équipes de Recherche ESG de Mirova, nous pouvons citer l'obligation verte de East Japan Railway ou encore celle de l'acteur du packaging DS Smith.

Nous notons également en 2023 l'arrivée de plusieurs banques d'Europe centrale sur le marché des obligations durables, comme Banca Transilvania ou encore Bank Pekao.

Les nouveaux acteurs se font plus rares sur le marché des obligations sociales, mais soulignons tout de même l'émission de Natwest, où 100 % des Uses of Proceeds vont financer des PME dirigées et/ou détenues par des femmes.

En revanche, cette année encore nous avons dû refuser des programmes, principalement en raison du manque d'ambition des stratégies de décarbonation de l'entreprise les ayant émis. Nous pensons notamment à des entreprises de la *fast-fashion*, de la grande distribution ou encore des *utilities* gaziers.

**Des opportunités d'investissement responsable se sont également présentées dans l'univers conventionnel.** En effet, sur la quinzaine de primo-émetteurs que nous avons identifiés en 2023 dans l'univers euro, les deux tiers ont été éligibles à l'univers d'investissement de Mirova. Parmi les nouveaux émetteurs ayant un impact positif fort, nous avons identifié Veralto, le spin-off de Danaher réalisé en septembre dernier, spécialisé dans les systèmes de contrôle de qualité de l'eau ou de produits alimentaires, ainsi que dans les systèmes de traitement, à l'impact positif sur la biodiversité.



## Le *greenium* : bientôt une histoire ancienne ?

Le *greenium*, contraction de *green* et *premium*, représente la différence de rendement entre une obligation verte ou durable et une hypothétique obligation conventionnelle du même émetteur ayant les mêmes caractéristiques de maturité, coupon, niveau de subordination, etc. Cette différence de rendement peut s'interpréter comme le prix à payer, ou le rendement auquel renoncer, pour investir sur une obligation verte.

Il nous semble que le *greenium* ne constitue que le simple reflet d'un déséquilibre entre l'offre et la demande d'obligations vertes et durables et par conséquent, qu'il se réduit au fur et à mesure de l'expansion du marché. À fin décembre 2023, il se situe autour de 2 bps et diffère selon les secteurs.

Cette année, nous avons également voulu observer l'impact du format sur la taille des carnets d'ordres et il apparaît qu'en moyenne, les obligations vertes sont légèrement plus sursouscrites que les conventionnelles. Pour autant, l'impact sur les primes d'émission (*New Issue Premium*) semble avoir été limité. Nous remarquons d'ailleurs que sur le dernier trimestre 2023, au sein des obligations en Euro *corporates Investment Grade* à taux fixe, les plus grosses primes d'émission ont concerné quatre Green Bonds : Acciona Energia, H&M, FCC Servicios Medio Ambiente et enfin, Ericsson.

# Les marchés financiers nous ont tenus en haleine en 2023



**David Belloc, CFA**

*Gérant de portefeuille / Stratégiste  
Paris*



**Charles Portier**

*Gérant Obligataire  
Stockholm*

**L'année 2023 était censée devenir l'année des marchés obligataires**, stimulée par la décélération déjà perceptible de l'inflation dans les principales économies, et par conséquent par l'anticipation de la fin du cycle de hausse des taux. **Mais les indicateurs économiques ont surpris à la hausse et les banques centrales ont poursuivi leur resserrement monétaire**, toujours déterminées à lutter contre l'inflation.

**Ce n'est qu'à la mi-octobre que le marché a profité du retour de l'appétit pour le risque tandis que les principales banques centrales adoucissaient leur discours**, indiquant la poursuite du resserrement monétaire mais à un rythme moindre. Ainsi, malgré une tendance haussière dans un contexte toujours aussi volatil,

les taux ont fortement baissé d'octobre jusqu'à la fin du mois de décembre. La décélération de l'inflation a amplifié le mouvement sur les taux courts entraînant la pentification des courbes de taux au second semestre.

Le marché du crédit a bénéficié à la fois de cette résilience de l'économie et de la recherche accrue de rendement de la part d'investisseurs, de peur de passer à côté de niveaux historiquement attractifs. Cette classe d'actifs montre donc logiquement de bonnes performances. Le spread de crédit IG Euro contre souverain se resserre ainsi de 167 points de base à 139 points de base, une tendance alimentée par la contraction des swap spreads.





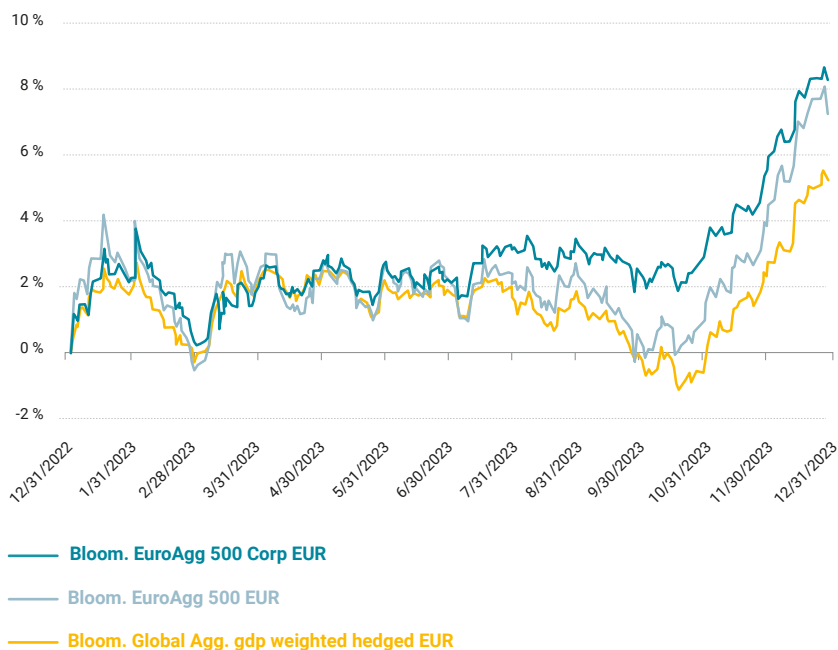
## Quelle stratégie a performé en 2023 ?

En examinant nos trois principaux indices de référence, à savoir le Global Aggregate, l'Euro Aggregate 500 et l'Euro Aggregate Corporate,

il apparaît que ce dernier a surperformé l'an passé, grâce notamment au resserrement de 28 points de base des spreads de crédit. Le

graphe ci-dessous compare l'évolution des trois indices sur l'année écoulée.

ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX INDICES SUR L'ANNÉE 2023



### ► Les meilleurs performeurs en 2023 ?

- Le crédit est la classe d'actifs qui a le plus performé en 2023, et tout particulièrement le segment High Yield.
- Au sein du crédit IG, surperformance du BBBs, notamment les financières et l'immobilier, deux secteurs davantage présents dans les univers Green Bonds.
- Au sein des souverains US & Euro, le 10 ans allemand a été le plus performant, bénéficiant aux stratégies Euro à durée longue.

Sources : Bloomberg, Mirova, au 31/12/2023.

## Pour aller plus loin, il nous paraît intéressant de mettre en avant les dynamiques suivantes :

**Les courbes de rendements souverains en Euro et en Dollar ont commencé à se pentifier dès l'été 2023.** Après plusieurs mois de courbes inversées, le mouvement de pentification initié outre-atlantique y a été plus marqué, et nous attendons une même amplitude de pentification sur la courbe 2y-10y allemande, alimentée par les baisses de taux des banques centrales attendue ce semestre.

**Le Bund 10 ans a surperformé le Treasury 10 ans.** L'écart de rendement US/Euro sur le segment 10 ans est passé de 1,30 % à 1,85 %,

avantageant largement l'indice Euro Aggregate, à la durée plus longue que celle de ses pairs, de 6,42 ans contre 4,86 ans pour le Global Aggregate et 4,35 ans pour l'Euro Aggregate Corporate à fin décembre.

**Le crédit est de loin la classe d'actifs qui a le plus performé en 2023,** aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, en ligne avec nos prévisions passées. Dans un environnement volatil, les spreads IG Europe se sont contractés de 28 bps par rapport au Bund. Aux États-Unis, malgré les turbulences

du système financier au premier semestre, le scénario Goldilocks a poussé les spreads contre Treasuries à la baisse de 1,30 % à 1 %, pour retrouver les niveaux de spreads de fin 2021.

**L'immobilier et les financières furent les acteurs les plus porteurs.** Après une chute du secteur immobilier en 2022 et la faillite de SVB, ces émetteurs ont offert des rendements très attractifs en 2023. Cela a bénéficié aux indices d'obligations vertes, surpondérés sur ces secteurs.

# Nos perspectives pour l'année 2024



**Bertrand Rocher**  
Co-head de la Gestion  
Obligataire  
Paris

Mirova conserve le scénario optimiste élaboré au début de l'année 2023, à savoir celui d'un atterrissage en douceur combiné à des niveaux d'inflation plus bas dans l'ensemble des pays occidentaux, avec tout de même une économie bien plus résiliente aux États-Unis qu'en Europe. Nous prévoyons une **croissance du PIB mondial de 2,5 %** en 2024, avec :

- 1,5 % de croissance au moins aux **États-Unis**, où le rajeunissement des capacités industrielles et l'IA alimentent **des gains de productivité inédits depuis 20 ans** et préservent la croissance sans stimuler l'inflation.
- Une croissance minimale de 0,5 % dans **l'UE**, où certaines économies industrialisées pourraient enregistrer des périodes de récession, réduisant leur capacité à faire face aux pressions inflationnistes. Cette région a cependant le **potentiel de surprendre positivement** grâce à l'épargne record de ses ménages, aux investissements

de l'UE utilisant les ressources du plan NextGeneration, et à la reconstitution des inventaires.

- **Entre 4,5 % et 5 % de croissance chinoise, grâce au soutien des autorités locales** disposant de davantage de moyens qu'anticipé par le marché pour atténuer le poids d'une démographie structurellement en berne.

Ce ralentissement économique, bien qu'il ne provoque pas de récession, incitera la plupart des banques centrales à pivoter. Toutefois, **l'impact de ce pivot sera amoindri par le besoin d'une prime de terme décente** pour prendre en compte les lourdes charges de la dette des pays occidentaux, à un moment où les déficits fédéraux américains dépassent 6 % du PIB.

**La résilience économique et les baisses de taux sont de bon augure pour les actifs risqués**, d'autant plus qu'ils pourraient bénéficier d'une réallocation des sommes importantes investies sur les marchés monétaires l'année dernière. Le rallye de fin 2023 n'a consommé qu'une partie du potentiel de hausse subséquent.

En matière d'investissement obligataire, l'accent est toujours mis sur la pentification de la courbe des rendements : la désinflation commande une baisse des taux courts, la résilience économique rend peu probable une chute libre des taux long.

Le **marché primaire obligataire** bénéficiera d'une plus forte visibilité sur la trajectoire des taux et d'une volatilité en baisse. Nous attendons une reprise de l'expansion du marché des GSSB de l'ordre de 5 à 10 % par rapport à 2023, supportée également par la nécessité d'accélérer la transition vers un monde bas carbone. Les tendances observées devraient perdurer, avec un format vert qui restera le favori des émetteurs, notamment souverains. L'émission verte inaugurale de l'Australie est attendue cette année. Au niveau des secteurs, les *utilities* pourraient s'inscrire en retrait comparé à l'an passé du fait d'une accélération des ventes d'actifs et de faibles besoins de refinancement. En ce qui concerne les financières, nous anticipons une légère hausse des volumes d'émissions.

Le principal risque pour notre scénario ? Toute accélération de l'inflation, empêchant les banques centrales de pivoter et les consommateurs de dépenser. Les tensions géopolitiques croissantes, notamment au Moyen-Orient, représentent le principal moteur de ce risque.

## ► Pour en savoir plus



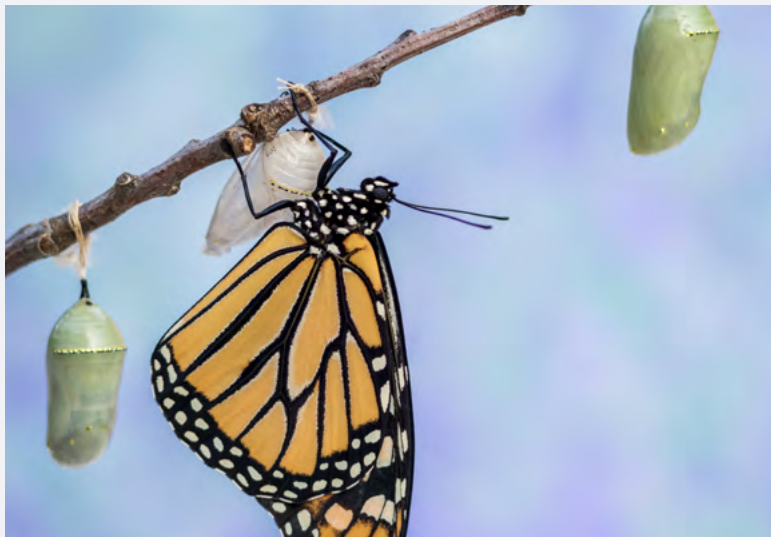
→ [Bilan & perspectives marchés](#)





## Actualité de place par Felipe Gordillo, Analyste ESG spécialiste de la dette labellisée

### Comment l'émergence d'une « finance de transition » peut-elle dynamiser le marché des obligations labellisées ?



Le mot « transition » nécessite une clarification car il existe une confusion quant à son utilisation. Trois définitions sont couramment utilisées par les marchés financiers :

- « **La transition de l'économie** » : il s'agit de transformer les économies afin de les aligner avec les objectifs de décarbonation. En principe l'ensemble des secteurs et activités devraient pouvoir entrer en « transition ».

- « **La transition ayant pour objectif la neutralité carbone** » : ce concept fait référence aux trajectoires sectorielles de réduction d'émissions des Gaz à Effet de Serre (GES) ayant pour objectif d'atteindre des objectifs « Net Zéro » en cohérence avec les scénarii climatiques déterminés par la science.
- « **La transition dans les secteurs *hard-to-abate*** » (c'est-à-dire ceux dont les émissions de GES sont les plus difficiles à réduire), qui met

l'accent sur le développement de technologies permettant des réductions significatives de GES aujourd'hui ; solutions qui peuvent s'avérer suboptimales à long terme parce qu'émettrices de GES ou ayant d'autres impacts négatifs sur la nature, à l'instar de la production d'ammoniaque ou d'hydrogène à partir des énergies fossiles.

Depuis deux ans, les autorités publiques de différentes juridictions comme le Japon, l'Union Européenne, et Singapour, - ainsi que des groupement de pays comme l'OCDE et l'ASEAN - Capital Markets Forum, ou encore des acteurs du marché tels que l'ICMA - Green Bonds Principles –(GBP) et les Climate Bonds Initiative (CBI) ont développé des cadres analytiques ayant pour but de s'attaquer à la troisième définition, qui recouvre la notion d'atténuation des émissions de GES dans les secteurs « *hard-to-abate* », lesquels rencontrent le plus de difficultés à réduire leur empreinte carbone.

Ces initiatives permettent de définir des outils ou terrains d'action pour contribuer par la dette à la décarbonation, en utilisant des instruments tels que les obligations ou prêts verts dans des secteurs particulièrement polluants (pétrole, gaz, produits chimiques, métaux et mines, papier, compagnies aériennes, ciment et transport maritime). Ces instruments devront faire référence à des trajectoires informées et définies par la science ainsi que l'Accord de Paris et **développer des chaînes de valeur innovantes (par exemple l'hydrogène bleu, gris ou vert) afin de dépasser les obstacles techniques** tels que le stockage d'énergie propre ou des contraintes matérielles liées à la localisation de sites industriels ou l'utilisation de produits chimiques et toxiques.

**Mirova considère le développement de chaînes de valeurs innovantes comme essentiel pour lutter contre le réchauffement climatique et répondre aux défis posés par la perte de biodiversité, mais à la condition :**

- que **le risque de « verrouillage (Lock-in) » soit atténué** dès la conception de ces projets via l'allocation de capital pour le démantèlement de technologies suboptimales devenues obsolètes dans un futur proche;
- que **des trajectoires de décarbonation déterminées par la science** soient référencées pour les entreprises et les produits innovants ;
- de **l'existence au sein de l'entreprise d'une stratégie de décarbonation performante et crédible ;**

- de la **réalisation d'évaluations** permettant d'anticiper l'impact social et de gouvernance et l'implémentation d'actions permettant une transition juste ;
- que soient établies **des analyses de coût-bénéfice** comparant les solutions innovantes aux technologies existantes pour déployer une décarbonation industrielle.

**Les émetteurs des secteurs difficiles à décarboner demeurent très peu présents dans le marché de la dette labellisée :** ils en représenteraient en 2023 seulement 3 % alors que ces secteurs contribuent beaucoup à la formation du PIB mondial (28 % en 2021 selon l'IMF). **Mirova estime que le développement d'une offre d'obligations vertes émises par les entreprises évoluant dans des secteurs difficiles à décarboner offre une excellente opportunité pour dynamiser le marché de la dette labellisée et tenir la promesse de transformer durablement l'économie.**



# La Chimie, ce mal-aimé de l'ESG...



**Laure Nottet**

*Analyste crédit spécialiste  
du secteur de la Chimie*



**Hadrien Gaudin-Hamama**

*Analyste ESG & Impact*

**L'industrie de la chimie constitue l'un des secteurs les plus dépendants aux intrants fossiles en concentrant à lui seul un tiers des émissions de CO<sub>2</sub> du secteur industriel.**

Ce secteur accumule plus de 350 000 substances toxiques dont la majorité reste non évaluée pour leur toxicité sur l'environnement et la santé, contribuant à 2 millions de décès par an, tandis que les substances persistantes polluent nos écosystèmes, tels que les PFAS<sup>3</sup>, dits « polluants éternels ».

La chimie apparaît comme un secteur difficilement compatible avec un investissement responsable, d'autant plus que leurs produits sont souvent utilisés dans de multiples secteurs, plus ou moins vertueux.

Pourtant :

► **La chimie est un catalyseur dans la chaîne de valeur pour accélérer la transition d'autres secteurs – la chimie est en effet à l'origine de nombreuses « matières premières »**

**La réduction de l'impact environnemental du secteur passera par la substitution des intrants fossiles par des matières premières biosourcées, l'amélioration de la circularité des produits, la réduction de la consommation**

et de la pollution de l'eau et par davantage de transparence sur les compositions des produits. D'ailleurs, pour répondre aux problématiques de toxicité, de nombreux acteurs aujourd'hui s'appliquent à davantage évaluer les effets de leurs produits sur l'environnement et la santé afin de privilégier le développement de substituts non dangereux. Au-delà des émissions évitées grâce à l'économie circulaire, la majorité des acteurs s'applique à réduire leurs émissions de CO<sub>2</sub> via une amélioration de l'efficacité énergétique, l'électrification de leurs procédés, le recours aux énergies renouvelables telles que la biomasse, ou aux méthodes de captage du CO<sub>2</sub> (CCUS).

3. **PFAS** : il s'agit des substances perfluoroalkylées et polyfluoroalkylées. Ce sont des produits de synthèse qu'on ne retrouve pas naturellement dans l'environnement et qui forment une famille de plusieurs milliers de composés chimiques exploités dans de très nombreux produits de consommation.

► **La chimie est essentielle à l'économie circulaire, sachant que près de la moitié (45 %) des émissions mondiales que la transition énergétique ne peut réduire, le sont par le passage à une économie circulaire<sup>4</sup>.**

À ce titre, nous pouvons citer les solutions proposées dans le traitement de l'eau, par Ecolab, SNF ou encore Solenis, celles dans l'hydrogène vert par Air Liquide et Linde ou encore dans les additifs alimentaires naturels proposées par Symrise. Autant d'entreprises dans lesquelles Mirova investit et qui font partie des 20 % des entreprises du secteur – univers de l'indice Barclays Euro Aggregate Corporate – éligibles d'un point de vue ESG selon Mirova.

Bien que les chimistes soient particulièrement vulnérables aux catastrophes naturelles en raison d'infrastructures massives, et donc d'autant plus incités à lutter contre le changement climatique, ces changements de comportement ont une facilité d'adoption variée. Ils requièrent des investissements importants à la fois en termes de recherche et d'actifs, en particulier dans la chimie de commodité dont les complexes industriels sont conséquents. En Europe, où la production devient nettement moins compétitive compte tenu de l'inflation énergétique, les industriels investissent à la fois pour diversifier leurs approvisionnements et réduire leurs émissions de CO<sub>2</sub> afin de se conformer à

une réglementation de plus en plus stricte. Aux États-Unis, les avantages fiscaux offerts dans le cadre de l'*Inflation Reduction Act* incitent les industriels à investir en ce sens également. Toutefois, l'augmentation des taux d'intérêt pourrait peser sur leur capacité à se transformer, même si cela ne s'est pas fait sentir en 2023, la majorité des chimistes ayant conservé un bon accès aux financements malgré une année difficile.

**Pour participer à ces financements de transition, Mirova a investi dans plusieurs émissions obligataires vertes du secteur, bien que peu nombreuses. Nous avons été sélectifs.**



► **La fabrication et l'utilisation de substances chimiques sont soumises à tout un corpus réglementaire :**

- **REACH** (Registration, Evaluation and Autorisation of Chemicals) en Europe, adopté en 2007. Un renforcement de la réglementation était attendu en 2022 mais ne cesse d'être repoussé depuis, au nom de la protection de la compétitivité des industries européennes.
- **TSCA** (Toxic Substances Control Act) aux États-Unis.
- La convention de Stockholm, signée en 2001, sur les polluants organiques persistants, et celle de Rotterdam (1998) sur le consentement à l'importation de produits chimiques, assurant une protection de l'environnement et de la santé au-delà des frontières.

4. Source : Ellen MacArthur Foundation, *Completing the picture: How the circular economy tackles climate change* (2019).

## ... et des marchés en 2023

Après des performances records en 2021, portées par un rebond post-Covid, l'industrie chimique a fait face à un retournement de cycle rapide à partir de la mi-2022, reflétant la dégradation d'une partie du paysage économique initiée par le conflit Ukraine/Russie combinée à d'autres facteurs :

- L'inflation, ainsi que la hausse des taux d'intérêt, ont pesé sur l'activité de nombreux marchés dont dépendent les chimistes, tels que la construction, les matériaux, les biens de consommation et l'agriculture. L'ensemble de la chaîne de valeur a alors dû se confronter à un phénomène de déstockage long, et massif, de la part des clients, pénalisant davantage les volumes et se traduisant par des taux d'utilisation des capacités nettement en dessous des niveaux historiques.
- À cette baisse des volumes s'est ajoutée une concurrence exacerbée par l'arrivée sur le marché de nouvelles capacités

de production, notamment en Asie, où l'activité économique tarde à se redresser mais dont la production, plus compétitive, s'est vue réorientée vers l'exportation.



Les souches obligataires du secteur ont eu tendance à sous-performer le marché. Le spread de l'indice Bloomberg Global Aggregate Chemicals s'est resserré de -0,2 point de pourcentage sur l'année 2023, contre -0,33 point de pourcentage pour l'indice Global Aggregate.

Dans ce contexte, la capacité des chimistes occidentaux à répercuter les hausses des coûts sur leurs prix a été réduite. Ils en avaient pourtant largement besoin, leur rentabilité

se trouvant sous pression du fait du coût toujours élevé des matières premières (essentiellement à base de matières fossiles) et de l'inflation énergétique, les industriels de la chimie étant traditionnellement d'importants consommateurs d'électricité et de gaz.

De nombreuses entreprises du secteur ont dû revoir à la baisse leurs objectifs pour 2023/2024. Alors qu'une amélioration était initialement attendue dès la mi-2023, les acteurs s'accordent désormais à dire que le redressement ne se verra probablement pas avant la mi-2024. La fin du déstockage devrait permettre une légère hausse des volumes mais les incertitudes restent nombreuses, puisque d'autres marchés finaux pourraient à leur tour connaître un ralentissement en 2024, telle que l'industrie automobile. Ainsi, dans un environnement de coûts toujours élevés, la rentabilité du secteur ne devrait s'améliorer que marginalement.

### Les performances varient toutefois selon les sous-segments de la chimie :

Les groupes opérant dans les gaz industriels (Air Liquide, Linde) bénéficient d'une certaine résilience, car ils ne demeurent que peu exposés à des marchés cycliques tandis qu'ils profitent de contrats long-terme avec leurs clients.

Au contraire, les pétrochimistes, dont l'activité reste historiquement la plus cyclique (chimie de commodité), ont le plus souffert de la dégradation du contexte (Evonik).

Concernant les acteurs de la chimie de spécialité (DSM, Ecolab, Italmatch, SNF, Symrise, Solenis), leur résilience dépend du degré de leur spécialisation. Les plus en aval dans la chaîne offrent des produits à plus forte valeur ajoutée leur permettant de profiter d'un meilleur pricing power.

# L'entreprise SNF : un cas d'école ?



## ► Performances financières récentes :

- Sur 12 mois glissants à fin septembre 2023, chiffre d'affaires de 4,7mds Euro et 874M Euro d'Ebitda
- Sur les neufs premiers mois de l'année 2023, amélioration de la marge d'EBITDA, passant de 16,5 % en 2022 à 19,7 %
- Trajectoire de levier net en forte baisse, passant de 2,6x fin 2021 à 1,6x fin septembre 2023

Parmi les émetteurs du secteur chimie dans lesquels Mirova a choisi d'investir, notamment pour sa contribution à l'économie circulaire, SNF a enregistré d'excellents résultats en 2023 malgré un contexte difficile.

Fondé en France en 1978, SNF est le premier producteur mondial de polyacrylamides (PAM), des polymères hydrosolubles. **SNF contrôle 56 % des capacités de production mondiale de PAM, réparties en Europe, en Amérique du Nord et en Asie. Le groupe écoule ses produits dans plus de 140 pays, auprès de plus de 40 000 clients.**

Les PAM sont essentiels pour le traitement des eaux usées, qu'elles soient municipales ou industrielles, auprès desquelles SNF réalise environ 40 % de son chiffre d'affaires. SNF produit également des résines permettant d'augmenter le taux de fibres recyclées dans le papier. D'autres substances proposées par SNF se substituent à des conservateurs toxiques, tels que le parabène dans les cosmétiques, ou permettent de conserver l'humidité des sols améliorant ainsi la résilience de l'agriculture à la sécheresse.

Actuellement noté Ba1 stable/BB+ stable, **SNF affiche des indicateurs de crédit en ligne avec une notation supérieure d'un cran d'après notre analyse.** En revanche, le groupe ne témoigne pas d'une forte volonté de devenir Investment Grade compte tenu de son ambitieuse politique d'investissements. Le spread de l'obligation SNF 2029 que nous détenons en portefeuille s'est resserré de -72 points de base sur l'année, surperformant nettement le secteur et le marché, malgré un niveau déjà historiquement serré par rapport aux comparables.

Le groupe s'est engagé sur plusieurs aspects ESG. Il vise une neutralité carbone à 2050, une stratégie de transition qui devra être déployée avec ambition dans la mesure où les PAM de SNF peuvent aussi être utilisés pour optimiser la production d'industries non durables, tels que le pétrole et le gaz ou celle des minerais. Par ailleurs, le groupe s'engage à réduire sa consommation d'eau, à améliorer sa gestion des déchets de production ainsi qu'à développer sa recherche d'alternatives durables à la chimie traditionnelle. Tout cela signifie bien sûr qu'il faudra investir pour améliorer la situation : Mirova prendra sa part, si les conditions économiques l'autorisent au regard du niveau de risques auxquels est exposé SNF.







## MENTIONS LÉGALES

Ces informations sont destinées exclusivement aux clients professionnels au sens de la directive MIF.

Ce document et son contenu ne constituent pas une invitation, un conseil ou une recommandation de souscrire, acquérir ou céder des parts émises ou à émettre par les fonds gérés par la société de gestion Mirova. Les services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier. Mirova ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans cette présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement.

L'information contenue dans ce document fondée sur les circonstances, intentions et orientations actuelles et peuvent être amenées à être modifiées. Bien que Mirova ait pris toutes les précautions raisonnables pour vérifier que les informations contenues dans cette vidéo sont issues de sources fiables, plusieurs de ces informations sont issues de sources publiques et/ou ont été fournies ou préparées par des tiers. Mirova ne porte aucune responsabilité concernant les descriptions et résumés figurant dans ce document. Mirova ne s'engage en aucune manière à garantir la validité, l'exactitude, la pérennité ou l'exhaustivité de l'information mentionnée ou induite dans cette vidéo ou toute autre information fournie en rapport avec le fonds. Les destinataires doivent en outre noter que cette vidéo contient des informations prospectives, délivrées à la date de cette présentation. Mirova ne s'engage pas à mettre à jour ou à réviser toute information prospective, que ce soit en raison de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou pour toute autre raison. Mirova se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment, sans préavis.

Les informations contenues dans ce document sont la propriété de Mirova. La distribution, possession ou la remise de cette présentation dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer.

La politique de vote et d'engagement de Mirova ainsi que les codes de transparence sont disponibles sur son site Web : [www.mirova.com](http://www.mirova.com).

Pour l'ensemble de ses investissements, Mirova vise à proposer des portefeuilles cohérents avec une trajectoire climatique inférieure à 2°C définie dans les accords de Paris de 2015, et affiche systématiquement l'impact carbone de ses investissements (hors gestions Solidaire et Capital naturel), calculée à partir d'une méthodologie propriétaire pouvant comporter des biais.

Document non contractuel, rédigé en mars 2024.



## À PROPOS DE MIROVA

Mirova est une société de gestion globale d'actifs dédiée à l'investissement durable et une filiale de Natixis Investment Managers. À la pointe de la finance durable depuis plus d'une décennie, Mirova développe des solutions d'investissement innovantes dans toutes les classes d'actifs, visant à combiner création de valeur à long terme avec un impact environnemental et social positif. Basée à Paris, Mirova propose une large gamme de stratégies actions, taux, diversifié, infrastructures de transition énergétique, capital naturel et private equity conçues pour les investisseurs institutionnels, les plateformes de distribution et les investisseurs particuliers en Europe, Amérique du Nord et Asie-Pacifique. Mirova et ses sociétés affiliées comptaient 29,7 milliards d'euros d'actifs sous gestion et 1,2 milliard d'euros d'actifs en portefeuilles modèles au 31 décembre 2023. Mirova est une entreprise à mission, labellisée B Corp\*.

*\* La référence à un label ne préjuge pas de la performance future des fonds ou de ses gérants*

### **MIROVA**

Société de gestion de portefeuille - Société Anonyme  
RCS Paris n°394 648 216 - Agrément AMF n° GP  
02-014

59, Avenue Pierre Mendès France – 75013 - Paris  
Mirova est un affilié de Natixis Investment Managers.

[Website](#) – [LinkedIn](#)

### **NATIXIS INVESTMENT MANAGERS**

Société anonyme  
RCS Paris 453 952 681

59, Avenue Pierre Mendès France – 75013 – Paris  
Natixis Investment Managers est une filiale de Natixis.

### **MIROVA US**

888 Boylston Street, Boston, MA 02199. Tél : 857-  
305-6333

Mirova US est une filiale implantée aux États-Unis, détenue par Mirova. Mirova US et Mirova ont conclu un accord selon lequel Mirova fournit à Mirova US son expertise en matière d'investissement et de recherche. Mirova US combine sa propre expertise et celle de Mirova lorsqu'elle fournit des conseils à ses clients.

### **MIROVA UK**

Société anonyme à responsabilité limitée de droit anglais

Numéro d'agrément de la société: 7740692 - Autorisée et régulée par l'autorité de régulation financière anglaise (la "FCA")

Siège social: Quality House by Agora, 5-9 Quality Court, London, WC2A 1HP

Les services de Mirova UK sont réservés exclusivement aux clients professionnels et aux contreparties éligibles. Ils ne sont pas disponibles aux clients non professionnels. Mirova UK est un affilié de Mirova.

### **MIROVA SUNFUNDER EAST AFRICA LIMITED**

Société à responsabilité limitée de droit kenyan

Workify 11th Floor,  
Wood Avenue Plaza  
P.O. BOX 59067 GPO

Nairobi

Mirova SunFunder East Africa Limited est une filiale de Mirova SunFunder Inc.

# Mentions légales

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.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web ([im.natixis.com/intl/intl-fund-documents](http://im.natixis.com/intl/intl-fund-documents))

**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, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sarl, 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.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable