

# mirova

Creating Sustainable Value

## BILAN & PERSPECTIVES MARCHÉS MENSUEL

Avril 2024\*

*\*rédigé le 12 avril*

## Après le rallye haussier, quels relais sur les marchés ?

La fin du premier trimestre confirme la performance<sup>1</sup> des actifs risqués, en ligne avec le rallye observé depuis novembre 2023. Plusieurs indices actions ont atteint désormais des sommets, à l'image du S&P 500<sup>2</sup> en hausse de plus de 10 %<sup>3</sup> sur les trois premiers mois de l'année, enchainant 16 gains hebdomadaires sur 18, une première depuis 1971. Le Nikkei<sup>4</sup> progresse aussi, de plus de 20 %<sup>3</sup> sur ce premier trimestre, dépassant son précédent record de 1989. Les investisseurs écartent désormais le risque de récession mondiale alors que la croissance aux États-Unis surprend positivement et qu'elle commence à se redresser ailleurs. Aussi, l'engouement autour de l'intelligence artificielle (IA), en particulier vis-à-vis de la société Nvidia (+82 %<sup>3</sup> sur le T1), a-t-il largement alimenté ce rallye de début d'année.

Toutefois, un fait notable a surgi en mars : un début de rotation dans les allocations, en faveur des actions européennes ou du compartiment style value<sup>5</sup>, largement décoté et sous-détenu. Les prises de profits sur les méga-capitalisations croissance commencent à émerger. Cela paraît cohérent au vu du scénario d'une croissance mondiale au-dessus des attentes à même de se diffuser aux différents pans de l'économie. Le marché se met en quête d'un nouveau leadership pour nourrir la hausse ou maintenir les niveaux actuels. Chacun doit garder à l'esprit que les marchés restent tributaires des résultats des méga-caps technologiques américaines : elles pèsent très lourd dans les indices américains et mondiaux et il convient de prêter attention aux répercussions en cas de résultats décevants de leur part.

Sur le marché du crédit, les spreads<sup>6</sup> se sont resserrés depuis le début de l'année (25-30bp en moyenne sur l'Investment Grade<sup>7</sup> et le High Yield<sup>8</sup> Euro à fin mars<sup>3</sup>) avec une légère inflexion néanmoins ces dernières semaines. Nous estimons qu'il y a encore de la marge à aller chercher, car les entreprises affichent des structures bilantielles de bon niveau, avec beaucoup de liquidités qui en inciteront sans doute toute une portion à se désendetter plutôt qu'à rémunérer leurs actionnaires pour celles ayant le plus de levier. Aussi, après des mois d'assèchement, le marché primaire du High Yield a vu les émetteurs faire leur retour en mars.

Le trimestre en revanche s'est avéré moins porteur pour les porteurs d'obligations souveraines avec des pertes pour les indices aggregate américain de l'ordre de -0,8 %<sup>3</sup> et européen de l'ordre de -0,3 %<sup>3</sup>. En cause ? Le relèvement des anticipations de croissance et d'inflation aux États-Unis, ainsi qu'une hausse quasiment ininterrompue des prix du pétrole sur la période. Elle provient, entre autres facteurs, du contexte géopolitique : le Brent<sup>9</sup> progresse de +14 %<sup>3</sup>, le West Texas Intermediate<sup>10</sup> de +16 %<sup>3</sup>. Il est vrai que les chiffres d'inflation américains ont légèrement dépassé les attentes en ce début d'année, avec un CPI core<sup>11</sup> en hausse de 0,4 %<sup>3</sup> sur janvier et février, contre 0,3 %<sup>3</sup> attendu, entraînant une forte augmentation des swaps d'inflation américains à deux ans, en l'occurrence de +37 points de base à 2,42 %<sup>3</sup> sur le trimestre, alors que la croissance US évolue au-dessus

<sup>1</sup> Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

<sup>2</sup> Indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis

<sup>3</sup> Source : Bloomberg

<sup>4</sup> Principal indice boursier de la bourse de Tokyo

<sup>5</sup> Consiste pour l'investisseur à sélectionner des actions décotées, dont le prix est inférieur à leur valeur intrinsèque, dans l'espoir qu'une revalorisation se produise, corrigeant une anomalie de marché, lorsque les investisseurs redécouvriront leurs qualités.

<sup>6</sup> Le « spread » est l'écart ou la différence entre les deux prix d'un actif dans le secteur financier. D'une part on a la valeur de l'achat et de l'autre on a le prix de vente

<sup>7</sup> Les investment grade correspondent aux notations des agences de rating situées entre AAA et BBB selon l'échelle de Standard & Poor's. Ils correspondent à un niveau de risque faible.

<sup>8</sup> Haut rendement

<sup>9</sup> Le Brent est le baril de référence en Europe

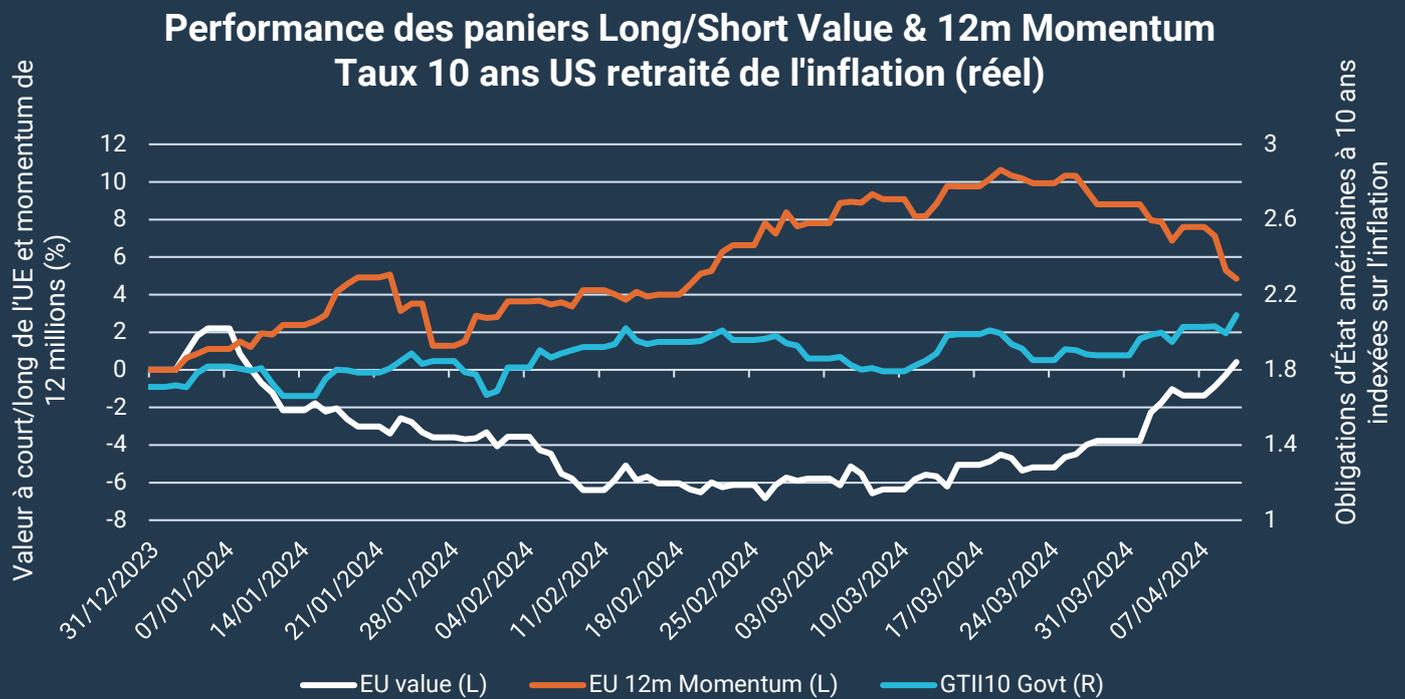
<sup>10</sup> Type de pétrole brut utilisé comme standard dans la fixation du prix du brut et comme matière première pour les contrats à terme sur le pétrole auprès du New York Mercantile

<sup>11</sup> Core inflation est une inflation dont on a retiré certains éléments fluctuants



de son potentiel (2,5 %<sup>3</sup> selon le GDPNow<sup>12</sup> de la Fed d'Atlanta). Les taux 2 et 10 ans US finissent le trimestre réciproquement en hausse de + 37bp et +32bp<sup>3</sup>. En début d'année, les investisseurs prévoient que la Fed baisse ses taux six fois sur 2024, ce dès le mois de mars. Ils tablent désormais sur deux à trois baisses, pas avant juin voire septembre. Cela a soutenu le dollar américain, devise la plus performante du G10 au premier trimestre, en progression de plus de 3 %<sup>3</sup>.

## Graphique du mois



Source : Bloomberg

<sup>12</sup> Modèle d'estimation en temps réel du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis développé par la Federal Reserve Bank of Atlanta

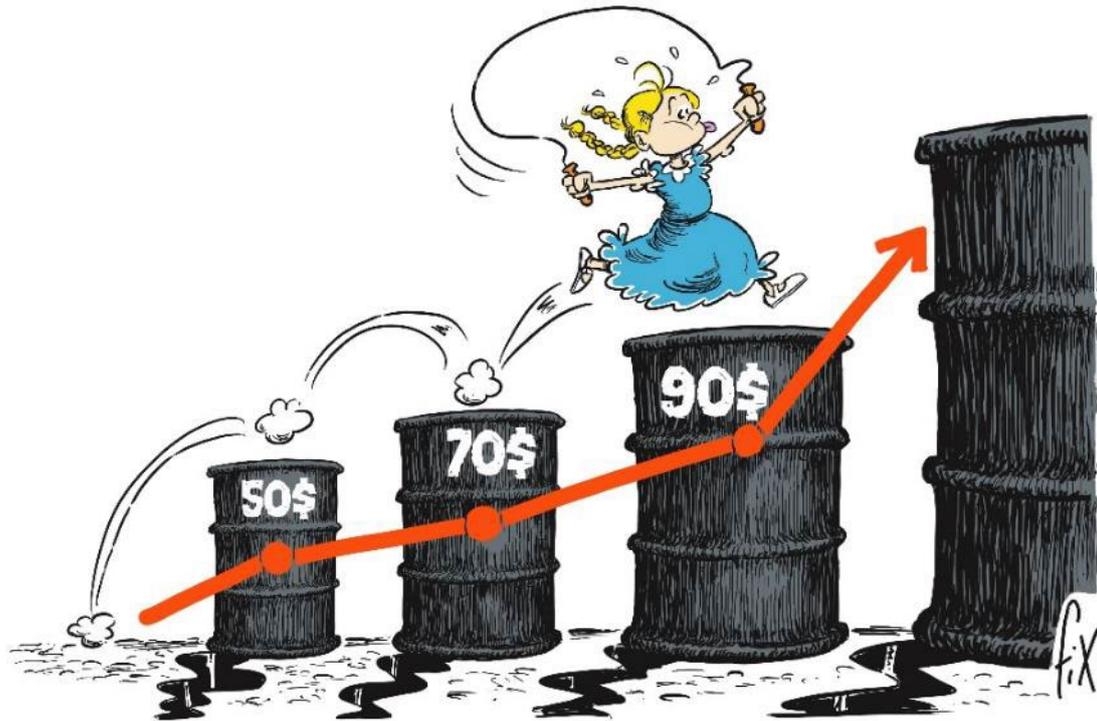
<sup>3</sup> Les données mentionnées reflètent l'opinion de Mirova et la situation à la date du présent document et sont susceptibles d'évoluer sans préavis. Toutes les valeurs mobilières mentionnées dans ce document, le sont à titre illustratif uniquement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente.



# Bilan et perspectives macro

## Le scénario Goldilocks se poursuit, mais...

*Caution Goldilocks: higher hurdles ahead!\**



\*Attention Boucle d'or, haies plus hautes à venir !

## Emploi aux États-Unis : quelle robustesse !

Aux États-Unis, les derniers chiffres du marché de l'emploi impressionnent avec 303 000 nouveaux postes créés en mars, après 270 000 en février et 200 000 attendus<sup>13</sup>. Il s'agit du niveau le plus élevé en dix mois. Le taux de chômage a légèrement baissé à 3,8 %<sup>13</sup>, contre 3,9 %<sup>13</sup> en février, et le nombre d'heures travaillées a augmenté. Notons un élargissement des embauches à des secteurs plus cycliques tels que le secteur de la construction ou des ventes au détail, hors secteur public donc, preuve de la robustesse du secteur privé. Le Household Survey (enquête auprès des ménages) rebondit fort, ce qui invalide la thèse selon laquelle les données d'enquête auprès des entreprises (Payroll survey) surestimaient la dynamique du marché. Tout cela devra se voir confirmé sur les prochains mois.

Comme l'a souligné Jerome Powell, président de la Réserve Fédérale, la croissance reste vigoureuse et devrait se maintenir, car elle tient notamment à un choc d'offre plus qu'à un choc de demande. Le taux de participation sur le marché du travail est important, ce qui renforce ainsi le réservoir de consommateurs potentiels. D'ailleurs, les ménages demeurent confiants dans leur capacité à consommer et à investir, comme le démontre l'enquête du Conference Board.

<sup>13</sup> Source : Bloomberg

Aussi l'ISM manufacturier<sup>14</sup> est-il revenu pour la première fois, en seize mois, en zone d'expansion à 50,3 en mars contre 47,8 en février, grâce à un rebond des nouvelles commandes.

Dans ce contexte, de nombreux membres de la Fed semblent vouloir patienter avant d'enclencher un cycle de baisse des taux. Les anticipations d'inflation sont bien ancrées, les salaires se modèrent mais la désinflation reste très graduelle à ce stade et les derniers chiffres de janvier/février ont retardé le processus. La fin de la baisse des prix de l'énergie, la robustesse des loyers et l'inertie des prix dans les services constituent un frein. Le scénario d'abaissement des taux cette année reste majoritaire à la Fed, mais il s'annonce plus lent que prévu. À ce jour, la probabilité implicite d'une baisse de taux en juin évolue autour de 50 %<sup>15</sup>.

## Zone euro : d'importants contrastes

La zone euro a connu une très belle trajectoire de baisse de l'inflation depuis le début de l'année. En France, elle atteint un niveau à 2,5 %<sup>15</sup> largement en dessous des attentes, tandis que l'Espagne et l'Italie connaissent également des replis. Nous devrions profiter d'effets de base positifs au printemps, permettant ainsi d'atteindre une inflation cible de 2 %<sup>15</sup> au second semestre. Certes l'inflation des services, à laquelle la BCE<sup>16</sup> porte beaucoup d'attention, est restée stable à 4 %<sup>15</sup> en glissement annuel depuis cinq mois. Il s'agit toutefois d'un indicateur retardé. Les hausses de prix actuelles reflètent simplement le rattrapage des augmentations salariales passées dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre. Les indicateurs à haute fréquence, tels que l'outil de suivi des salaires Indeed, suggèrent que les pressions salariales ont atteint un pic dans l'ensemble de la zone euro. Les perspectives de prix de vente des entreprises se normalisent dans un contexte de faible demande comme en témoigne la composante prix des dernières enquêtes.

Cette baisse de l'inflation s'accompagne d'un gain de pouvoir d'achat, poussé par les hausses de salaires, ainsi que d'un léger rebond de l'indice de confiance du consommateur. Néanmoins, la consommation ne reprend pas. Pour l'instant, les ménages préfèrent toujours orienter leur argent vers l'épargne.

Par ailleurs, le secteur manufacturier en Europe du Nord et en Allemagne en particulier continue à peser. L'Allemagne fait figure d'homme malade de l'Europe, notamment par rapport aux pays d'Europe du Sud et, dans une bien moindre mesure, à la France. Les ventes au détail y ont

## La dette, le talon d'Achille de la France ?

Le déficit de la France a été annoncé à 5,5 %<sup>15</sup> le mois dernier, contre 4,9 %<sup>15</sup> attendus. Les niveaux actuels d'endettement de la France font augmenter les ratios dette/PIB, la dette frôlant désormais 112 %<sup>15</sup> dudit PIB. Jusqu'à présent, les répercussions restaient circonscrites car le taux de refinancement des Etats, dont la France, était inférieur à la croissance nominale (croissance réelle + inflation). C'est ainsi que l'Italie, malgré des ratios déficits / PIB élevés, (8,6 points en 2022<sup>15</sup>) a réussi à abaisser le poids de sa dette post covid de 140 % à 137 %<sup>15</sup> du PIB<sup>15</sup>. De tels mécanismes se voient néanmoins mettre à mal alors que le taux moyen de refinancement de ces Etats augmente, dans la lignée de la hausse des taux d'intérêt au cours des derniers trimestres. Le service de la dette, en France et dans d'autres pays européens, pourrait donc devenir un sujet problématique, avec presque 300 milliards<sup>11</sup> à lever sur les marchés en 2024.

Vendredi 26 avril au soir, les agences Moody's et Fitch rendront leur verdict sur la dette française. Le gouvernement redoute une mauvaise nouvelle du côté de Moody's, qui, contrairement à Fitch, n'avait pas dégradé la notation hexagonale l'année dernière. Ces dernières semaines, les *spreads* entre les obligations souveraines françaises et allemandes se sont légèrement écartés mais restent bien inférieurs à leur niveau d'octobre. Comme d'ailleurs l'ensemble des *spreads* de la zone euro, signe d'un climat serein.

En effet les titres souverains français bénéficient, d'un point de vue technique, d'un environnement idéal. Abondants, ils servent de substitut aux titres allemands et néerlandais. Il apparaît donc peu vraisemblable qu'une dégradation de la note française provoque un mouvement de panique, contrairement à un changement de notation de l'Italie par exemple, qui aurait des implications beaucoup plus fortes car son passage de l'Investment Grade au High Yield conduirait à des ventes forcées.

À moyen ou long terme en revanche, la lente dégradation des finances publiques hexagonales finira par devenir un sujet de premier plan. La bonne nouvelle provient du gisement potentiel d'économies à effectuer sans amputer pour autant la croissance, mais bien entendu, aucune ne resterait neutre politiquement, et les dirigeants du pays éprouvent

<sup>14</sup> Indicateur économique qui mesure le niveau d'activité des manufacturiers aux États-Unis

<sup>15</sup> Source : Bloomberg

<sup>16</sup> Banque centrale Européenne

5 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.



reculé de 1,9 point<sup>11</sup> en glissement mensuel. Le rebond de l'activité est entravé par une paralysie politique et un manque d'investissements. Le contrôle des niveaux de la dette s'y fait au détriment des investissements d'avenir. La dichotomie avec les pays d'Europe du Sud, qui bénéficient des structurations entamées après la crise de 2012, va donc perdurer. La péninsule ibérique profite également de la prédominance des services dans son économie et la croissance ne se fait pas au prix de l'endettement.

Ceci explique un début d'année encore poussif, mais nous estimons que la situation s'améliore et qu'il devrait y avoir un rebond à partir du deuxième trimestre, qui s'amplifierait sur le troisième. Le PMI<sup>17</sup> composite de la zone euro a été révisé à la hausse à 50,3 en mars<sup>11</sup>, à savoir le niveau le plus élevé en dix mois, soulignant un retour de la croissance pour le secteur privé. Un large éventail d'indicateurs avancés confirme cette tendance et le retournement du cycle des stocks laisse espérer une reprise manufacturière graduelle. Enfin, la désinflation plus marquée en Europe qu'aux États-Unis offre plus de latitude à la Banque centrale européenne par rapport à la Réserve fédérale pour assouplir sa politique monétaire. La BCE devrait se trouver en mesure de réduire ses taux d'ici juin.

## Un risque spécifique Chine toujours présent

Les chiffres de la consommation pour le Nouvel An chinois ont été légèrement meilleurs que prévus. Les annonces de relance de la part du gouvernement, qui dispose de moyens considérables, ont soutenu l'économie. Mais cela ne semble pas rassurer outre mesure les investisseurs, car le pays reste confronté à des défis majeurs, entre opacité en matière de gouvernance et une relance qui pourrait générer de nouveaux déséquilibres à plus long terme.

## Pas de précipitation pour les banques centrales

Face à la solidité de l'économie américaine, notamment en termes d'emploi et compte tenu des derniers chiffres d'inflation, la FED prendra ses décisions réunion après réunion, sans précipitation, au gré des indicateurs. Les bonnes conditions de l'économie américaine offrent à la Fed du temps avant d'agir. Jerome Powell a également écarté une des baisses de taux anticipées par le marché pour 2025. Notre scénario central à présent est celui d'une première baisse de taux en septembre, suivie d'une autre en décembre après les élections. L'incertitude demeure quant à la poursuite de ces baisses en 2025. Il faudra, dans le même temps, suivre de près la trajectoire de la dette américaine, qui s'accroît à un rythme très soutenu, et très commenté, mais que la poursuite des gains de productivité permet en théorie d'absorber.

Pour la zone euro, notre scénario central porte sur trois ou quatre baisses de taux cette année car nous maintenons, depuis début 2023, que les capacités de rebond de la croissance y apparaissent moindres qu'aux États-Unis et qu'il faut composer avec un marché immobilier moribond. La dynamique récente de désinflation renforce la probabilité d'une première baisse en juin, autrement dit avant la Fed, suivi d'une seconde en septembre.

Nous estimons que la Bank of England devrait également procéder à une première baisse de taux en juin, probablement suivie d'une seconde dans l'année. Au Royaume-Uni, l'inflation, très forte et accentuée par les effets du Brexit, a beaucoup reflué. L'activité redémarre et la croissance réelle y devient supérieure à celle de la France et de l'Allemagne. Pour rappel, la BoE<sup>18</sup> n'avait été la première à augmenter ses taux, avant même la Fed. Son pragmatisme devrait jouer encore.

**Pour conclure, sauf choc exogène, tel une intensification du conflit entre la Russie et l'Ukraine – qui devrait entrer dans une phase cruciale d'ici la fin de l'été – ou un trop fort rebond du pétrole, les dynamiques macro et microéconomiques confortent notre scénario d'un soft landing réussi pour l'économie mondiale, portée par une croissance américaine toujours au-dessus de son potentiel sur l'ensemble de l'année et une croissance européenne en phase de rebond sur les prochains trimestres après un début d'année assez faible.**

<sup>17</sup> L'indice PMI fournit des indications avancées sur l'état actuel du secteur privé à partir du suivi de variables telles que l'activité, les nouvelles affaires, l'emploi et les prix

<sup>18</sup> Bank of England



# The Long View

## L'OTAN<sup>19</sup>, instrument de protection... des dettes publiques européennes ?

Donald Trump a récidivé. Il a de nouveau laissé entendre qu'il envisageait de retirer les États-Unis de l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN), suscitant beaucoup de commentaires et d'inquiétude en Europe. Une telle issue nous paraîtrait bien improbable mais les propos de M. Trump surgissent au moment où la Russie reprend l'initiative en Ukraine, ce qui excite les peurs. Lors de son mandat, il avait déjà exigé de l'Allemagne qu'elle dédommage les États-Unis pour tout ou partie de la protection militaire que ces derniers lui octroyaient via l'OTAN<sup>20</sup>. Les dirigeants d'outre-Rhin avaient peu goûté le procédé, avant de s'y plier et d'accroître la contribution allemande au budget de l'organisation au niveau de celle de Washington. L'achat de 35 F-35 Lightning II par Berlin en 2022, pour environ 10Mds\$, servait aussi de gage donné à l'administration américaine présidée par Joe Biden. Car même certains Démocrates semblent désormais plus frileux envers l'OTAN, et les récents départs du département d'État ne l'infirmement pas.

Sans présager des réelles intentions de M. Trump s'il accédait à la Maison Blanche, intentions d'ailleurs sans doute plutôt vouées à poser les termes d'une négociation à venir, un exercice intéressant consiste à le prendre au mot : quelles implications un retrait des États-Unis de l'OTAN aurait-il ?

## L'Amérique défend l'Europe, qui défend son modèle social

Une thèse simple se diffuse depuis longtemps : grâce à l'OTAN, l'Europe aurait allégé ses budgets de défense pour de facto les consacrer à son modèle social. Après tout, la chute de l'URSS avait éloigné la menace la plus immédiate pesant sur le vieux continent, tandis que les bases militaires américaines en assuraient la sécurité. Vision caricaturale, que partagent des conseillers de M. Trump, mais que les budgets de divers pays européens ne démentent pas vraiment : sur les 32 membres de l'Alliance, seuls onze, dont les États-Unis, consacrent au moins 2 %<sup>21</sup> de leur PIB à la défense, seuil que les états s'engagent pourtant, en 2014, à respecter.

L'OTAN ayant constamment évolué depuis sa création, avec l'inclusion de nouveaux membres, la disparition de ses objectifs parmi les plus importants au profit de nouvelles missions, la réallocation de ses moyens, pour partie ponctuellement prélevés sur les armées nationales de ses membres, il n'existe pas de méthode pour chiffrer toute la portée du rôle qu'elle remplit, que ne reflètent pas les 3,3Mds€ de son budget officiel. Quelques données l'illustrent mieux : 60 000 soldats états-uniens stationnent sur le vieux continent, pour l'essentiel en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni et en Espagne ; le budget de défense américain, de 860Mds\$ (hors anciens combattants), représente à lui seul près de trois fois la somme de tous les budgets de défense des autres membres de l'OTAN et il a des effets de synergie dont l'Europe bénéficie ; la dissuasion nucléaire de l'OTAN en propre dépend intégralement de moyens américains même si les forces nucléaires britannique voire française, plus autonome pour cette dernière, pourraient se voir incorporées à un cadre d'emploi de l'Organisation en cas de nécessité. Ces apports s'ajoutent à d'autres, là encore difficilement quantifiables mais tous cruciaux. À cet égard, le conflit en Ukraine apporte de précieux enseignements sur la qualité et la profondeur du renseignement militaire américain, qui n'a pas d'égal : la découverte du potentiel opératif, en un sens effrayant, des drones coordonnés aux données fournies par les observations US donne la mesure du pouvoir dissuasif de l'Alliance dans un conflit. Si les forces armées ukrainiennes ont opposé une résistance plus efficace qu'anticipé à l'offensive russe, certes sous-dimensionnée au regard des buts de guerre tels que nous pouvons les comprendre et qu'ils sont devenus après l'échec des négociations de mars 2022, cela provient notamment de la précision et de la quantité des informations que les États-Unis leur ont transmises. Cela a permis d'anticiper les mouvements russes, d'en localiser les ressources puis de les rendre inopérantes, souvent à un coût économique moindre que dans des conflits passés. Aujourd'hui encore, malgré le manque de munitions voire d'effectifs ukrainiens, le renseignement nord-américain entrave l'initiative des troupes russes, qui ne peuvent exploiter leurs éventuels succès

<sup>19</sup> Organisation du Traité de l'Atlantique Nord

<sup>20</sup> <https://www.nytimes.com/2024/02/15/us/politics/trump-nato-threat.html?smid=url-share>

<sup>21</sup> Source : Bloomberg



que très patiemment, avec des pertes non négligeables, d'où l'absence de percée malgré la prise de positions clés sur un front très étiré où il n'y a d'autre choix que d'éparpiller les forces.

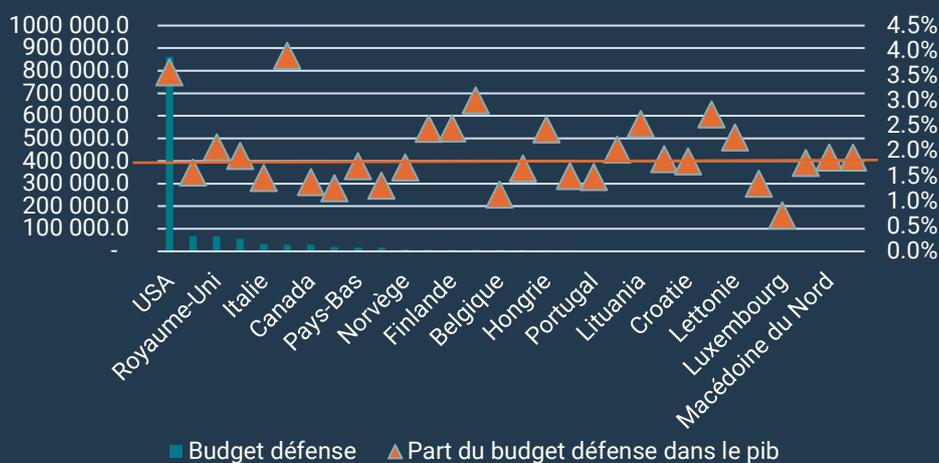
Budgets, dissuasion nucléaire, qualité des matériels, des hommes, des communications et du renseignement : voilà ce qu'apportent aujourd'hui les États-Unis à l'Europe pour sa sécurité, et qu'il faudrait remplacer si d'aventure, ils quittaient l'OTAN. Quel prix cela aurait-il ?

### 350Mds\$ par an à dénicher ?

Imaginons donc qu'il faille renoncer à la contribution américaine et allouer des ressources à un système de défense s'y substituant. S'il s'agissait de porter les budgets de défense aux 2 %<sup>22</sup> du PIB en théorie demandés, le besoin s'élèverait à 75Mds\$ pour les 17 pays d'Europe, hors Turquie, qui ne respectent aujourd'hui pas ce critère. Rien d'insurmontable a priori. Cependant, ces 2 % constituent un minimum car compenser le désengagement des États-Unis réclamerait plutôt le niveau de 3,5 % du PIB auxquels s'astreignent ces derniers pour leur part. En pareil cas, l'addition se monterait à près de 350Mds\$ à trouver par an, soient environ 80Mds\$ annuels pour l'Allemagne et 50Mds\$ pour la France ou l'Italie. Or, ces pays cherchent à alléger leurs budgets, et non à les gonfler. En l'état, ils ne disposent pas des moyens économiques d'une telle expansion budgétaire en période de taux avoisinant les 2,5 %, 3 % et 3,8 % pour le Bund, l'OAT<sup>23</sup> et le BTP<sup>24</sup> à dix ans, respectivement, ce alors que le vieillissement accéléré de leurs populations induit d'importants transferts sociaux quand leur endettement, notamment dans les cas français et italien, les entrave. La France et le Royaume-Uni auraient ainsi chacun 1,5 % de PIB de dépenses en plus à financer chaque année, l'Allemagne, l'Italie et les Pays-Bas environ 2 % et l'Espagne ou la Belgique 2,2 % au bas mot.

Bien sûr, des éléments viendraient atténuer ces effets délétères car il convient de leur intégrer des retombées positives. La mise au standard OTAN implique en effet actuellement de recourir aux équipements de l'industrie de défense américaine. Le F-35 mentionné plus haut représente un cas d'école de la pénétration par les entreprises américaines du marché européen au nom de la coordination stratégique. Ce chasseur-bombardier multi rôle furtif, surtout développé par Lockheed-Martin, doit équiper Royaume-Uni, Italie, Danemark, Pays-Bas, Norvège, Belgique, Suisse, Finlande et Allemagne. Si officiellement, il existe des retombées pour BAe Systems ou Finmeccanica, elles demeurent limitées et la diffusion de cet appareil en Europe étouffe les programmes de développement de chasseurs européens. Avec des États-Unis hors de l'OTAN, l'Europe s'affranchirait de cette dépendance pour se doter d'une industrie propre, dont elle conserve des éléments épars, mais d'une dimension très réduite par rapport à l'ensemble formé par Boeing, Northrop Grumman, General Dynamics, Huntington Ingalls et consorts. Même si Mirova n'a pas la prétention de maîtriser les arcanes de ce secteur si particulier sur lequel nous n'investissons pas, nous en savons les effets d'entraînement sur le niveau des technologies et le tissu industriel formé des producteurs et sous-traitants. Nous savons aussi que cela nécessiterait la patiente reconstitution d'une filière, probablement sur dix ans au moins.

### BUDGET DÉFENSE



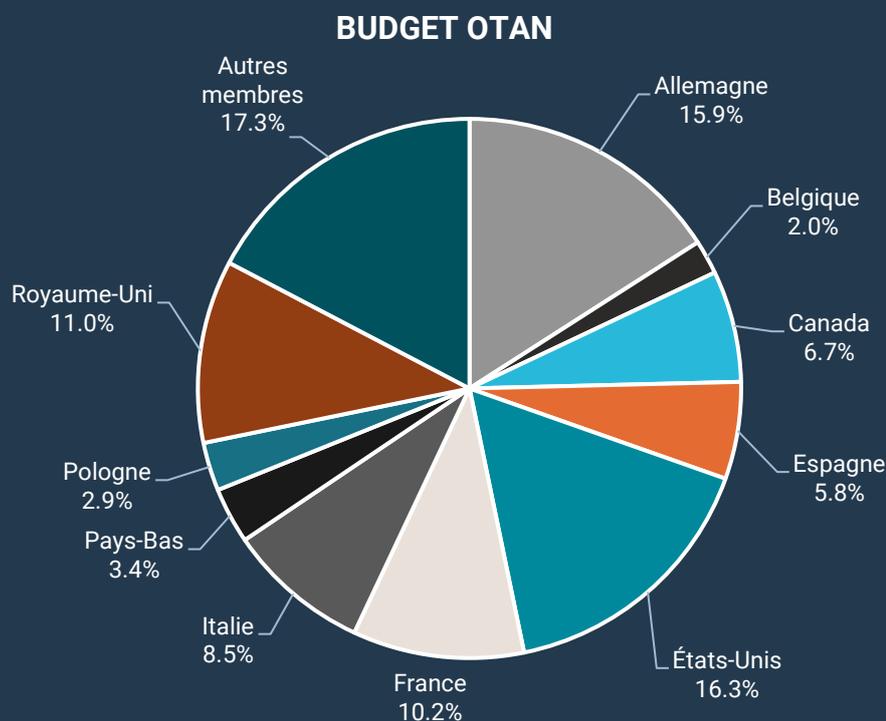
Source : OTAN

<sup>22</sup> Source : Bloomberg

<sup>23</sup> Obligations assimilables du Trésor

<sup>24</sup> Obligations d'Etat italiennes





Source : OTAN

## Conclusion : divergence atlantique, tensions sur la dette étatique

Nous insistons depuis au moins fin 2022 sur la divergence entre l'Europe et l'Amérique du Nord, notamment économique et qui se retrouve dans l'écart entre le T-note à dix ans et le Bund, dont la corrélation a chuté depuis une dizaine d'années. Une déconnexion militaire, donc diplomatique et politique, l'exacerberait davantage, notamment par les défis budgétaires qui se poseraient aux pays européens dont le système social, déjà mis sous tension par les dynamiques démographiques, ferait l'objet de réformes a priori délicates à faire admettre aux populations qui après avoir contribué audit système, entendent en bénéficier. A terme, une Europe plus autonome se verrait condamnée à refaire converger son économie vers le modèle américain, dont elle a décroché depuis la crise de 2008, quand les PIB des deux zones s'équivalaient encore. Le chemin pourrait s'avérer douloureux, bien que sur des laps de temps plus courts que ne le redoutent les politiques.

Paradoxalement, si nous ne croyons guère à la perspective d'un retrait total des États-Unis de l'OTAN tant cela nuirait à leurs intérêts, il apparaît plausible que le prochain hôte de la Maison Blanche, Républicain ou Démocrate, réclame plus d'efforts aux Européens. Cela ne fera qu'ajouter aux tensions sur les dettes souveraines de certains états. Avec des taux plus élevés, des déficits parfois difficiles à résorber et auxquels il faudrait ajouter, dans le cas le plus favorable, un demi-point de pourcentage de PIB de dépenses de défense supplémentaires pour n'en retirer les fruits qu'à plus long terme, les pays européens s'exposent au risque de voir les marchés financiers demander une prime plus élevée pour accepter de refinancer leurs dettes publiques. L'équation que poserait M. Trump, s'il allait au bout de sa logique, se résoudrait avec des taux s'accroissant encore. L'Europe n'a pas besoin de cela en ce moment.

# Synthèse

## Vues de marchés

### RÉSUMÉ

CLASSES D'ACTIFS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Actions		forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Surperformance des actions sur 2024 sur fond de désinflation, détente des politiques monétaires, rebond macro à l'échelle mondiale et bonne tenue des résultats d'entreprises. Surprises positives en provenance des Etats-Unis</li> <li>Toute correction substantielle serait mise à profit pour renforcer les positions</li> </ul>
Crédit		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Long crédit car portage avantageux avec des <i>spreads</i><sup>24</sup> restant attractifs. Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, relativement peu de refinancement en 2024)</li> <li>Hausse des taux de défaut modérée compte tenu de la résilience macro</li> <li>Scénario de <i>trading range</i><sup>25</sup> privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des <i>spreads</i> ces derniers mois</li> </ul>
Duration		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Léger long duration en raison de la fin du cycle de resserrement monétaire, d'une poursuite du mouvement de désinflation et d'un effet diversification vs actifs risqués désormais bénéfique. Niveaux de taux réels attractifs en l'absence d'un scénario de réaccélération de la croissance aux États-Unis.</li> <li>Attention néanmoins à la volatilité sur la courbe US encore trop dépendante des données macro/inflation. Préférence pour la zone Euro et le UK.</li> </ul>
Cash		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Couple rendement/risque attractif à court terme mais devrait pâtir d'une réallocation vers les actifs risqués à mesure que les taux directeurs baissent et que notre scénario se concrétise.</li> </ul>

### ACTIONS

SEGMENTS	MOYEN/LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
US			<ul style="list-style-type: none"> <li>Scénario de <i>soft landing</i><sup>26</sup> réussi, consommation résiliente via effet richesse, fin du déstockage et rebond manufacturier. Pause en termes de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire plus tardive qu'anticipé (septembre).</li> <li>Valorisation défavorable (prime de risque, <i>price earning</i><sup>27</sup> ratio, etc...) partiellement compensée par une dynamique de révisions bénéficiaires attractive à confirmer durant cette saison de résultats.</li> <li>Risque spécifique lié à la surreprésentation des « sept magnifiques ». Elargissement du leadership sectoriel en cours</li> </ul>
Euro		forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indicateurs avancés en nette amélioration, rebond macro en cours. Poursuite du mouvement de désinflation justifiant une détente de la politique monétaire (juin). Gains de pouvoir d'achat réel positif pour la consommation</li> <li>Valorisation attractive, marché sous-détenu, potentielle reprise du commerce mondial favorisant les exportations européennes</li> </ul>
Royaume-Uni		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Amélioration des perspectives de croissance, poursuite du mouvement de désinflation cohérente avec une détente future de la politique monétaire</li> <li>Valorisation attractive, rendement élevé</li> </ul>
Japon		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Poursuite du <i>rerating</i><sup>28</sup> en cours lié au mouvement de libéralisation du secteur privé (amélioration de la gouvernance).</li> <li>La hausse des salaires et des anticipations d'inflation devrait soutenir la consommation</li> <li>Le risque à court terme demeure un potentiel resserrement monétaire entraînant une appréciation du Yen. Alléger les secteurs profitant de la faiblesse du yen, renforcer les bancaires</li> </ul>
Marchés émergents			<ul style="list-style-type: none"> <li>Croissances de BPA<sup>29</sup> attendues pour 2024/2025 un peu trop optimistes alors que la dynamique de révision relative vs pays développés demeure négative.</li> <li>En positif début de baisse de taux directeurs de certaines banques centrales des marchés émergents, primes de risque et valorisations raisonnables. Attente d'un pivot Fed<sup>30</sup> pour être plus constructif</li> </ul>
Croissance vs. Value			<ul style="list-style-type: none"> <li>Positionnement barbell constitué à la fois de sociétés à forte croissance (techno, santé, etc...) et de sociétés très décotées (banques, utilities...). Préférence pour les sociétés dont la dynamique de révision de marge et de bénéfices est positive</li> </ul>
Qualité vs. Volatilité élevée			<ul style="list-style-type: none"> <li>Surperformance du style qualité dans un contexte de hausse des taux et résultats au-dessus des attentes.</li> <li>Style sur-détenu, à risque en cas de détente sur les taux</li> </ul>
Petits vs. larges capitalisations		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valorisation des petites capitalisations attractives en termes relatif, limitant le potentiel de sous-performance.</li> <li>Résultats et dynamique de révision de bénéfices défavorable depuis le début de l'année.</li> <li>Toujours positif sur le compartiment à moyen/long terme tout en restant sélectif à court terme.</li> </ul>
Cyclique vs. Défensif		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Amélioration de l'environnement macro-économique mondial. Consommation discrétionnaire soutenue par la hausse des salaires réels</li> <li>Valorisation cyclique vs défensive élevée relativement à l'historique compensée par une dynamique de révisions de bénéfices positive</li> </ul>



CRÉDIT			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Investment Grade US			<ul style="list-style-type: none"> <li>Préférence pour l'IG EUR en termes de valorisation. Taux de défaut plus faible.</li> <li>Besoins de refinancements : 2024 gérable ; 2025/2026 plus compliqué</li> </ul>
High Yield US		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Leviers dans la moyenne historique haute tandis que les ratios de couverture des charges d'intérêt baissent, dû à un recul des revenus et des marges.</li> <li>Les spreads des émetteurs BB et B sont en dessous de leur moyenne historique depuis les années 2000.</li> </ul>
Investment Grade Euro		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Actifs de qualité à un prix raisonnable qui devraient continuer à surperformer dans l'environnement actuel</li> <li>Préférence pour l'IG Euro vs US car la dynamique de relèvement de notation relatif y est plus favorable et les spreads moins serrés.</li> <li>Scénario de trading range privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois</li> </ul>
High Yield Euro		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Facteurs techniques toujours favorables (déséquilibre offre/demande, pas de problèmes de refinancement à court terme). Valorisation relative HY vs IG plus favorable en EUR qu'aux US. Préférence pour les hybrides EUR</li> <li>Scénario de trading range privilégié à court terme compte tenu du fort resserrement des spreads ces derniers mois</li> </ul>
DURATION			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
2 ans US			<ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du cycle de resserrement FED et taux réels attractifs.</li> <li>Néanmoins le risque de no landing limite le potentiel, à fortiori après les chiffres d'inflation de début d'année. Potentiel repricing<sup>31</sup> du nombre de baisses de taux attendues d'ici fin 2025</li> </ul>
10 ans US			<ul style="list-style-type: none"> <li>En positif pouvoir de diversification et poursuite du mouvement de désinflation de manière très graduelle</li> <li>En négatif pressions structurelles vendeuses (déséquilibre offre/demande, révision à la hausse de la croissance potentielle...)</li> <li>Scénario de bull steepening<sup>32</sup> via une légère baisse des taux courts à l'approche du pivot. Trading range privilégié sur la partie longue</li> </ul>
2 ans allemand		forte	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fin du cycle de resserrement BCE<sup>33</sup> : inflation headline et sous-jacente en rythme annualisé sur les derniers mois converge vers l'objectif même si l'inflation des services tarde à décélérer.</li> <li>3 ou 4 baisses de taux attendues dont la première en juin, en ligne avec les attentes du marché. Révision à la baisse des projections d'inflation par la BCE sur 2024 et 2025</li> </ul>
10 ans allemand		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pouvoir de diversification des obligations souveraines et poursuite du mouvement de désinflation.</li> <li>Scénario de bull steepening résultant d'une poursuite de normalisation des politiques monétaires couplé à un léger rebond macro au second semestre.</li> </ul>
Dettes périphérique Europe		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Baisse des taux favorables à la soutenabilité des dettes périphériques.</li> <li>Baisse de l'inflation et statu quo concernant la réduction du bilan de la BCE réduisent les inquiétudes à court terme concernant l'Italie.</li> <li>Proche de nos niveaux cibles à présent</li> </ul>
Royaume-Uni		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Poursuite de la désinflation à partir d'un niveau supérieur à celui des autres marchés développés; via baisse des prix de l'énergie et normalisation progressive du marché du travail. Pause de la Banque d'Angleterre en ligne avec les autres banques centrales ; Carry<sup>34</sup> attractif notamment sur la partie longue.</li> </ul>
Japon		modérée	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hausse des anticipations d'inflation. Potentielle hausse des taux directeurs. Fin du contrôle de la courbe des taux</li> </ul>
Marchés émergents			<ul style="list-style-type: none"> <li>En positif, dynamique de désinflation et baisse de taux directeurs dans certains marchés émergents mais potentiel d'appréciation modéré vs cash USD à court terme. Préférence pour la dette libellée en dollars</li> <li>En monnaies locales, risque de change lié au changement de politique monétaire. Potentiel limité à court terme, plus favorable à long terme.</li> </ul>
CASH			
SEGMENTS	LONG TERME	CONVICTION	COMMENTAIRES
Taux de change EUR/USD			<ul style="list-style-type: none"> <li>Croissance US plus vigoureuse mais dynamique de surprise macroéconomique plus favorable à la zone euro en relatif (cf Indice Citigroup) compte tenu des attentes de marché</li> <li>Timing et nombre de baisse de taux directeurs Fed vs BCE favorable au dollar</li> </ul>

24. Le « spread » est l'écart ou la différence entre les deux prix d'un actif dans le secteur financier. D'une part on a la valeur de l'achat et de l'autre on a le prix de vente.

25. Le Trading Range est un indicateur pertinent du marché notamment pour les indicateurs stochastiques.

26. Atterrissage en douceur

27. Indicateur utilisé en analyse financière et boursière

28. Ré-estimation

29. Bénéfice par action

30. Banque fédérale américaine

31. Le repricing consiste à automatiquement changer ses prix en fonction de la concurrence

32. Banque Centrale Européenne

33. Les taux d'intérêt sont en baisse et la courbe de rendement est plus inclinée.

34. Portage



## Contributeurs



**DAVID BELLOC, CFA**

Portfolio Manager,  
Strategist



**HERVÉ GUEZ**

Global Head of Listed Assets

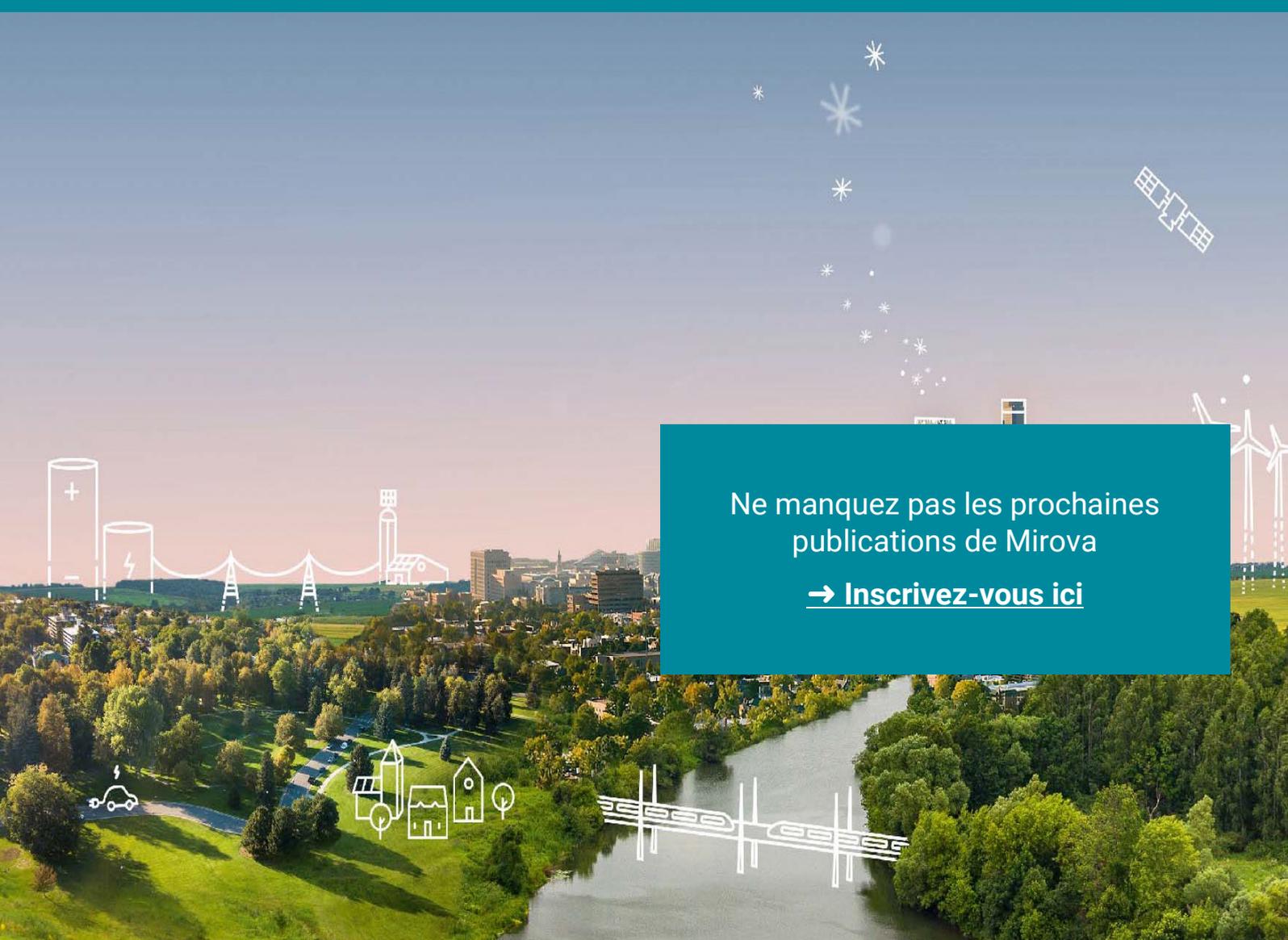


**BERTRAND ROCHER**

Co-Head Of Fixed Income

## COMITÉ ÉDITORIAL

**David Belloc, CFA**, Portfolio Manager, Strategist ; **Paul Bethell**, CFA, Portfolio Manager; **Marc Briand**, Co-Head of Fixed Income; **Isabelle De Gavoty**, Thematic Equity Director ; **Hervé Guez**, Global Head of Listed Assets ; **Jens Peers**, CFA, CIO Sustainable Equity ; **Bertrand Rocher**, Co-Head of Fixed Income

The background of the bottom half of the page is an aerial view of a city with a river. Overlaid on this are several white line-art icons: a battery with a plus sign, a lightning bolt, a suspension bridge, a house with a solar panel, a wind turbine, a satellite, a car with a lightning bolt, a factory, a house, a tree, and a train on tracks.

Ne manquez pas les prochaines  
publications de Mirova

[→ Inscrivez-vous ici](#)



## MENTIONS LÉGALES

Ces informations sont destinées exclusivement aux clients non professionnels et 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).

Document non contractuel, achevé de rédiger en avril 2024.

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 private equity à impact, Solidaire et Capital naturel), calculée à partir d'une méthodologie propriétaire pouvant comporter des biais.

## INVESTISSEMENTS ESG – RISQUE ET LIMITES MÉTHODOLOGIQUES

En utilisant des critères ESG dans la politique d'investissement, l'objectif des stratégies Mirova concernées est en particulier de mieux gérer le risque de durabilité et de générer des rendements durables et à long terme. Les critères ESG peuvent être générés à l'aide des modèles propriétaires, des modèles et des données de tiers ou d'une combinaison des deux. Les critères d'évaluation peuvent évoluer dans le temps ou varier en fonction du secteur ou de l'industrie dans lequel l'émetteur concerné opère. L'application de critères ESG au processus d'investissement peut conduire Mirova à investir ou à exclure des titres pour des raisons non financières, quelles que soient les opportunités de marché disponibles. Les données ESG reçues de tiers peuvent être incomplètes, inexactes ou indisponibles de temps à autre. En conséquence, il existe un risque que Mirova évalue incorrectement un titre ou un émetteur, entraînant l'inclusion ou l'exclusion directe ou indirecte incorrecte d'un titre dans le portefeuille d'un Fonds. Pour plus d'informations sur nos méthodologies, veuillez consulter notre site Web Mirova : [www.mirova.com/fr/durabilite](http://www.mirova.com/fr/durabilite)



## 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 30,9 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 31 mars 2024. 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**

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, England, 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**

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