

# Quelles opportunités dans un monde en pleine mutation ?

---

Perspectives d'investissement 2026  
Actifs listés

Communication à caractère non promotionnel destinée aux clients professionnels au sens de la directive MIF.  
Les données mentionnées reflètent l'opinion / la situation de Mirova à la date de ce document et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Tout investissement comporte des risques, y compris le risque de perte en capital.

Un affilié de

  
NATIXIS  
INVESTMENT MANAGERS



**Hervé Guez**

Directeur des Gestions Listées

***Une croissance molle, mais des forces séculaires puissantes, voilà ce qui devrait caractériser l'année qui s'ouvre. Les transformations majeures à l'œuvre dans le monde vont se poursuivre et, si certaines créent des risques nouveaux, nous y voyons aussi un cadre à intégrer durablement dans les allocations. Intelligence artificielle, transition énergétique et nouveau paradigme géopolitique façonnent la croissance, redessinent les rapports de force et les chaînes de valeur. Ce sont aussi ces forces structurantes qui vont orienter les flux de capitaux.***

**N**ous n'ignorons pas les inquiétudes quant à une bulle sur l'intelligence artificielle, mais cette tendance forte continuera d'influencer le monde et l'économie. Certes, il existe des entreprises non rentables, survalorisées également, en particulier dans l'univers du non-côté et des producteurs d'applications. Néanmoins, le secteur se compose aussi de grandes entreprises cotées, dont les niveaux de rentabilité et de génération de cash-flow sont en ligne avec leurs valorisations. Le point d'attention porte plutôt sur les niveaux de marge exceptionnellement élevés de certains de ces géants. Une innovation technologique, une pression concurrentielle ou réglementaire, pourrait causer des ajustements difficilement prévisibles. La tendance de fond est cependant solide : l'IA devient progressivement un moteur de productivité et le cycle de Capex y est massif. Alors que la croissance mondiale va manquer de souffle, la technologie reste un soutien central sur lequel les investisseurs devront compter – avec discernement.

La transition énergétique, qui a paradoxalement suscité peu d'intérêt au cours de l'année dernière, demeure également

un enjeu mondial majeur. Face à l'urgence de la transition, à laquelle se conjuguent un impératif aigu de souveraineté et une hausse de la consommation avec l'IA, la maîtrise de l'énergie et de ses réseaux est un thème d'investissement en pleine accélération. Les besoins en financement sont colossaux et seront difficilement supportés par des Etats lourdement endettés. Energies renouvelables, efficacité énergétique, réseaux, constituent autant de segments porteurs, qui ne présentent pas tous le même profil de risque. Si les investisseurs ont pu s'impacienter face à la lenteur de la transition, nous pensons que cette tendance de fond est encore loin d'être pleine et valorisée.

Enfin, il est indéniable que la géopolitique est devenue l'élément perturbateur pour les marchés et les entreprises. Les conflits sont

nombreux, le monde est fragmenté et la politique de Donald Trump reconfigure tous les rapports de force, en particulier pour l'Europe. Ce contexte, qui n'est pas un thème d'investissement en tant que tel, rappelle cependant à quel point les impératifs de souveraineté s'imposent pour le Vieux Continent et pourraient créer un nouveau cycle productif.

***Dans ce monde en quête de souveraineté, nous sommes aussi plus convaincus que jamais de l'importance de proposer une vision responsable de l'investissement.***

Entre incertitudes de court terme et transitions longues, notre rôle est de proposer une lecture cohérente, alignée avec nos convictions. Le rapprochement de Mirova avec Thematics AM constitue ainsi une étape essentielle, qui nous permet de réunir des expertises complémentaires et renforce notre capacité à investir

sur les thématiques identifiées. Dans ce monde en quête de souveraineté, nous sommes aussi plus convaincus que jamais de l'importance de proposer une vision responsable de l'investissement. ♦

# 2025 : les temps forts de l'année



## Rallye actions mondial puissant, malgré les chocs politiques/géopolitiques

- Hausse généralisée sur toutes les zones liées notamment à la modération tarifaire post-*Liberation day*, aux annonces de relance budgétaire ainsi qu'au soutien monétaire global
- Surperformance du reste du monde par rapport aux Etats-Unis en USD ; Leadership marqué de la Tech aux US, de la défense et des bancaires en Europe. Surperformance des marchés émergents
- Forte contribution de la hausse des résultats d'entreprises à la progression des marchés



## Une économie résiliente mais de plus en plus fragmentée

- Croissance mondiale à 3 %, consommation soutenue par les plus hauts revenus bénéficiant d'un fort effet richesse, notamment aux Etats-Unis, accroissement des inégalités et fragilité du marché du travail (peu de licenciements, peu d'embauches)
- Forte disparité entre les grandes et les petites entreprises en termes de conditions de financement et dynamique d'investissement



## IA : le moteur de l'année

- Performance en \$ des marchés américains hors entreprises de l'IA : + 5 % ; avec entreprises de l'IA : + 20 %
- Concentration des bourses mondiales sur la tech américaine et dépendance croissante aux *Capex* des entreprises du secteur
- L'IA nécessite des *data centers*, des terres rares, de l'électricité, des réseaux, des serveurs, etc...



## Valeur refuge et crédit

- Baisse des taux aux Etats-Unis malgré un déficit à 7 % du PIB et un plan d'investissement, le *One Big Beautiful Bill*<sup>1</sup> à 3 500 Mds\$ sur 10 ans
- L'or remplace le dollar comme valeur refuge
- Fort mouvement de pentification des courbes sur la première partie de l'année
- Crédit : *spreads*<sup>2</sup> contenus, résilience de l'*Investment Grade*, des instruments hybrides et des Cocos



## Les surprises de l'année

- La Chine démontre son emprise sur les matières premières stratégiques et ses capacités technologiques avec Deepseek
- Réveil budgétaire allemand, avec un plan d'investissement annoncé de 1 000 Mds€

1. Fait référence à la loi sur les réductions d'impôts et l'emploi (Tax Cuts and Jobs Act, TCJA) signée par le président américain Donald Trump.

2. Spread : différence de prix entre le cours d'achat (offre) et le cours de vente (bid) coté pour un actif.

Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.





# Perspectives 2026 en bref

## Macro



### Etats-Unis

Croissance robuste (2,3 %), portée par les *Capex*, la technologie et les baisses de taux de la Fed.



### Europe

Croissance décente (1,3 %) tirée par le plan d'investissement allemand et légère reprise de la consommation.



### Chine

Ralentissement maîtrisé (4,5 % de croissance), soutien budgétaire ciblé.

## Obligataire



### Crédit

Attrait du *High Yield* senior, rotation au sein des segments et des secteurs attractifs.



### Reverse yankees

Hausse des volumes d'émission à surveiller.



### Souverains

Émissions importantes, préférence pour les périphériques européens.

## Actions



### Etats-Unis

Élargissement du leadership au-delà de la tech, grâce à un super cycle de *Capex*.



### Europe

Décote et sous-détention, potentiel de *rerating*.



### Secteurs

Sélectivité dans la tech, soutien fort sur l'énergie et bénéficiaires des *Capex*, perspectives positives pour les banques, retour de la santé et des *Small & Mid caps*.

Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

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.



# L'aigle, la fausse tortue et les vrais dragons



***La croissance mondiale devrait être solide en 2026, supérieure à 3%. Les Etats-Unis resteront portés par un super cycle d'investissement, qui n'a pas encore les caractéristiques d'une bulle, l'Europe, empêtrée dans ses problèmes, affichera une croissance plus faible mais en amélioration progressive avec les effets du plan allemand, tandis que les émergents continueront de délivrer une croissance nettement supérieure à celle des pays développés, autour de 4 %.***



## Etats-Unis

### Un super cycle de Capex<sup>3</sup>...

Une fois de plus, nous demeurons positifs sur les Etats-Unis pour 2026, avec une perspective de croissance à 2,3 %. Ils pourront compter sur plusieurs facteurs de soutien. Tout d'abord, la Fed<sup>4</sup> devrait poursuivre son programme d'assouplissement monétaire, notamment après la nomination d'un nouveau président plus aligné sur les souhaits de Donald Trump, même si les attentes du marché sur ce point nous semblent un peu trop optimistes. Une Fed trop complaisante rendrait sa politique inefficace car engendrerait une hausse des anticipations d'inflation

et des primes de risque sur les taux longs. La Fed se doit de trouver un juste équilibre : rester dans un cadre de taux réels positifs tout en soutenant la consommation et l'investissement. Nous anticipons une stabilisation de l'inflation autour de 2,8 % fin 2026 et des taux directeurs à 3,25 %.

A ce levier positif, s'ajouteront les effets du *One Big Beautiful Bill*. Ce soutien budgétaire et fiscal va se déployer cette année et pourrait déclencher un cycle de Capex au sein des entreprises autres que

celles de la technologie. Hors IA, les niveaux de Capex ramenés au PIB<sup>5</sup> stagnent à des niveaux historiquement bas aux Etats-Unis. Cela devrait bénéficier aux secteurs manufacturiers tels que l'aéronautique, la défense, les machines-outils, les infrastructures, etc. ainsi qu'au secteur de la construction, surtout si l'administration Trump, en amont des élections de mi-mandat, s'emploie à favoriser, via certains mécanismes de baisse des taux immobiliers entre autres, l'accession au logement pour les ménages les moins favorisés.

3. Capex (Capital Expenditure) : dépenses d'investissement d'une entreprise capitalisées au bilan.

4. Réserve fédérale (Fed) : Banque centrale des États-Unis.

5. PIB (Produit Intérieur Brut) : Valeur totale des biens et services produits dans un pays au cours d'une période donnée, généralement une année.

Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

En matière de *Capex*, le super cycle d'investissement débuté autour de l'IA devrait évidemment se poursuivre. Le momentum demeure fort sur cette thématique. Le taux d'utilisation des *data centers* avoisine les 100 % et la demande continue d'excéder l'offre. Ce déséquilibre infirme l'hypothèse d'une simple bulle à court terme. D'autant que le mouvement de dérégulation enclenché par l'administration américaine va apporter un soutien supplémentaire au secteur. Il y aura peut-être des surcapacités à terme, mais à ce stade, les conditions à une telle configuration ne se trouvent pas réunies.

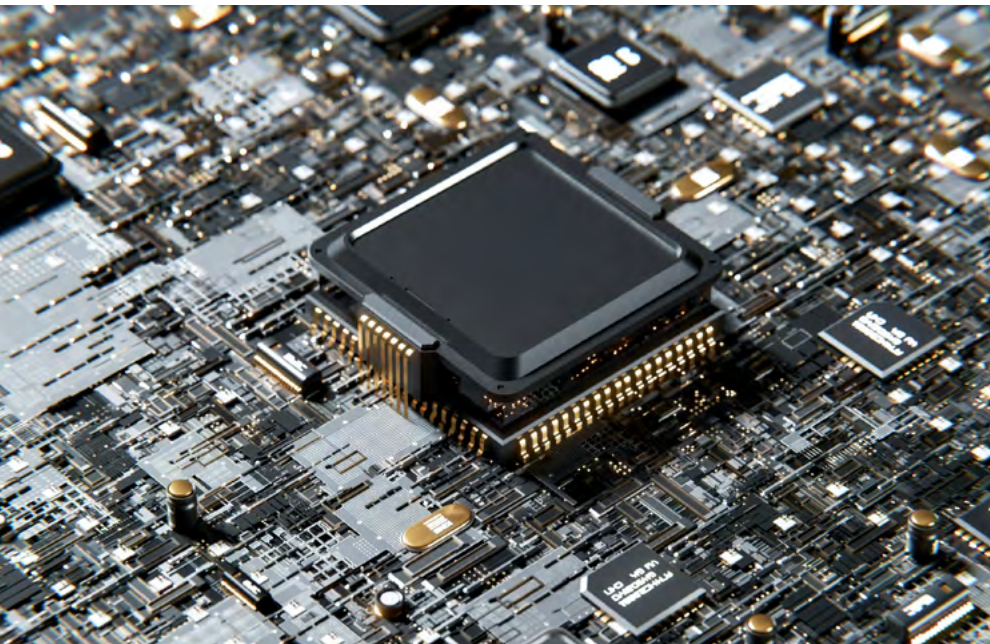
Le consommateur américain devrait continuer à démontrer sa résilience, même si cela semblera concentré sur la frange la plus aisée. La société paraît fragmentée. L'Américain moyen ou à hauts revenus profite d'un effet de richesse grâce à la bourse et à l'immobilier. La consommation a d'ailleurs contribué à générer un point de croissance en 2025 au-delà des attentes du

consensus. L'effet de ce moteur devrait se prolonger en 2026, à un rythme moindre toutefois. Aussi le consommateur profitera-t-il d'une atténuation du risque tarifaire. En effet, la Cour suprême va prochainement statuer au sujet de la constitutionnalité des tarifs douaniers, et sa décision pourrait contribuer à abaisser certaines des hausses précédemment décidées. La hausse moyenne réelle des tarifs se porte d'ailleurs déjà autour de 10 %, bien inférieure au niveau théorique affiché (18 %) absorbée en partie par les marges des entreprises et les arbitrages au niveau des chaînes de valeur, ce qui limite les hausses de prix. Sans compter qu'en pleine année d'élections de mi-mandat, Donald Trump aura tendance à activer tous les leviers à sa portée pour ne pas contrarier les consommateurs.

Les marchés devraient profiter des résultats positifs des entreprises, avec une hausse attendue de 10 % à 15 % des BPA<sup>6</sup>. Cela devrait constituer d'ailleurs le principal moteur de performance en 2026,

en parallèle des dividendes et des rachats d'actions. Les niveaux de marge et de rentabilité exceptionnels des grosses capitalisations américaines justifient bel et bien ces valorisations ; en revanche, le potentiel d'expansion de multiples semble désormais bien entamé, à moins d'anticiper une forte baisse de taux hors récession, ce qui nous paraît peu probable. Nous pourrions assister à un élargissement des thèmes porteurs, au-delà du seul secteur de l'IA, grâce à des *Capex* plus largement déployés dans l'économie. Les secteurs de la santé, des *utilities* présentent notamment un couple croissance de bénéfices-valorisation attractifs. Sur le crédit, les *spreads* apparaissent proches des plus bas historiques et pourtant, l'*Investment Grade*<sup>7</sup> demeure intéressant, grâce à des entreprises qui gèrent au mieux leurs dépenses, bénéficient de gains de productivité et conservent des bilans solides. Le *High Yield*<sup>8</sup> apparaît plus vulnérable car plus exposé aux banques régionales et à certains segments en difficulté dont l'immobilier de bureau et les consommateurs à faible revenu.

Sur les taux, la Fed n'a pas eu d'autre choix que d'abaisser son taux directeur de 25bp en décembre face au regain de tension sur les marchés actions les semaines qui ont précédé. Nous anticipons une pause sur la première partie de l'année 2026, avant une ou deux baisses supplémentaires d'ici l'été. Sur la partie longue de la courbe, nous maintenons un biais légèrement haussier avec une poursuite du mouvement de pentification, sur fonds de croissance et d'inflation résilientes, déficit budgétaire important et hausse des taux globaux notamment japonais.



6. Le bénéfice par action (BPA), est un ratio financier qui mesure la part du bénéfice net attribuable à chaque action ordinaire en circulation.

7. *Investment Grade* : 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.

8. *High Yield* (ou haut rendement) : Titres de créance offrant un fort rendement en contrepartie d'un haut niveau de risque.

Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

## ... Dans un super cycle d'endettement

Certains risques pourraient surgir au fil de l'année. L'immobilier de bureau en fait partie. Les défauts augmentent, ce qui fragilise aussi les banques régionales et la dette privée. Nous n'y voyons cependant pas de risque systémique. Un autre risque consisterait à voir l'inflation rebondir nettement au-delà de 3 %, sous l'effet conjugué de l'impact de la baisse des flux migratoires et d'une réaccélération de la croissance. Cela contraindrait la Fed à changer de ton, voire à reprendre un cycle de hausse des taux, ce qui serait désastreux pour les marchés financiers et mettrait un coup d'arrêt au cycle d'investissement. Notre scénario, cependant, repose sur un léger repli de l'inflation. La politique de la Fed se situera au centre des attentions, car la polarisation des effets richesse au sein de la

population conjointement au ralentissement du marché du travail rend sa mission plus complexe. Elle pourrait également perdre sa crédibilité si son futur président ainsi qu'une majorité du board deviennent totalement inféodés à Donald Trump. Perte de crédibilité qui s'accompagnerait alors d'une forte hausse des taux longs, ainsi que d'une dépréciation du dollar, voire des actifs américains.

Si l'IA n'a pas pénétré le territoire caractérisant le sommet d'une bulle, la situation mérite une surveillance. Nous remarquons une augmentation du financement circulaire au sein du secteur et un recours croissant au financement par la dette – plus risqué si les taux devaient remonter rapidement, d'autant que certains acteurs du secteur ne génèrent pas encore de

bénéfices. Même si, contrairement à la bulle internet, les investissements liés à l'IA sont majoritairement portés par des sociétés extrêmement profitables, les « *hyperscalers* », concentrant près de 70% des *Capex*, soit 350Md\$, tout en générant 600 Md\$ de *cash-flows* opérationnels. Ainsi les sept plus grandes capitalisations du S&P 500 représentent désormais plus du tiers de la capitalisation boursière de l'indice, un quart des bénéfiques, et contribueront selon le consensus à quasiment la moitié de la croissance des BPA en 2026, illustrant un degré de concentration particulièrement élevé. Le marché se montrera donc très attentif aux résultats de ces sociétés et surtout, à leur capacité à monétiser leurs *Capex*.



## Europe

### Un rebond qui se fait attendre

En 2026, nous anticipons une croissance de 1,3 % pour la zone euro, à comparer à 1 % l'année dernière hors Irlande avec une accélération au deuxième semestre. Quelques facteurs positifs se mettent en place, notamment grâce à l'action de la BCE. Les effets de ses baisses de taux commencent à devenir perceptibles, et se transmettent progressivement à l'économie, notamment aux secteurs de l'immobilier et de la construction. D'ailleurs la BCE devrait conserver toute sa marge de manœuvre cette année, grâce à un euro fort, une baisse des coûts de l'énergie, une absence de pression salariale et une intensification de la concurrence chinoise, ce qui maintiendra un niveau d'inflation inférieur à 2 %. Des conditions lui permettant

une baisse de taux supplémentaire si nécessaire.

Mais ce qui devrait apporter un nouveau souffle cette année, c'est clairement le plan d'investissement allemand. Celui-ci a tardé à se déployer, ce qui a pu susciter certains doutes, or le budget est voté et des investissements suivront bel et bien dans les infrastructures, les transports et la défense. Selon le tracker d'activité de la Bundesbank, la croissance du PIB allemand pourrait avoisiner 0,3 %-0,4 % au quatrième trimestre 2025 en rythme annualisé, ce qui marquerait un début d'inflexion par rapport aux trimestres négatifs précédents. D'ailleurs le plan pourrait générer un point de pourcentage de croissance supplé-



Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

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.

mentaire par an en Allemagne sur les prochaines années. Et du fait d'une faible utilisation des capacités au niveau manufacturier dernièrement, l'impulsion pourrait surprendre positivement dès 2026.

Nous guetterons également un rebond de la consommation, qui constituerait une bonne surprise, le consensus ne tablant que sur une progression de 1 % cette année. La consommation bénéficierait d'une stabilisation du contexte politique/géopolitique, néanmoins encore incertain avec la situation française et le conflit russo-ukrainien. D'autres facteurs tels que la baisse du coût de l'énergie et de l'électricité, la progression des salaires réels ou la potentielle baisse du taux d'épargne, à un plus haut quasi historique, pourraient aussi jouer favorablement. La consommation demeure un levier non activé en Europe. Las, les Européens ne semblent pas vouloir y croire, et nous les comprenons...

Le marché actions européen est sous-détenu et peu cher en relatif, notamment parce que les entreprises y restent moins profitables qu'aux Etats-Unis. En termes de secteurs, nous conservons notre

vue positive sur les banques, qui profitent de la reprise du cycle de crédit et du mouvement de pentification de la courbe de taux. Aussi plus généralement la *Value* européenne n'a probablement pas encore achevé son rattrapage en termes de valorisation. Un rebond du PMI manufacturier allemand se ferait favorable aux *Small & Mid caps*<sup>9</sup>, qui souffrent depuis l'annonce du plan en mars dernier. La construction et les industries liées à l'investissement public et à l'énergie devraient également en profiter et l'intérêt en sortira renforcé si un accord de paix est trouvé en Ukraine. Nous sommes positifs sur la chaîne de valeur de l'IA, notamment autour de ses infrastructures et des matériaux critiques.

En matière de dette, certains pays européens bénéficiant du plan NGEU<sup>10</sup>, comme l'Espagne et l'Italie, resteront en phase de consolidation budgétaire, ce qui nous conduit à maintenir notre position positive sur les périphériques. Il y a encore de la valeur à aller chercher dans le crédit, sur le secteur financier, l'*Investment Grade* et une partie du *High Yield*.

Sur les taux, nous tablons sur une poursuite du mouvement de pentification ainsi qu'une hausse progressive des taux longs allemands sur la première partie de l'année. Cela provient en effet du changement du régime de retraite aux Pays-Bas conduisant à acheter moins de titres longs, à la pression haussière exercée par les taux japonais ou encore au besoin croissant d'émissions de dette allemande dans le cadre du plan de relance budgétaire. La BCE devrait maintenir également un ton dur dans un premier temps. Néanmoins nous ne tablons pas sur un rebond des anticipations d'inflation à long terme et restons mesurés quant au potentiel d'une reprise marquée de la croissance de la zone euro au cours de l'année prochaine. D'où une position plus neutre voir baissière sur la seconde partie de l'année. Hors zone euro, le Royaume-Uni a apporté quelques éléments rassurants sur sa situation budgétaire. Les taux y paraissent attractifs en relatif et nous pensons qu'il y a là un potentiel de baisse.

## Etats de faiblesse

Les risques continuent de s'accumuler en Europe, notamment la fragilité de l'économie face à la concurrence chinoise. L'afflux d'exportations chinoises doit se voir endigué tant elles pèsent désormais sur le secteur manufacturier. De même que les tarifs douaniers américains. Autre poids, la guerre en Ukraine, et toute nouvelle hausse des coûts de l'énergie pèserait fortement sur l'économie.

Un retard, ou surtout un report, de l'implémentation du plan de relance allemand serait pénalisant. Sa mise en œuvre pourrait en effet révéler des problèmes de main d'œuvre et d'outil de production.

Enfin, la France ne semble pas parvenir pas à s'extraire du risque d'instabilité politique, ce qui jette une ombre sur le potentiel de rebond de la croissance française en 2026.



9. *Small & Mid caps* : petites et moyennes capitalisations.

10. Plan NGEU (Next Generation EU) : dispositif mis en place par l'Union européenne pour faire face aux conséquences économiques et sociales de la pandémie COVID-19.

Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.



## Chine et pays émergents

### Emergents, enfin l'heure de gloire ?

La thématique des émergents conserve tout son intérêt en 2026. Les valorisations relatives semblent correctes pour ces actifs sous-détenus alors que les pays émergents ont des atouts et profitent d'un contexte favorable. Ils affichent un bon mix croissance/inflation, notamment grâce à une croissance mondiale soutenue, et bénéficient de la politique accommodante de la Fed et de la faiblesse du dollar.

En Asie hors Chine, les banques centrales ont regagné en crédibilité et vont pouvoir poursuivre leur

assouplissement, d'autant que les niveaux d'inflation ont reflué. Leur croissance moyenne est de l'ordre de 4,5 %. Leurs exportations progressent car la Chine sous-traite certaines fabrications pour se concentrer sur les produits à plus forte valeur ajoutée. Les émergents peuvent également s'appuyer sur une population jeune et une urbanisation galopante. Ils ont désormais d'importants besoins en infrastructures.

En relatif historique, les niveaux de valorisation des actions émergentes sont intéressants. Les

obligations présentent un niveau de portage toujours attractif. Certaines obligations émergentes en monnaie domestique profitent à la fois de l'appréciation de leur devise et du resserrement des *spreads*. Les pays émergents constituent donc un excellent outil de diversification.

Le principal risque tiendrait en un revirement de la politique de la Fed : ces économies souffriraient en cas de fortes hausse des taux américains ou d'appréciation du dollar due à sa raréfaction.

### Chine : maintenir les apparences

La Chine a atteint son objectif de 5 % de croissance en 2025 et pourrait en décrocher 4,5 % cette année même si le momentum s'est affaibli ces derniers mois. Elle devrait poursuivre ses politiques de soutien ciblées : soutien au consommateur, aux secteurs bancaire et immobilier ainsi qu'à des industries concurrentielles comme la technologie, les batteries et les véhicules électriques. Le pays est monté en puissance au niveau des chaînes de valeurs, pour gagner en indépendance et pénétrer les marchés occidentaux. Elle va lancer cette année un nouveau plan quinquennal, dont il faudra suivre la portée. Aussi la Banque centrale chinoise se

montre accommodante et injecte des liquidités au travers d'un assouplissement des conditions financières.

La bonne surprise en 2025 a pu provenir de l'excellente tenue des exportations, malgré la flambée des droits de douane américains. Le géant asiatique a redirigé ses flux vers l'Asie et l'Europe. Et l'environnement a évolué favorablement en fin d'année, avec une atténuation des tarifs américains, qui pourraient d'ailleurs encore se normaliser après la rencontre entre Donald Trump et Xi Jinping prévue au printemps.

Certaines perspectives demeurent en revanche plus sombres, à court et long termes. Ainsi, l'immobilier et la consommation ne parviennent pas à prendre la relève des exportations. S'ajoutent des problèmes structurels, tels que le vieillissement de la population, le chômage des jeunes et l'absence de filet social, notamment pour les plus âgés. La dynamique chinoise pourrait donc tenir, mais sans accélérer.

Sur les marchés, son secteur de la technologie reste très intéressant : le pays a démontré ses capacités et les entreprises apparaissent bon marché par rapport à leurs concurrentes américaines.

Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.



# Et à la fin, c'est le crédit qui gagne

***Après un 2025 favorable au crédit, la classe d'actifs devrait rester intéressante en 2026. Il ne faudra toutefois pas répliquer les positions de l'année écoulée, car la performance devrait provenir d'autres sous-segments. Les dettes souveraines verront pour leur part leur stock gonfler, l'Allemagne se joignant à la France et les Etats-Unis pour multiplier les émissions.***



Que d'inquiétudes créées par la politique de tarifs douaniers de Donald Trump ! Les annonces du fameux *Liberation day*<sup>11</sup> du 2 avril et les revirements ont entraîné un pic de volatilité historique sur la classe d'actifs du crédit. Tout au long de l'année, les effets des taxes sur les

entreprises ont été scrutés, mais celles-ci ont paru s'adapter aux nouvelles conditions de marché. Finalement, le crédit a prouvé sa robustesse et les niveaux de *spread* se sont resserrés. Malgré quelques bémols, nous restons constructifs pour l'année qui s'ouvre.

## Des titres senior pleins d'avenir

Les grands fondamentaux jouent toujours en faveur du crédit aux Etats-Unis et en Europe, notamment par rapport aux souverains. Toutefois, nous ne privilégions pas forcément les mêmes segments au sein de la classe d'actifs que l'année dernière. Après un passage finalement assez morne en 2025, 2026 devrait redonner ses chances au *High Yield*<sup>12</sup> pur, *senior*, avec sans doute un potentiel de rebond du segment CCC, qui s'il pèse peu, conserve un pouvoir d'entraînement sur le B et le BB. Si la macroéconomie reste résistante, la quête de performance s'y redirigera tout naturellement.

Le *High Yield* prendra ainsi le relai des instruments hybrides, qui ont enregistré une très belle performance en 2025, notamment du côté de ceux émis par les *utilities*, dont les besoins de financement, notamment dans les réseaux, vont finir par peser. En revanche,

les mêmes hybrides du secteur des télécommunications offrent encore du potentiel selon nous : si les opérations de consolidation dudit secteur, une arlésienne, se concrétisent, elles ne menacent toutefois pas ses perspectives de redressement des marges alors que les opérateurs ont déjà mené à bien l'essentiel de leurs programmes d'investissements.

Les CoCos<sup>13</sup> et les RT1<sup>14</sup> assurantielles, que nous avons privilégiées en 2025, ont très bien performé aussi, comme prévu. Mais elles le pourraient encore car les besoins d'émissions nouvelles nous paraissent diminuer, pour des raisons structurelles dont le recours croissant aux SRT<sup>15</sup>. Nous préférons néanmoins implémenter ces vues sur des banques autres que françaises, dont l'exposition moyenne à la dette du souverain, pourra encore susciter quelques tensions.

11. *Liberation day* : annonce par Donald Trump de sa nouvelle politique commerciale.

12. *High Yield* (ou haut rendement) : Titres de créance offrant un fort rendement en contrepartie d'un haut niveau de risque.

13. CoCos (Contingent Convertible Bonds) : Obligation qui peut être convertie en actions, ou dont le remboursement dépend de la solvabilité de l'émetteur.

14. Les RT1 sont des titres de créance subordonnés perpétuels remboursables par anticipation entre cinq et dix ans après leur émission.

15. Les Synthetic Risk Transfers (SRT), ou transferts synthétiques de risque, sont des outils financiers permettant aux banques de transférer une partie du risque de crédit de leurs portefeuilles de prêts à des investisseurs tiers, tout en conservant les actifs dans leur bilan.

Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

## Les constructeurs auto en ont-ils sous le capot ?

Si les dettes subordonnées deviennent moins attractives sur certains secteurs, le retour sur les valeurs cycliques européennes pourraient offrir un axe d'investissement. L'automobile et les équipementiers viennent sans surprise à l'esprit, car la dépendance des économies occidentales à la mobilité, et donc aux moyens de locomotion, demeure une réalité après presque six ans d'érosion des volumes d'immatriculations de véhicules neufs. Les constructeurs allemands notamment, qui ont beaucoup souffert d'une forme de tâtonnement coûteux dans l'élaboration de gammes de véhicules électriques, pourraient aborder une phase de redressement lent, d'autant plus intéressante si les coûts de l'énergie viennent à baisser. Leur hausse avait

fortement pénalisé l'économie et les industriels outre-Rhin. Le scénario d'une paix en Ukraine permettrait de desserrer l'étau énergétique. Dans le prolongement de la thématique de l'énergie, nous sommes positifs sur les acteurs positionnés sur les multi-utilities, qui doivent répondre à des besoins croissants, tandis que nous demeurons plus prudents sur les réseaux. Le secteur de la chimie pourrait aussi entamer un rebond, pour le coup très dépendant de l'énergie et des éventuels chantiers de reconstruction ou rénovation en Allemagne. Enfin, comment ne pas parler d'IA ? Les *data centers* ont pu inquiéter le marché, à tort selon nous : la thématique reste solide, l'Europe manquant de capacités dans le domaine et les opérateurs en demeurent à un stade très

prématuré de leur déploiement. S'agissant des autres sous-segments de l'industrie des valeurs foncières, tout ce qui paraît lié à l'hôtellerie aux Etats-Unis demeure une source de risques pas assez valorisée.

Il est d'autres secteurs dont nous ne voyons guère le potentiel, notamment celui de la publicité et de la communication. Les grandes agences sont traditionnellement plébiscitées dans les phases de croissance économique, mais leur business model se voit désormais trop fortement percuté par l'IA avec de possibles effets bénéfiques sur leurs marges à court terme, avant que leur pouvoir de marché ne s'érode, avec leur activité.

## Des vents d'ouest défavorables

On appelle *reverse yankees* les entreprises américaines qui émettent leur dette sur le marché européen, car cela leur coûte actuellement bien moins cher que sur leur marché domestique, et jusque-là, les investisseurs européens ont pu absorber la quantité induite par ces *reverse yankees*. Toutefois, plus nombreuses et de plus grande taille que leurs homologues européennes, leurs besoins pourraient finir par avoir un effet de saturation sur des phases passagères, sans compter qu'ils créeront des distorsions au sein des indices crédit, en allant chercher des maturités longues, notamment pour refinancer les investissements liés à l'IA. Résultat ? les indices crédit euro, avec une sensibilité autour de quatre ans, pourraient voir cette dernière se rallonger, pour se rapprocher, sans les atteindre, de celles des indices crédit globaux. Verizon ou Alphabet ont émis plus de 8 Mds € d'obligations en euros pour le seul mois de novembre,

alors qu'ils avaient déjà émis plus tôt dans l'année. Meta ou Amazon n'ont pas encore recouru à cet expédient.

Autre sujet : le crédit privé. Alors que des doutes émergent sur la qualité du risque rentré dans les portefeuilles de crédit privé, que les compagnies d'assurance

états-unienne paraissent avoir largement favorisé ces dernières années, le potentiel de contamination en cas de matérialisation de ces risques paraît assez limité pour les univers obligataires européens, où les assureurs ont eu un appétit moindre pour ces actifs, qu'ils transparaissent dans leurs bilans.



Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

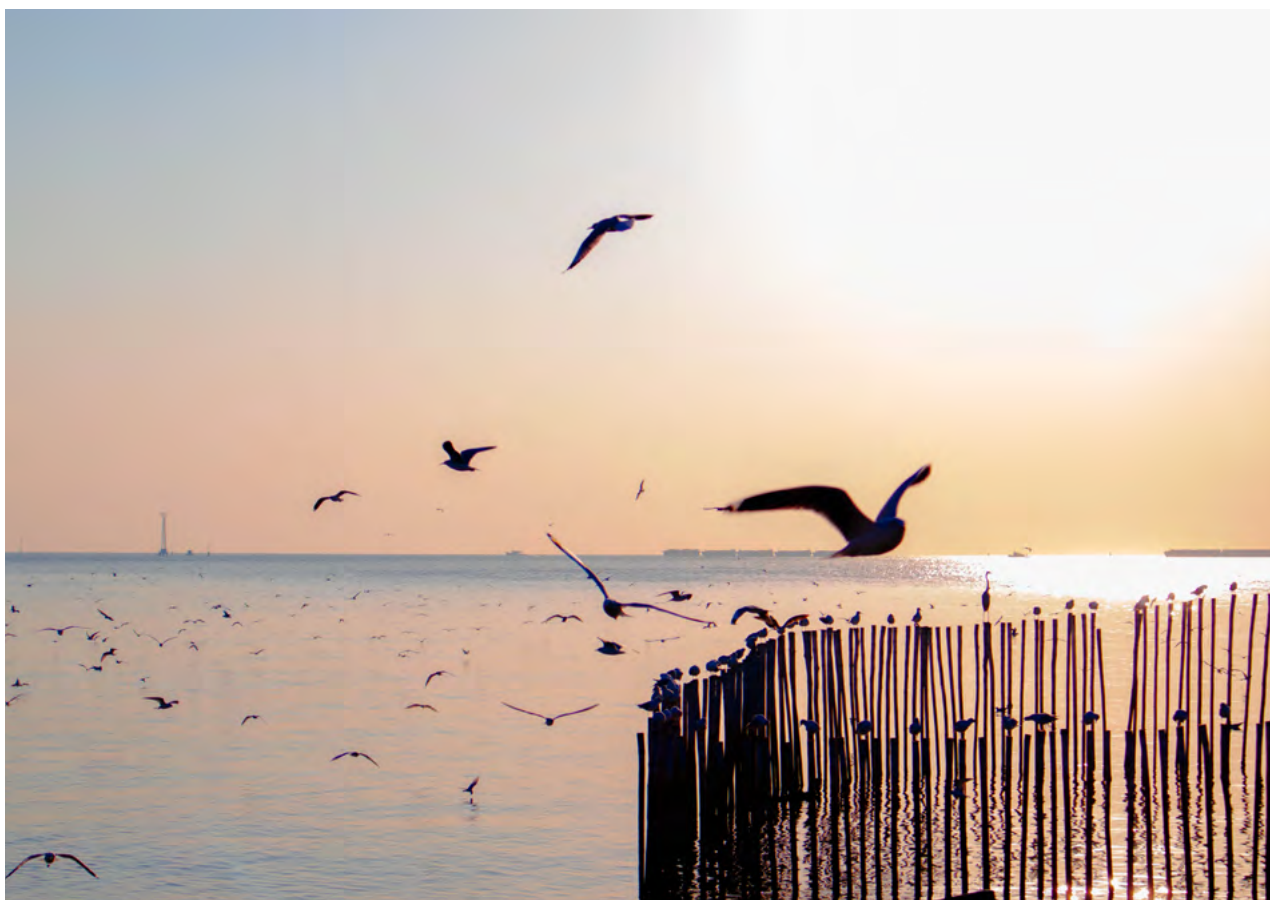
## Le Grand Désendettement des souverains : merci, plus tard peut-être ?...

Le temps du grand désendettement arrive-t-il pour les Etats ? Inéluctablement, à mesure que s'affaiblissent les digues de liquidités bâties pour entraver les effets du covid, la perspective d'une phase d'inflexion s'approche. Mais 2026 ne marquera pas cette phase. La belle dynamique des obligations souveraines espagnoles et italiennes devrait s'essouffler, alors que les investisseurs devraient à nouveau prendre en considération leurs problèmes démographiques, qui limitent le potentiel de croissance. En Europe, elles resteront néanmoins plus attractives que celles de la France et

de l'Allemagne, qui vont émettre plus de 800 Mds € à elles-deux sur les marchés obligataires. Bien entendu, le désendettement ne devrait pas figurer au programme de la France, alors que va s'ouvrir une période de promesses de campagne présidentielle. Rien à attendre donc, de la part des souverains dans leur ensemble. Les Etats-Unis ne nous feront pas changer d'avis, où rien ne semble entraver le gonflement de la dette, passée de 35 000 milliards de dollars en 2024 à 38 000 milliards en 2025. Et ce ne sont pas les 300 milliards de recettes des droits de douane qui pourront inverser la

tendance, surtout si M. Trump veut en consacrer une partie à la redistribution directe à certains ménages, que ses politiques ont délaissés jusque-là, ce qu'il semble enfin vouloir corriger.

Avec de la patience, et à mesure que les *spreads* de crédit se resserrent, peut-être pourra-t-on donc voir les souverains regagner de l'intérêt. En attendant, nous restons convaincus qu'une fois de plus, le crédit devrait l'emporter en 2026. On ne prête qu'aux *cash rich*.



Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

# Nos thématiques clés pour 2026

Après des performances robustes en 2025, portées notamment par les valeurs liées à l'intelligence artificielle, nous restons convaincus des opportunités sur cette thématique.

La transition énergétique portée par des tendances long terme extrêmement puissantes devrait également continuer à tirer son épingle du jeu. Enfin, d'autres

secteurs délaissés en 2025, tels que le secteur de la santé, présentent également de belles opportunités d'investissement.

## Intelligence artificielle : vers plus de sélectivité

Le secteur technologique, et en particulier les valeurs liées à l'intelligence artificielle, a largement soutenu la performance des marchés actions, mais cette dynamique s'accompagne d'une forte concentration autour de quelques titres phares.

Nous sommes convaincus que l'IA jouera un rôle majeur dans la transformation de nos économies. Toutefois, à court terme, des zones d'incertitudes subsistent, notamment concernant les retours sur investissements, sa monétisation. Dans ce contexte, nous

resterons attentifs à plusieurs indicateurs clés : l'évolution des *cash flows*, le financement des dépenses d'investissement (*Capex*), ainsi que les premiers signaux de retour sur investissement, et de monétisation. Enfin, la question des valorisations continuera d'être au cœur de nos préoccupations.

Nous maintenons notre approche diversifiée sur l'ensemble de la chaîne de valeur incluant les « *enablers*<sup>16</sup> » comme les infrastructures (ex. Nvidia) et les bénéficiaires indirects, tels que les éditeurs de

logiciels et les fournisseurs de solutions énergétiques. Par ailleurs, la sous-performance récente des logiciels et services par rapport aux semi-conducteurs crée des valorisations attractives. Nous privilégions les acteurs de qualité, avec des barrières à l'entrée élevées, une structure financière solide et des équipes dirigeantes compétentes, capables de tirer parti de l'IA pour améliorer leurs produits et réduire leurs coûts, devenant ainsi les prochains bénéficiaires.

## Transition énergétique : montée en puissance des énergies renouvelables

Au-delà de l'IA et des besoins énergétiques des datacenters, plusieurs facteurs soutiennent le développement des énergies renouvelables : l'électrification de l'économie, les objectifs de décarbonation des Etats bien sûr, mais aussi les tensions géopolitiques, mettant en avant les enjeux de souveraineté et de sécurité énergétiques. En Europe comme aux États-Unis, les infrastructures vieillissantes, inadaptées aux énergies intermittentes, doivent être moder-

nisées. Il est impératif de mettre à niveau les réseaux électriques et de développer des solutions de stockage afin de garantir la stabilité et la compétitivité du système énergétique.

Dans ce contexte, la thématique de la *Clean Energy* qui a déjà bien performé en 2025, devrait poursuivre sa trajectoire porteuse, avec notamment le thème de l'approvisionnement en énergies renouvelables.



16. Dans ce contexte les « *enablers* » désigne les acteurs ou technologies qui rendent possible le développement et l'adoption de l'IA.  
Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

## Santé : des opportunités à redécouvrir

Ce secteur a connu la plus forte sous-performance par rapport au marché global au cours des trois dernières années, en raison d'une normalisation post-Covid plus longue que prévu et, plus récemment, des inquiétudes liées aux tarifs américains et à la politique de prix des médicaments. Ces vents contraires se sont atténués

ou ont disparu, et combinés à des fondamentaux solides ainsi qu'à des tendances structurelles intactes (vieillesse de la population, conséquences des modes de vie, innovation), ils créent un soutien fort pour le secteur, où nous observons des valorisations très attractives.



# Des disparités géographiques et sectorielles

L'Europe affiche des signaux contrastés, avec d'un côté des perspectives de réindustrialisation allemande, et d'expansion technologique mais également des espoirs de paix entre la Russie et l'Ukraine. Néanmoins, le continent reste pris entre deux feux : la

concurrence avec la Chine et la politique extérieure des États-Unis. Ce contexte géopolitique complexe devrait accentuer la disparité entre régions et secteurs d'activité. Nous assistons à une polarisation croissante au sein des économies - une "économie en K" - où les

populations aisées soutiennent la consommation tandis que d'autres segments peinent. Ces divergences et la volatilité potentielle exigeront une sélectivité accrue sur les marchés actions et pourraient créer de belles opportunités pour les investisseurs actifs.



Sources : Mirova, Bloomberg, Décembre 2025.

# Contributeurs



**David Belloc, CFA®\***

*Gérant de portefeuille/  
Stratégiste*



**Hervé Guez**

*Directeur des  
Gestions Listées*



**Bertrand Rocher**

*Responsable de la  
gestion obligataire*



**Jens Peers, CFA®\***

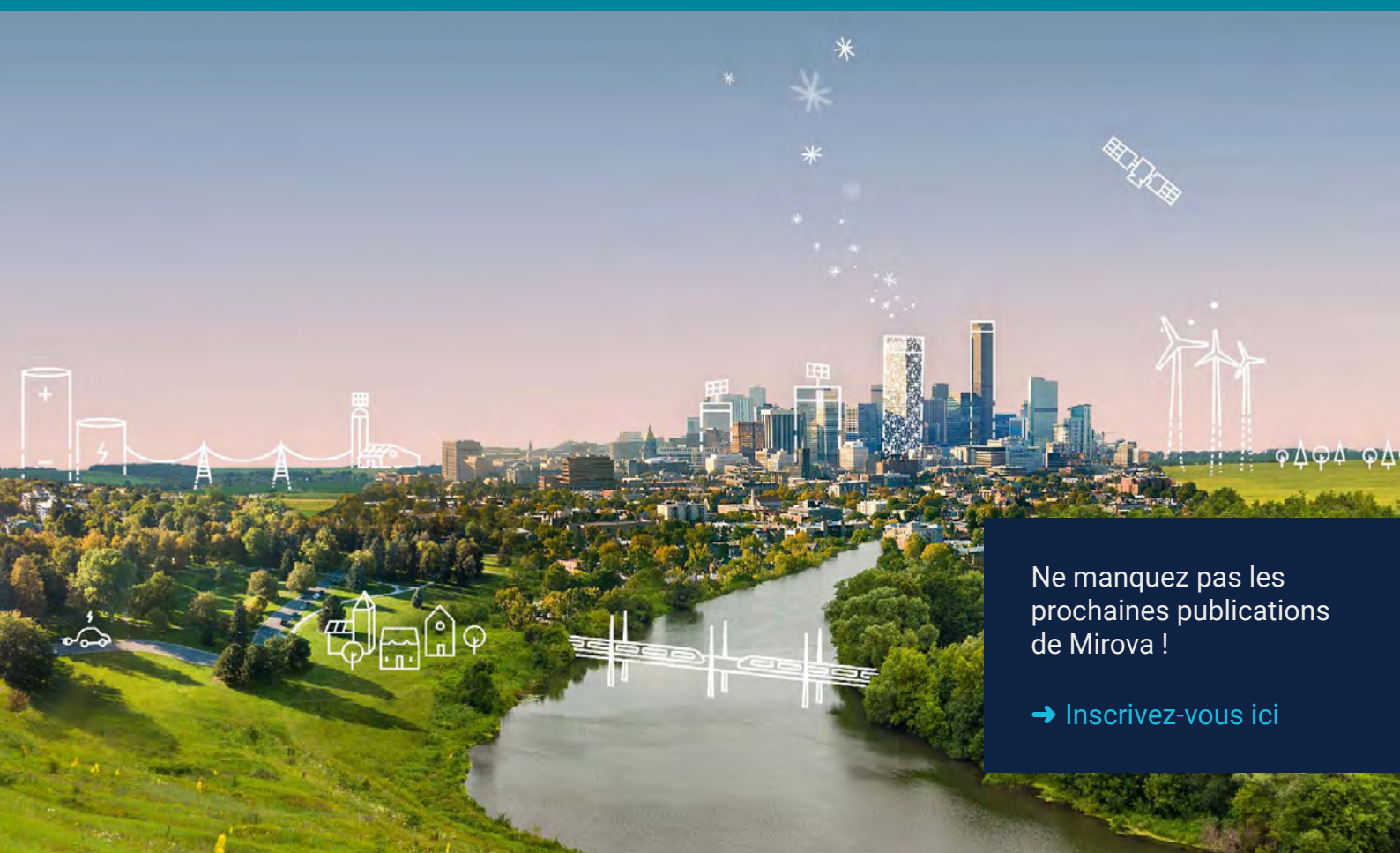
*CIO Sustainable  
Equity*



**Soliane Varlet**

*Gérante de  
portefeuille actions*

\* CFA® and Chartered Financial Analyst® sont des marques appartenant au CFA Institute.



Ne manquez pas les  
prochaines publications  
de Mirova !

→ [Inscrivez-vous ici](#)



## 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).

Document non contractuel, rédigé en novembre 2025.

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 : <https://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 33,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion au 30 septembre 2025. Mirova est une entreprise à mission, labellisée B Corp\*.

\*Les références à un classement, un label, un prix et/ou à une notation ne préjugent pas des résultats futurs de ces derniers/du fonds ou du gestionnaire

### **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  
Siège social: 60 Cannon Street, London, EC4N 6NP  
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 KENYA LIMITED**

Mirova Kenya Limited  
Société à responsabilité limitée de droit kenyan  
KOFISI,  
c/o Sunbird Support Service Kenya Limited, Riverside Square, 10th Floor, Riverside Drive,  
P.O. Box 856-00600  
Nairobi, Kenya  
Mirova Kenya Limited est agréée en tant que Conseiller en investissement par l'Autorité des marchés financiers (CMA) en vertu des dispositions de la loi Capital Markets Act (Cap 485A of the Laws of Kenya).  
Mirova Kenya Limited est une filiale de Mirova Africa Inc.

## MENTIONS LEGALES

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.

Veillez lire attentivement le prospectus et le Document d'Information Clé avant d'investir. Si le fonds est enregistré dans votre juridiction, ces documents sont également disponibles gratuitement et dans la langue officielle du pays d'enregistrement sur le site Internet de Natixis Investment Managers ([im.natixis.com/intl/intl-fund-documents](http://im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)).

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 par actions simplifiée –SAS 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 International, Luxembourg BRANCH (Numéro d'immatriculation: B283713), 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International, Belgian BRANCH (Numéro d'immatriculation: 1006.931.462), Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique.

**En Suisse** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl (Numéro d'immatriculation: CHE-114.271.882), 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 analyses, les opinions et certains des thèmes et processus mentionnés dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur(s) référencé(s) à la date indiquée. Celles-ci, ainsi que les valeurs mobilières en portefeuille et les caractéristiques présentées, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Il n'y a aucune garantie que les développements se produiront comme cela peut être prévu dans ce matériel. Les analyses et opinions exprimées par des tiers externes sont indépendantes et ne reflètent pas nécessairement celles de Natixis Investment Managers. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

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.



DR-76174