

2025 L'année de

Perspectives S'appuyer sur la force

Politique mondiale assouplie

- Normalisation des taux directeurs
- États-Unis et Japon face aux pays émergents
- Pénurie persistante de logements aux États-Unis
- Gains de productivité
- Reprise des transactions

L'investissement en capital

- IA : boom ou crise ?
- Bouleversement du secteur de la santé
- Automatisation et robotique
- Construction d'infrastructures électriques
- Redéfinition de la sécurité

Conséquences des élections

- Trump 2.0
- Changement de politique fiscale
- Gestion de la volatilité des taux
- Risque anti-trust
- Montée des mouvements antisystèmes

Résilience des portefeuilles

- Diagnostic patrimonial
- Valorisation du revenu
- Défense contre l'inflation
- Nouvelle configuration des rendements
- La ruée vers l'or

Paysages d'investissement

- Fonds alternatifs perpétuels
- Sport et streaming
- La course spatiale au XXI^e siècle
- Gestion des passifs
- Villes réinventées



Les opinions exprimées dans ce document sont basées sur les conditions actuelles, elles sont susceptibles d'être modifiées et peuvent être différentes de celles d'autres filiales et employés de JPMorgan Chase & Co. Les opinions et les stratégies peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les investisseurs doivent consulter leurs conseillers financiers avant de s'engager dans un produit ou une stratégie d'investissement. Ce document ne doit pas être considéré comme une recherche ou un rapport de recherche de J.P. Morgan.

Les perspectives et les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Veuillez lire les dispositions réglementaires, les informations, les avertissements, les risques et autres informations importantes à la fin de ce document.

LES PRODUITS D'INVESTISSEMENT • NE SONT PAS ASSURÉS PAR LA FDIC • NE BÉNÉFICIENT PAS DE GARANTIES BANCAIRES ET
• PEUVENT PERDRE DE LA VALEUR

Avant-propos

À l'approche de la fin de l'année et alors que nous nous tournons vers 2025, le paysage économique présente un mélange d'opportunités et de défis.

L'économie mondiale a trouvé un équilibre constructif entre une croissance solide et une inflation en baisse. En parallèle, plusieurs facteurs géopolitiques méritent d'être pris en considération, notamment l'augmentation de la dette publique à l'échelle mondiale. Aux États-Unis, les élections sont terminées ; les marchés analyseront les initiatives politiques attendues du nouveau gouvernement dans les mois à venir. A priori, nous pourrions assister à une volatilité plus importante sur les marchés obligataires et à un rebond des transactions.

À l'issue de l'année 2024, une année remarquable pour les rendements des actifs risqués, nous constatons que nos prévisions de marché ont généralement été récompensées. Les clients étant bien placés pour tirer parti des solides performances de l'année écoulée, nous cherchons à les aider à s'appuyer sur cette force.

Nos Perspectives 2025, élaborées par notre groupe de stratégie d'investissement mondial, soulignent comment les progrès de l'intelligence artificielle et de l'innovation, ainsi que l'assouplissement de la politique monétaire à l'échelle mondiale et l'augmentation des investissements en capital, peuvent continuer à faire progresser les économies et les marchés. Grâce à une diversification et à des revenus accrus, nous pensons que nos clients peuvent renforcer leurs portefeuilles face aux évolutions de l'environnement économique.

Notre objectif ultime est de construire des portefeuilles résilients qui non seulement correspondent à nos points de vue fondamentaux des marchés, mais qui peuvent également résister à divers scénarios de risque.

En tant que partenaire de confiance, nous mettons tout en œuvre pour tirer parti de nos solides relations et de notre savoir-faire afin de parvenir aux meilleurs résultats et vous aider à atteindre vos objectifs. Nous sommes fiers d'être à vos côtés.

Cordialement,



David Frame
CEO, Banque Privée, États-Unis



Adam Tejpaul
CEO, Banque Privée, International

Points clés

Nous envisageons les caractéristiques suivantes pour 2025 :

- 
- 01 **Politique mondiale assouplie**
Nous pensons que les taux directeurs vont se normaliser et que les économies vont se développer.
 - 02 **Accélération des investissements en capital**
Nous nous attendons à une poursuite des dépenses dans l'IA, l'énergie, les infrastructures et la sécurité.
 - 03 **Comprendre l'impact des élections**
Aux États-Unis, nous anticipons une déréglementation, un creusement des déficits et une hausse des tarifs douaniers.
 - 04 **Renforcer la résilience des portefeuilles**
Nous mettons l'accent sur les revenus et les actifs réels au sein des portefeuilles.
 - 05 **Évolution du paysage d'investissement**
Nous anticipons des opportunités dans les alternatives perpétuelles, les sports et les villes.

Sommaire

Partie 01

Politique mondiale assouplie

Normalisation des taux directeurs
États-Unis et Japon face aux pays émergents et à la Chine
Pénurie persistante de logements aux États-Unis
Gains de productivité
Reprise des transactions

Partie 02

Accélération des investissements en capital

IA : boom ou crise ?
Bouleversement du secteur de la santé
Automatisation et robotique
Construction d'infrastructures électriques
Redéfinition de la sécurité

Partie 03

Comprendre l'impact des élections

Trump 2.0
Changement de politique fiscale
Gestion de la volatilité des taux
Risque anti-trust
Montée des mouvements antisystèmes

Partie 04

Renforcer la résilience des portefeuilles

Diagnostic patrimonial
Valorisation du revenu
Défense contre l'inflation
Nouvelle configuration des rendements
La ruée vers l'or

Partie 05

Évolution du paysage d'investissement

Fonds alternatifs perpétuels
Sport et streaming
La course spatiale au XXI^e siècle
Gestion des passifs
Villes réinventées

Partie 06

Perspectives globales

Asie
Amérique latine
Europe

Introduction

En 2024, les étoiles de la macroéconomie se sont alignées pour offrir des performances de marché exceptionnelles. L'inflation est tombée à des niveaux acceptables, la croissance du PIB s'est avérée forte, la croissance des bénéfices des entreprises s'est accélérée et les banques centrales ont réduit leurs taux directeurs. Les actions mondiales ont enregistré un rendement supérieur à 20 % et les obligations ont progressé. Les portefeuilles multi-actifs mondiaux ont capitalisé sur leur gain de 16,5 % en 2023 avec un rendement total de 12,5 %.

Voici la bonne nouvelle concernant votre plan d'action pour 2025 : vous devriez vous appuyer sur cette force. Les gains générés sur les marchés au cours de l'année constituent une base solide, mais offrent aussi la flexibilité nécessaire pour envisager différentes approches et de nouvelles perspectives.



Dans nos Perspectives 2025, nous présentons un ensemble d'idées, nos 25 meilleures pour 2025, pour vous aider à préparer l'année à venir. Nous pensons que les cinq thèmes clés suivants stimuleront les marchés lors des douze prochains mois :

- **Politique mondiale assouplie**

L'économie mondiale bénéficie d'un meilleur équilibre, ce qui permet aux banques centrales mondiales de réduire leurs taux et de soutenir la croissance économique. La baisse des taux directeurs pourrait avoir des répercussions sur tous les secteurs, de l'immobilier américain à la productivité européenne. Parmi les questions que nous examinons : les investisseurs devraient-ils suivre les politiques de cycles d'assouplissement passés et acheter des actifs cycliques tels que ceux des pays émergents ? Les transactions vont-elles reprendre ?

- **Accélération des investissements en capital**

Les décideurs politiques se concentrent sur le soutien de la croissance, les entreprises à rentabilité élevée bénéficient de fonds disponibles et trois tendances puissantes nécessitent d'énormes injections de capitaux : l'intelligence artificielle (IA), l'électricité et l'énergie ainsi que la sécurité. Les robots vont-ils bientôt faire partie de notre quotidien ? Quel est le secteur le plus exposé aux bouleversements de l'IA ?

- **Comprendre l'impact des élections**

Au lendemain des élections américaines de novembre, les investisseurs s'interrogent sur la trajectoire de la dette souveraine et des déficits et étudient ce que les résultats des élections à travers le monde nous révèlent sur la puissance des mouvements antisystèmes. Quelles sont les perspectives en matière de politique fiscale ? Le sentiment anti-trust va-t-il perdurer ?

- **Renforcer la résilience des portefeuilles**

Afin de protéger la récente croissance patrimoniale des ménages et gérer la volatilité macroéconomique accrue, les clients ont besoin de portefeuilles résilients. Cela pourrait se traduire par une plus grande attention portée aux revenus, aux rendements moins corrélés aux actions et aux obligations, et à des stratégies protégeant contre les baisses de marché sans renoncer aux rendements potentiels. Sur quoi les investisseurs devraient-ils se concentrer ?

- **Évolution du paysage d'investissement**

L'année 2025 se caractérisera par de nouvelles frontières dans un paysage d'investissement en évolution. Parmi celles-ci, les fonds alternatifs perpétuels (fonds d'investissement sans date d'échéance fixe) et l'investissement sportif. Qui gagnera la course spatiale du XXI^e siècle ? Comment la « nouvelle normalité » entre vie professionnelle et vie privée modifie-t-elle les paysages urbains ?

Nos Perspectives 2025 explorent les dimensions et les implications de ces thèmes et la manière dont ils pourraient éclairer votre propre planification, d'ici la fin de 2024 et durant l'année 2025.

Attention : nous ne prévoyons pas une répétition des superbes gains réalisés sur les marchés publics l'année écoulée. Les valorisations reflètent déjà les conditions économiques qui, selon nous, devaient générer de solides rendements en 2024. L'économie semble avoir réussi un atterrissage en douceur (l'obsession de la récession, comme nous l'avons appelée, s'est estompée) et l'inflation s'est atténuée. En 2025, l'équilibre entre les facteurs favorables (expansion économique mondiale continue, baisse des taux d'intérêt, croissance saine des bénéfices) et les facteurs défavorables (valorisations élevées, notamment sur les actions américaines à grande capitalisation, spreads serrés sur les obligations de qualité et à haut rendement, volatilité macroéconomique accrue et risques géopolitiques persistants) semble indiquer que les rendements des portefeuilles devraient dépasser ceux des liquidités, mais également revenir à des taux comparables à ceux de la tendance.

Nous conseillons aux investisseurs d'envisager de maintenir un positionnement équilibré entre spéculatif et défensif, actions et obligations, ainsi que les revenus et gains de capitaux. Le capital-investissement pourrait bénéficier d'une croissance des investissements en capital et d'une relance des transactions, tandis que les infrastructures, l'immobilier et les autres actifs réels pourraient potentiellement protéger contre les risques géopolitiques et inflationnistes. Nous pensons que les investisseurs devraient envisager de conserver une partie de leur capital disponible pour potentiellement profiter des opportunités qui pourraient se présenter.

Nous identifions certaines de ces opportunités potentielles dans les pages suivantes.

Partie 01

Politique mondiale assouplie

Normalisation des taux directeurs

États-Unis et Japon face aux pays émergents et à la Chine

Pénurie persistante de logements aux États-Unis

Gains de productivité

Reprise des transactions



Nous pensons que 2025 sera l'année du cycle d'assouplissement mondial, dont découlent nos cinq premières idées. La baisse des taux directeurs soutiendra une croissance économique proche de la tendance aux États-Unis et dans la zone euro, mais ne stimulera pas la demande au point de raviver l'inflation. En Chine, les décideurs politiques semblent décidés à assurer la stabilisation de la croissance, notamment en réponse à la probabilité accrue d'une hausse des tarifs douaniers américains.



01

Normalisation des taux directeurs

Si 2024 nous a révélé quand les taux directeurs commencent à fléchir, nous devrions apprendre en 2025 quel niveau inférieur ils peuvent atteindre. Parmi les 37 banques centrales mondiales que nous suivons, 27 réduisent leurs taux directeurs, dont toutes les banques centrales du G10 en dehors du Japon. Nous pensons que les décideurs politiques vont poursuivre cette tendance de baisse de taux. Aux États-Unis, les prix du marché obligataire impliquent un cycle d'assouplissement qui se terminera au premier trimestre 2026 avec un taux directeur proche de 3,5 %. En Europe, les investisseurs anticipent une baisse des taux directeurs en dessous de 2 % d'ici la fin 2025. Nous voyons peu de raisons de contredire l'opinion du marché.

Malgré le revirement des banques centrales, les rendements des obligations à long terme n'ont fléchi que marginalement au cours de l'année écoulée. Les obligations représentent encore un investissement pertinent, d'autant plus en cas de croissance peu soutenue. Cela pourrait s'avérer particulièrement important sur les marchés européens, où les perspectives de croissance sont moins reluisantes qu'aux États-Unis. En outre, les

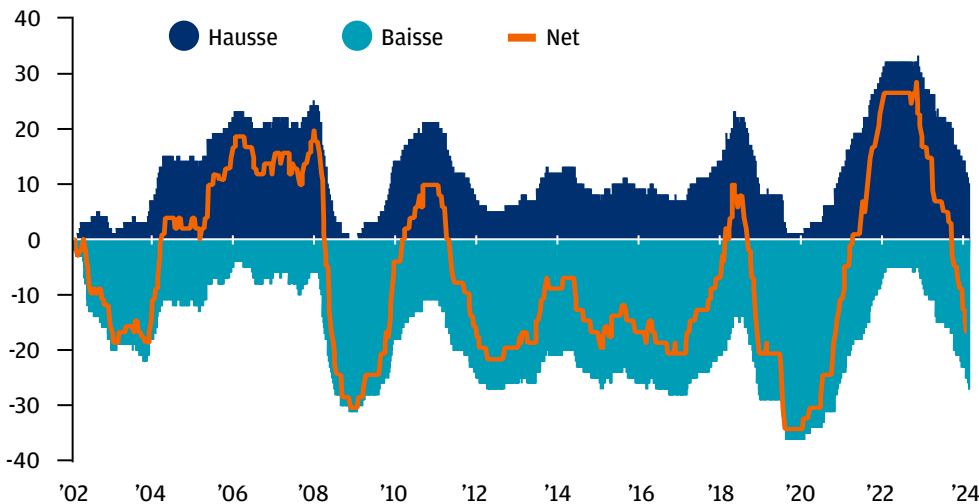
rendements actuels fournissent des revenus. Sur les marchés américains du crédit aux entreprises et des collectivités, les rendements globaux se situent encore bien au-dessus de 5 % sur une base équivalente à l'impôt.

Comment des taux d'intérêt plus bas pourraient-ils affecter l'économie ? Au cours du cycle le plus récent, les hausses de taux ont eu un impact étonnamment limité sur l'économie dans son ensemble. Les baisses de taux pourraient avoir un impact tout aussi limité. **Le cycle d'assouplissement mondial devrait probablement soutenir la croissance économique et les actifs à risque, comme les actions et les obligations à haut rendement, mais nous ne pensons pas qu'il déclenchera une poussée des emprunts qui portera la croissance et l'inflation à un taux supérieur à la tendance.**

L'immobilier commercial pourrait marquer un tournant et nous voyons des opportunités potentielles de croissance du revenu d'exploitation net dans le logement résidentiel, les propriétés industrielles et liées à l'énergie et les espaces de travail spécialisés (par exemple, les sciences de la vie, la santé et les médias).

27 DES 37 BANQUES CENTRALES QUE NOUS SUIVONS ABAISSENT DÉSORMAIS LEURS TAUX D'INTÉRÊT

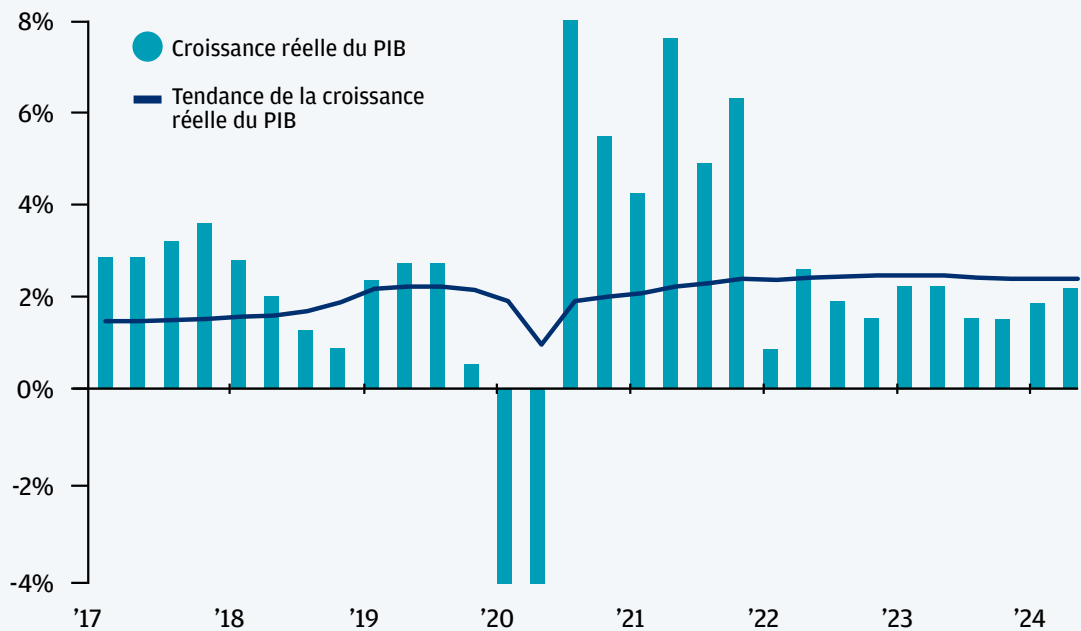
Nombre de banques centrales dont la dernière décision a été une hausse ou une baisse des taux



Sources : Banques centrales individuelles, FactSet. Données au 25 octobre 2024. Remarque : cette analyse comprend 37 banques centrales.

LES ÉCONOMIES DE L'OCDE RETROUVENT UN RYTHME DE CROISSANCE TENDANCIEL

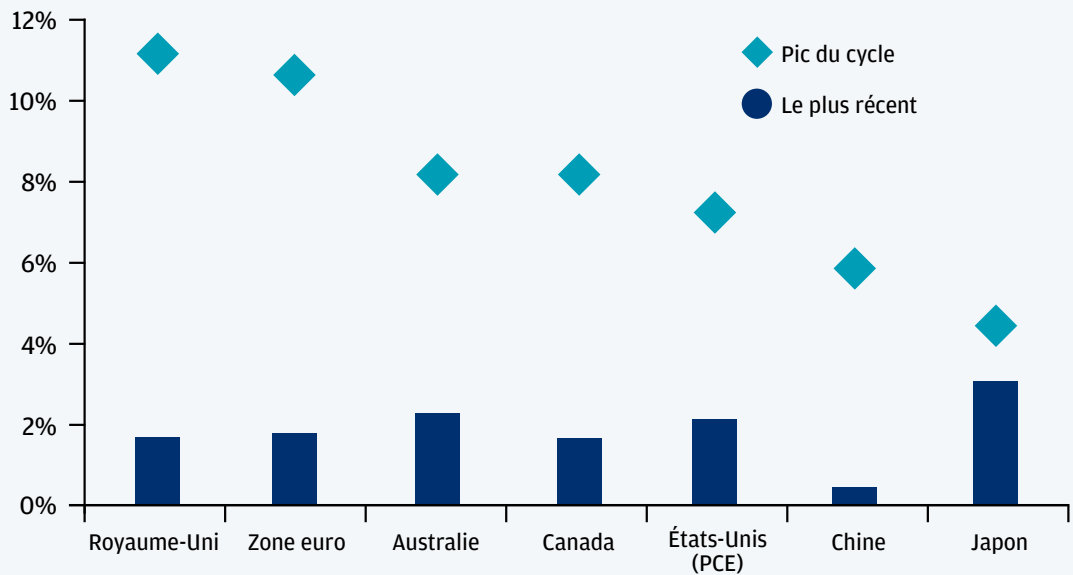
Croissance et tendance du PIB réel, SAAR trimestriel, %



Sources : OCDE, Haver Analytics. Données au 30 juin 2024.

L'INFLATION REVIENT À L'OBJECTIF FIXÉ

Inflation globale en glissement annuel, % de variation



Sources : Banque des règlements internationaux, Bureau australien des statistiques, Bureau of Economic Analysis, Bureau national des statistiques de Chine, Haver Analytics. Données au 30 septembre 2024.

02

États-Unis et Japon face aux pays émergents et à la Chine

Dans un contexte d'assouplissement monétaire des banques centrales à l'échelle mondiale, certains investisseurs seront tentés d'accroître leur exposition aux pays émergents. Au cours des précédents cycles de baisse des taux, la politique d'assouplissement monétaire a soutenu les actifs des pays émergents grâce à une croissance plus élevée, à des flux de capitaux plus importants et à des devises plus faibles qui ont stimulé les exportations. Mais nous adoptons une vision plus prudente. Nous prévoyons que les actions des pays développés surperformeront celles des pays émergents en 2025, comme elles l'ont fait lors de huit des dix dernières années.

Les économies émergentes sont confrontées à une multitude de défis. Plus particulièrement, la Chine est confrontée à une crise de confiance des consommateurs (seulement légèrement atténuée par le plan de relance gouvernemental récemment annoncé). Le dégonflement de la bulle immobilière du pays s'est avéré très douloureux pour les ménages et les entreprises. Un signe de méfiance qui ne trompe pas : les ventes au détail chinoises sont inférieures de 16 % à leur tendance d'avant la pandémie.¹ La Chine se trouve également confrontée à la perspective d'une nouvelle guerre commerciale avec les États-Unis.

Plus généralement, même lorsque les entreprises des pays émergents génèrent des revenus et des bénéfices solides, la dilution des actionnaires signifie que la croissance du PIB ne se traduit pas par une croissance du bénéfice par action ou des rendements du marché. La volatilité des bénéfices et des valorisations des devises perturbe également la capitalisation.

Les perspectives concernant les actions des pays développés, notamment des États-Unis et du Japon, semblent beaucoup plus prometteuses.

Les marges bénéficiaires américaines semblent stables et à des niveaux historiquement élevés. Depuis dix ans, les entreprises du S&P 500 ont reversé près de 75 % de leurs bénéfices annuels à leurs actionnaires sous forme de dividendes et de rachats nets d'actions. Dans les années 2000, cette part n'était que de 50 %.²

Bien que la concentration de l'indice dans les grandes entreprises technologiques reste préoccupante (les 10 premières entreprises représentent 36 % de la capitalisation boursière du S&P 500, un niveau record), chaque secteur du S&P 500 devrait générer une croissance positive des bénéfices en 2025. Cela n'est plus arrivé depuis 2018.³

La combinaison d'une forte croissance des bénéfices et de valorisations élevées sur les marchés américains à grande capitalisation pourrait potentiellement générer des rendements favorables.

Parallèlement, ces dernières années, les entreprises japonaises ont réalisé des progrès majeurs en matière de gouvernance d'entreprise et de pratiques plus favorables aux actionnaires. Les annonces de rachat d'actions des entreprises en 2024 ont doublé le record précédent.⁴ Cette tendance devrait également profiter aux investisseurs en capital-investissement au Japon.

Même si nous pensons que les actions des pays développés surperformeront celles des pays émergents l'année prochaine, Taïwan, l'Inde, l'Indonésie et le Mexique se distinguent à nos yeux comme des régions susceptibles d'offrir de solides rendements aux actionnaires, tant sur les marchés publics que privés.

¹ Klein, M. C. (2024). Deeper Inside the Chinese Consumer Spending Data. The Overshoot.

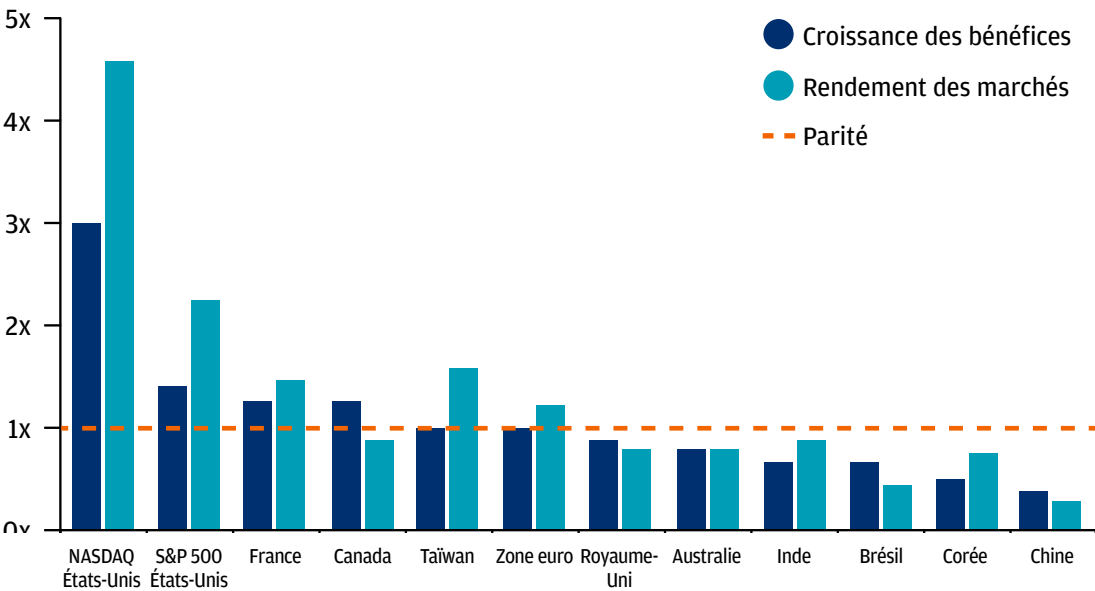
² Goldstein, M. L., et Zhao, L. (2024). Market Valuation: A Deal Breaker? Empirical Research Partners.

³ Kostin, D. J., Chavez, D., Snider, B., Hammond, R., et Ma, J. (2024). Updating our long term return forecast for U.S. equities to incorporate the current high level of market concentration. Goldman Sachs.

⁴ Goldman Sachs. Données au 19 août 2024.

LES BÉNÉFICES ET LES RENDEMENTS SONT INFÉRIEURS À LA CROISSANCE DU PIB
DANS DE NOMBREUX GRANDS PAYS ÉMERGENTS

Croissance des bénéfices et rendement du marché, multiple de la croissance du PIB de 2010 à 2024



Sources : Bloomberg Finance L.P., Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management. Données de 2024.
Remarque : Le Japon est exclu en raison de la baisse du PIB.





03

Pénurie persistante de logements aux États-Unis

La baisse des taux hypothécaires pourrait stimuler les ventes de logements, mais elle ne rendra pas l'accès à la propriété abordable pour un nombre suffisant de nouveaux acheteurs.

La demande de logements dépasse largement l'offre disponible. Nous estimons que la pénurie de logements neufs par rapport à la demande tendancielle des ménages se situe entre 2 et 2,5 millions de logements. Les ventes de logements existants, actuellement inférieures de 25 % au rythme moyen de la période 2017-2019, ne devraient pas augmenter de sitôt. **De plus, les dommages persistants causés par des conditions météorologiques plus fréquentes et plus extrêmes, associés à des assurances contre les inondations et les incendies inadéquates et hors de prix, deviennent une préoccupation croissante pour les accédants à la propriété.**

Pour rétablir l'accessibilité aux niveaux de 2019, les taux hypothécaires devraient chuter d'environ 7 % à 3 %, ou les salaires devraient augmenter à leur rythme actuel pendant près de neuf années consécutives. Il faudra peut-être attendre jusqu'à la fin de la décennie actuelle dans des villes comme San Diego et Denver pour retrouver une accessibilité au logement à des niveaux antérieurs à la crise financière mondiale, et même plus longtemps à Las Vegas et Miami.

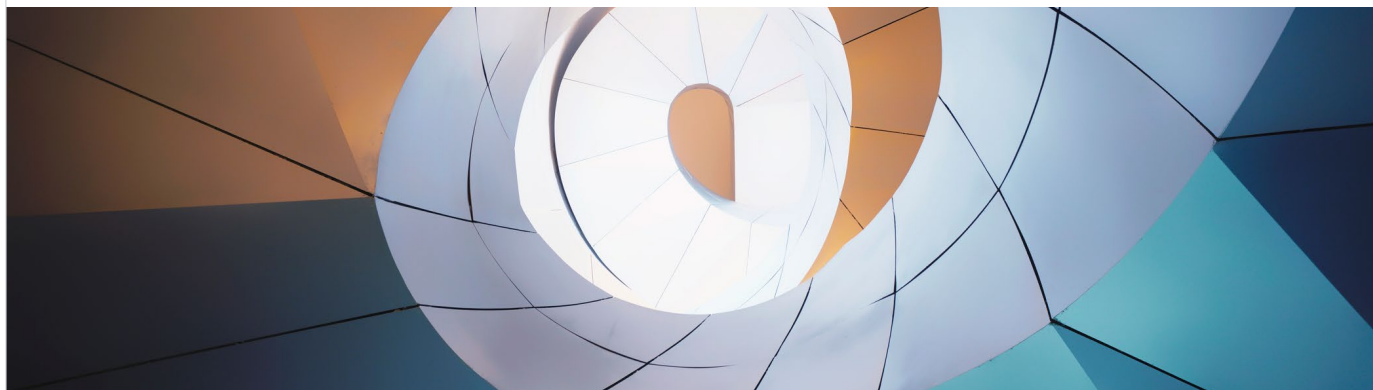
Les prix de l'immobilier pourraient continuer à augmenter, mais à un rythme modéré. La dynamique d'une rotation limitée du marché immobilier existant et d'une demande à long terme de logements est de bon augure pour les marges d'exploitation des sociétés du BTP, qui sont passées de 21 % avant la pandémie à 26 % (sur la même période, le bénéfice par action a presque triplé). Les plus grands acteurs ont la possibilité de gagner des parts de marché. En 2025, nous prévoyons une croissance continue des bénéfices tant pour les promoteurs immobiliers à grande capitalisation que pour les investisseurs immobiliers qui possèdent des logements individuels.

LE RETOUR À UN MARCHÉ RÉSIDENTIEL ABORDABLE POURRAIT PRENDRE
DE NOMBREUSES ANNÉES

Retour attendu d'un marché résidentiel abordable sur la base de la médiane de 1991 à 2006

Nom de la métropole	Date de retour à un marché abordable dans l'hypothèse d'un taux hypothécaire inchangé	Date de retour à un marché abordable dans l'hypothèse d'une baisse de 1 % du taux hypothécaire
Cleveland	Marché déjà rétabli	Marché déjà rétabli
Detroit	Marché déjà rétabli	Marché déjà rétabli
Minneapolis	T4 2026	T3 2025
Austin	T1 2027	T1 2026
Washington D.C.	T2 2027	T1 2026
National	T3 2027	T1 2026
Charlotte	T4 2027	T4 2026
San Francisco	T4 2027	T4 2026
Boston	T2 2028	T1 2027
Portland	T3 2028	T2 2027
Atlanta	T1 2029	T1 2028
San Diego	T1 2029	T1 2028
Dallas	T2 2029	T1 2028
New York	T2 2029	T2 2028
Phoenix	T1 2030	T1 2029
Seattle	T1 2030	T1 2029
Denver	T2 2030	T1 2029
Tampa	T4 2030	T4 2029
Las Vegas	T3 2031	T1 2030
Los Angeles	T4 2032	T4 2031
Miami	T1 2035	T1 2034

Sources : Federal Home Loan Mortgage Corporation, National Association of Home Builders, National Association of Realtors, Haver Analytics. Données de décembre 2023.
Remarque : L'accessibilité régionale est calculée en utilisant le prix médian des logements de la région avec un acompte de 20 % au taux hypothécaire fixe actuel sur 30 ans de Freddie Mac. Le revenu médian des ménages est divisé par le paiement hypothécaire annualisé pour déterminer l'indice d'accessibilité au logement. La projection du revenu médian des ménages est calculée en fonction de la croissance du revenu ajusté de Hodrick-Prescott (lambda = 500) en glissement annuel. La baisse de 1 % du taux hypothécaire est supposée à 0,25 % par trimestre. L'analyse suppose des prix de l'immobilier stables.



04

Gains de productivité

L'assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) devrait soutenir la croissance économique, mais il ne résoudra probablement pas la faible productivité de l'Europe. La productivité du travail en Europe accuse un retard d'environ quatre points par rapport aux estimations des prévisions avant la pandémie. Cet écart se traduit par une perte de production cumulée d'environ 2 200 milliards d'euros depuis 2019. Cela contraste fortement avec les États-Unis, qui ont légèrement dépassé les attentes d'avant la pandémie.⁵

Comment expliquer le retard de productivité de l'Europe ? Nous pouvons citer plusieurs facteurs : La dépendance de l'Europe vis-à-vis des sources d'énergie extérieures (les prix du gaz naturel en Europe sont près de 30 fois plus élevés qu'aux États-Unis) ; son secteur technologique est moins dynamique ; et ses marchés du travail sont moins flexibles.

Le plus grand potentiel d'amélioration de la productivité mondiale au cours des dix prochaines années viendra peut-être de l'IA, domaine dans lequel les entreprises américaines jouissent désormais d'une avance considérable en matière de recherche et d'investissement. Les investissements privés dans l'IA aux États-Unis ont totalisé près de 70 milliards de dollars en 2023. En revanche, l'Allemagne, la France et la Suède ont chacune investi moins de 2 milliards de dollars.⁶

Si les gains de productivité générés par l'IA se maintiennent, ils pourraient stimuler la croissance du PIB sans alimenter l'inflation (et compenser utilement la pression exercée par le vieillissement de la population).

Cela pourrait soutenir le rendement des marchés actions en augmentant les revenus et les marges. Sur le plan politique également, l'augmentation de la productivité pourrait rendre les déficits plus faciles à gérer, car une croissance économique plus forte augmente les recettes fiscales.

Les problèmes de productivité intérieure de l'Europe ne signifient pas que les investisseurs doivent ignorer les plus grandes entreprises européennes. Les 50 plus grandes entreprises européennes ne tirent qu'environ 40 % de leurs revenus de l'Europe, et les « champions nationaux » au sein de cette cohorte sont des acteurs mondiaux dominants et des opérateurs de premier ordre. Cela dit, nous privilégions les actions américaines aux actions européennes en 2025.

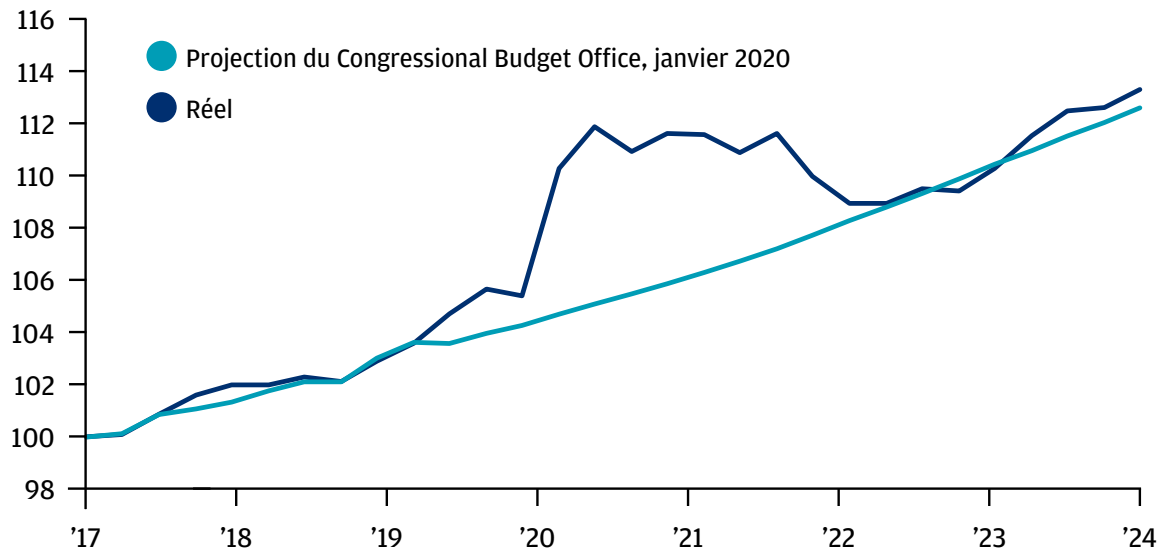
⁵ La croissance relativement forte de la productivité aux États-Unis n'a probablement pas été stimulée par l'IA, du moins pas encore. Cependant, la rotation du marché du travail de 2021 et 2022 pourrait avoir entraîné une adéquation plus optimale entre les compétences des employés et les tâches des employeurs. Il semble raisonnable de supposer que l'intégration des technologies de l'IA pourraient conduire à une augmentation cumulative de 17 % de la productivité au cours des 20 prochaines années.

[En savoir plus](#)

⁶ Meeker, M. (2024). AI + Universities. BOND.

AGRÉABLE SURPRISE : LA PRODUCTIVITÉ AMÉRICAINE A DÉPASSÉ LES ATTENTES

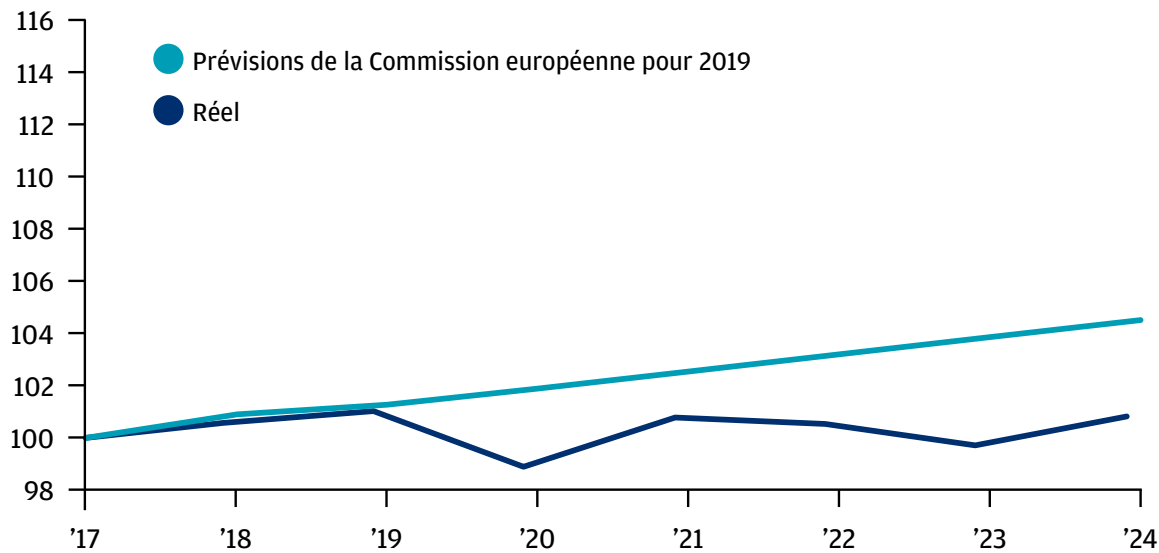
Indice de productivité du travail aux États-Unis, 100 = 2017



Sources : Congressional Budget Office (CBO) et le Bureau of Labor Statistics (BLS). Données au 30 juin 2024.

LA PRODUCTIVITÉ DE L'UE N'A PAS RÉPONDU AUX FAIBLES ATTENTES

Indice de productivité du travail de l'Union européenne, 100 = 2017



Source : Commission européenne. Données au 1er janvier 2024.

05

Reprise des transactions



LA LIQUIDITÉ DU MARCHÉ DES CAPITAUX COMMENCE À SE RÉTABLIR

Volume des prêts à haut rendement, des prêts à effet de levier et des introductions en bourse sur les 12 derniers mois en % du PIB



Sources : J.P. Morgan, Bank of America, Bloomberg Finance L.P. Données au 30 septembre 2024.

Remarque : La liquidité est définie comme l'introduction en bourse, les obligations à haut rendement et les émissions de prêts à effet de levier.

La baisse des taux d'intérêt et un environnement réglementaire moins contraignant pourraient contribuer à soutenir une reprise naissante des transactions, qui étaient essentiellement au point mort depuis 2021. Les hausses de taux, les risques de récession et les tensions géopolitiques ont naturellement incité les équipes de gestion à la prudence malgré les solides bénéfices des entreprises. L'activité de fusions et acquisitions est à son plus bas niveau depuis 2013.

La liquidité limitée du marché des capitaux a été à la fois une cause et un symptôme du flux limité de transactions.

À la recherche de liquidités, les investisseurs en capital-investissement se tournent de plus en plus vers les marchés secondaires, où les volumes ont atteint des niveaux records. De nouveaux « outils » de liquidité sont également apparus dans le domaine du crédit privé, tels que les financements de portefeuille (prêts sur VNI) et les recapitalisations d'actifs individuels.

Mais les acteurs du secteur se sentent désormais plus optimistes. Les taux directeurs sont à la baisse et le contexte réglementaire sera probablement plus favorable.

Alors que d'importants arriérés de transactions sont sur le point d'être réglés, l'augmentation des prêts privés devrait contribuer à relancer les transactions. Des opportunités existent dans toute la structure du capital. Les prêts directs senior garantis continueront de financer les transactions soutenues par des fonds de capital-investissement. Les entreprises utiliseront des solutions de capital junior et structuré pour soutenir leur croissance stratégique, optimiser leurs structures d'endettement et offrir une flexibilité de paiement des intérêts.

Les bénéficiaires probables d'un meilleur environnement ? Les banques basées à Wall Street, les sociétés de capital-investissement et de crédit et les propriétaires d'entreprises privées.

Partie 02

Accélération des investissements en capital

IA : boom ou crise ?

Bouleversement du secteur
de la santé

Automatisation et
robotique

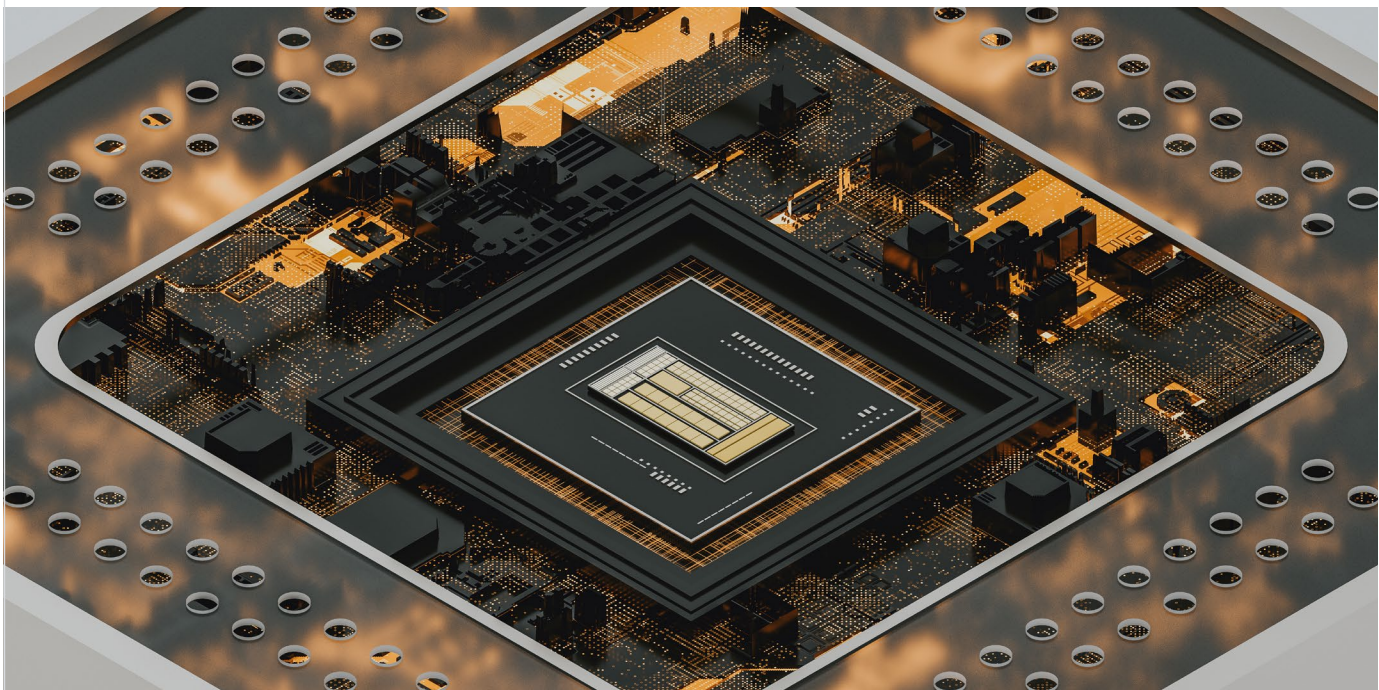
Construction
d'infrastructures
électriques

Redéfinition de la sécurité



Les entreprises et les gouvernements se tiennent prêts à dépenser : 2025 sera l'année de l'investissement en capital. Les marges sont élevées, les bénéfices et la confiance des dirigeants sont en hausse et les décideurs politiques se concentrent sur le soutien de la croissance. Trois tendances mondiales nécessitent des investissements conséquents : l'IA, l'électricité et l'énergie ainsi que la sécurité.





06 IA : boom ou crise ?

Oui, les grandes entreprises technologiques américaines ont ouvert le robinet des dépenses en matière d'IA, mais nous n'en sommes qu'aux premiers balbutiements. Nous pensons que les investissements en capital dans l'IA pourraient décoller dans les années à venir, stimulés par les améliorations rapides des modèles d'IA et leur adoption par les entreprises.⁷ **L'IA pourrait potentiellement avoir un impact sur toutes les activités de services de l'économie.**

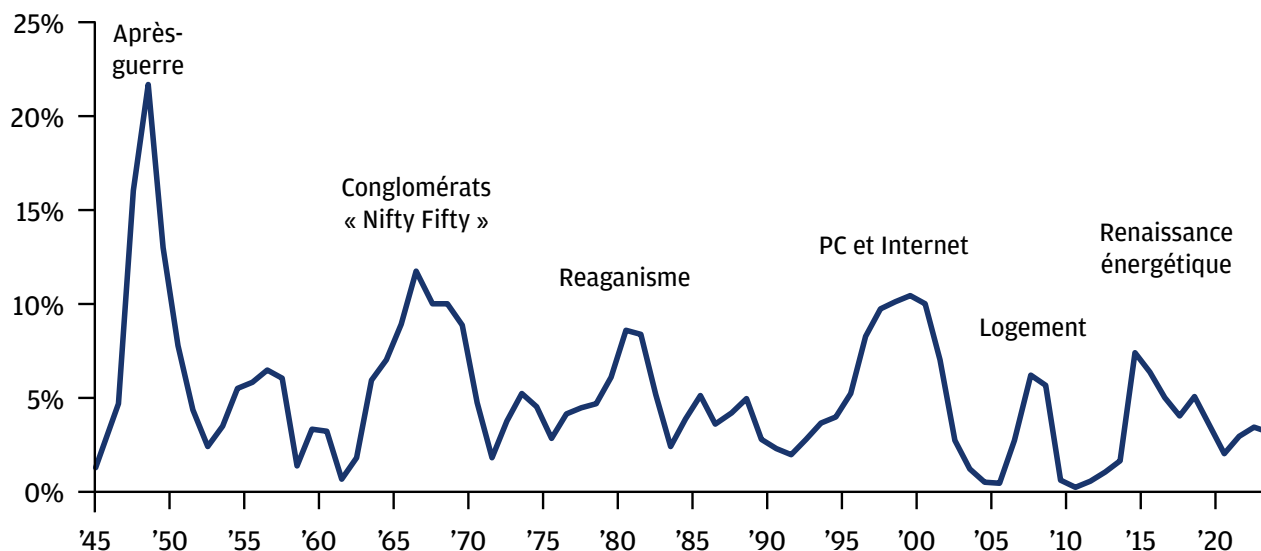
Pourquoi sommes-nous si optimistes ? Premièrement, parce que les modèles d'IA s'améliorent à un rythme rapide. En 2021, les grands modèles linguistiques (LLM, un type d'IA) ne pouvaient répondre avec précision qu'à moins de 10 % des questions de mathématiques de niveau de compétition. Cette part est passée à 90 % en

2024.⁸ Les modèles deviennent également moins chers : le prix par jeton du modèle GPT-4o mini d'OpenAI, très performant, et du modèle Claude 3.5 Haiku d'Anthropic est 90 % à 98 % inférieurs à celui de leurs prédécesseurs.

Deuxièmement, l'investissement global des entreprises a été relativement modéré, se situant à un rythme annuel de 2,5 %. À titre de comparaison, à la fin du boom de l'Internet au tournant du millénaire, les dépenses d'investissement des entreprises s'élevaient à un rythme annuel de 10 % (en glissement annuel sur cinq ans). En d'autres termes, les entreprises de tous les secteurs ont largement la possibilité d'accroître leurs dépenses en IA dans la mesure où elle devient de plus en plus pertinente et convaincante.

L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES A DE QUOI BONDIR

Variation annualisée sur 5 ans des dépenses d'investissement des entreprises, %



Sources : Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Données au 31 décembre 2023.

Troisièmement, nous voyons le potentiel de l'IA pour « transformer le travail en logiciel », comme l'a déclaré Sequoia Capital.⁹ À mesure que les modèles améliorent leur capacité à raisonner au lieu de simplement générer des réponses prédéfinies, ils contribueront à créer des opportunités pour bouleverser le secteur des services. Les avocats, voire les stratégestes en investissement issus de l'IA pourraient devenir monnaie courante.

Les marchés publics et leurs partenaires privés ont établi une forte présence dans l'infrastructure numérique de l'IA. Les entreprises industrielles et de services publics qui fournissent les composants physiques et l'énergie nécessaires à l'IA continueront probablement également à en bénéficier. Enfin, les entreprises qui améliorent le plus efficacement leurs structures de coûts et augmentent leur productivité en intégrant des outils d'IA dans leurs flux de travail devraient devenir plus performantes.

Sur les marchés privés, les valorisations des sociétés purement spécialisées en IA ont augmenté, mais nous voyons toujours des opportunités d'investissement dans les startups capables d'automatiser des tâches et de générer des économies de coûts pour les entreprises. De la valeur peut également

être créée dans les applications potentielles qui peuvent aider à exploiter la technologie pour les consommateurs. Les transitions vers le cloud et les appareils mobiles ont donné lieu à la création de plus de 20 grandes entreprises spécialisées dans les applications (par exemple, Salesforce, Meta, Uber).¹⁰ L'IA pourrait créer un écosystème similaire.

L'adoption de l'IA pourrait bien sûr ralentir. La réglementation pourrait freiner l'innovation. L'approvisionnement en énergie pourrait faire obstacle au développement. Et les modèles pourraient manquer des données nécessaires à leur entraînement. Mais notre analyse, qui va au-delà du battage médiatique et s'appuie sur les cours d'histoire, nous indique que l'IA offre des opportunités d'investissement intéressantes. Nous pensons que l'économie mondiale et les marchés d'actions pourraient se révéler très porteurs l'année prochaine et dans les années à venir.

⁷ Bick, A., Blandin, A., et Deming, D. J. (2024). The Rapid Adoption of Generative AI. National Bureau of Economic Research.

⁸ Jensen, G., Narayan, A., Greene, A., et Simon, L. (2024). Is an AI Bubble Ahead of Us or Behind Us? Bridgewater.

⁹ Si nous pensons que les gains de productivité de l'IA coïncideront avec une augmentation potentielle des bouleversements du monde du travail, nous pensons que les preuves sont convaincantes quant à la création de nouveaux emplois nets. Nous voyons déjà les entreprises prendre des mesures pour renforcer les viviers de talents grâce au renforcement des compétences et à la reconversion.

¹⁰ Huang, S., et Grady, P. (2024). Generative AI's Act 01: The Agentic Reasoning Era Begins.

07 Bouleversement du secteur de la santé

L'IA pourrait rapidement affecter le secteur de la santé.

Le graphique aide à comprendre pourquoi. Les secteurs qui pourraient être les plus touchés par l'IA ont une part élevée de coûts de main-d'œuvre dans des emplois qui pourraient être aidés ou remplacés par les LLM. Par exemple, dans le secteur des technologies de la santé, les coûts de main-d'œuvre équivalent à environ 35 % des recettes.

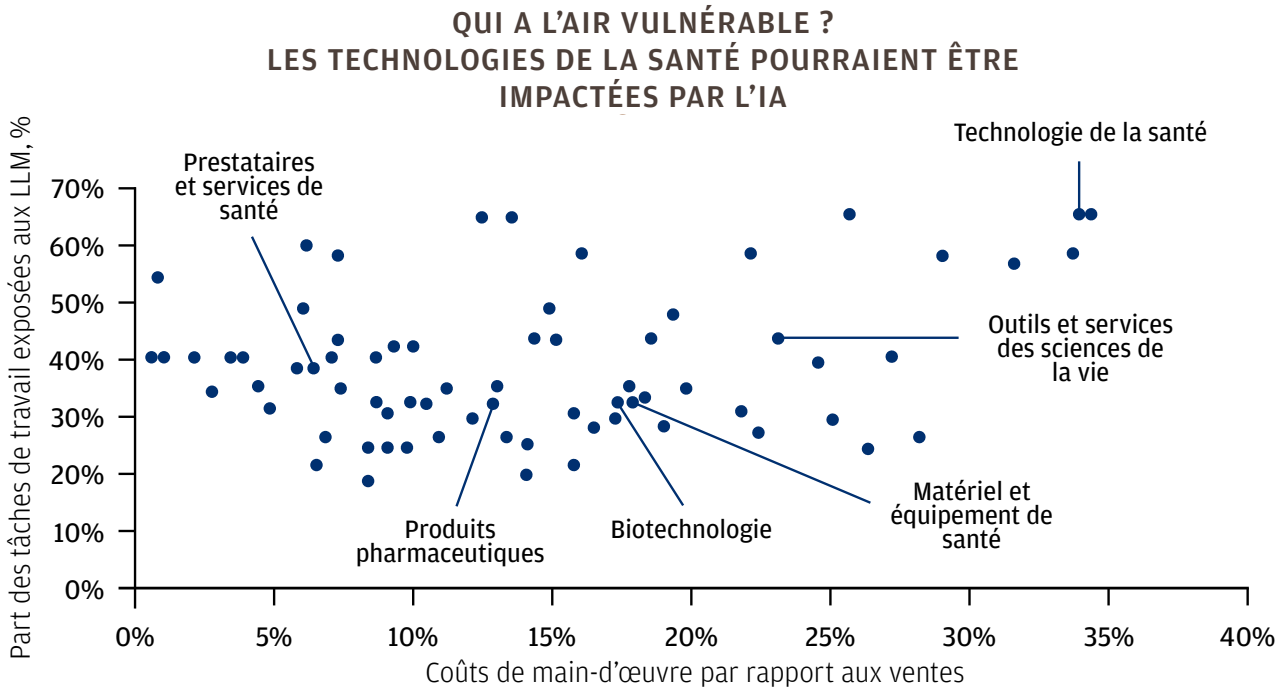
Dans le même temps, les économistes estiment que 65 % des tâches effectuées par les employés du secteur des technologies de la santé sont sujettes aux bouleversements liés à l'IA. Par exemple, des entreprises telles que Veeva Systems, Teladoc et GoodRx, qui fournissent des solutions logicielles dans toute la chaîne de valeur du secteur de la santé, pourraient à la fois réduire leurs coûts de main-d'œuvre et augmenter leurs revenus en intégrant l'IA dans leurs activités.¹¹



ACCÉLÉRATION DES INVESTISSEMENTS EN CAPITAL

Dans les secteurs pharmaceutique et biotechnologique, l'IA pourrait également potentiellement améliorer la qualité et la quantité des médicaments qui sont commercialisés après avoir passé la phase des essais préliminaires. À l'heure actuelle, seulement 7 % des nouveaux médicaments sont commercialisés. Une augmentation de seulement 5 % de ce taux de réussite pourrait se traduire par 60 nouveaux médicaments et 70 milliards de dollars de revenus supplémentaires sur 10 ans.¹² Dans les services des sciences de la vie, les entreprises pourraient utiliser l'IA pour concevoir des essais de médicaments de manière plus optimale : de l'identification des composés à la sélection des participants.

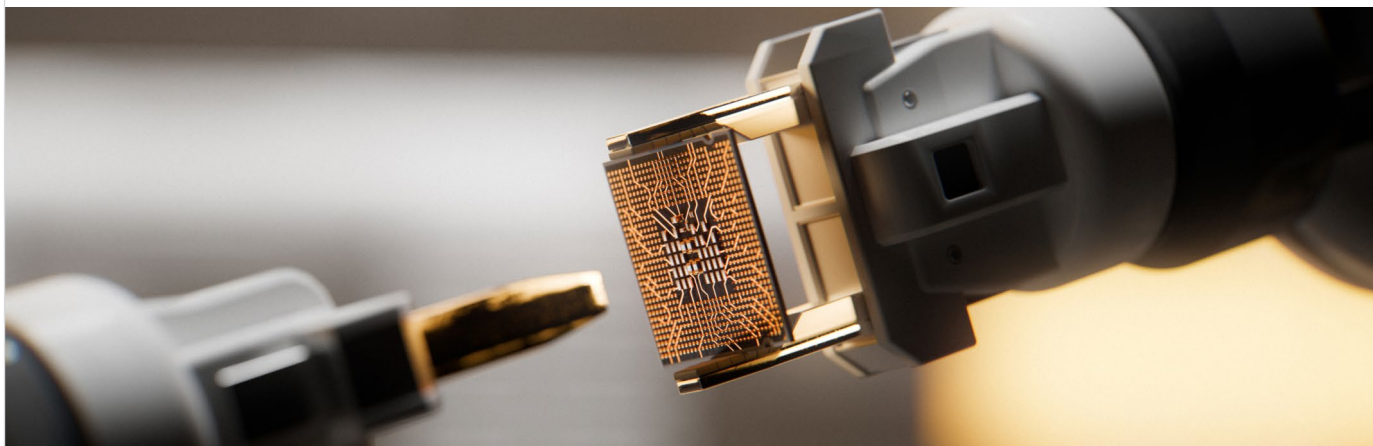
Nous pensons également que les médicaments GLP-1 continueront de stimuler la croissance des chiffres d'affaires (les médicaments à base de peptides de type glucagon contrôlent la glycémie et suppriment l'appétit). **Selon nos estimations, nous pensons que le marché potentiel total pourrait passer de 16 millions de personnes aux États-Unis et dans l'Union européenne en 2027 à plus de 40 millions de personnes.** Au-delà des médicaments GLP-1, nous nous concentrons sur l'identification des entreprises du secteur de la santé qui peuvent utiliser l'IA pour moderniser leurs modèles commerciaux afin de stimuler la croissance des bénéfices. Les exemples les plus évidents à l'heure actuelle concernent la chirurgie robotique et les technologies d'imagerie utilisées à des fins de diagnostic.



Sources : Empirical Research Partners Analysis of 72 GICS industry groups for large- and small-cap stocks. Eloundou, T., Manning, S., Mishkin, P., et Daniel Rock. « GPTs are GPTs: An Early Look at the Labor Market Impact Potential of Large Language Models. » Données de mai 2024.

¹¹ Les atteintes à la protection des données dans le secteur de la santé sont les plus coûteuses de tous les secteurs, avec une moyenne de 9,8 millions de dollars par atteinte, soit environ 60 % de plus que dans le secteur financier, qui occupe la deuxième place, en raison de la vulnérabilité des technologies existantes et des règles strictes en matière de protection de la confidentialité. Si l'IA amplifie cette menace en permettant aux cybercriminels d'exécuter des attaques plus sophistiquées, elle a également aidé les entreprises à réduire les coûts des violations de 33 % lorsqu'elle est utilisée de manière défensive.

¹² Morgan Stanley. (2022). Why Artificial Intelligence Could Speed Drug Discovery.



08

Automatisation et robotique

Les investissements en capital dans l'IA accéléreront également l'adoption de l'automatisation et de la robotique, ce qui aura un impact sur les secteurs de l'industrie et de la consommation. Les entreprises industrielles américaines devraient consacrer 25 % à 30 % de leurs dépenses d'investissement à l'automatisation au cours des cinq prochaines années, contre 15 % à 20 % au cours des cinq dernières années.¹³

Ce thème n'est pas nouveau. Les robots à usage unique existent depuis plus d'un demi-siècle et les rendements de la robotique pour les investisseurs ont été jusqu'à présent modestes. Mais nous pensons que la dynamique vers des applications plus larges se renforce. À mesure que l'accès aux données de formation augmente et que le coût du matériel diminue, les robots à usage général pourraient se rapprocher de la capacité de raisonnement.

À l'échelle mondiale, les entreprises ont investi plus de 4 milliards de dollars pour financer plus de 20 robots « humanoïdes ».¹⁴

À terme, les robots (humanoïdes et autres) pourraient faire partie de notre quotidien. Waymo effectue déjà plus de 100 000 trajets en taxi autonome par semaine.¹⁵

La santé et la défense sont deux autres domaines dans lesquels la robotique deviendra plus répandue. En octobre, Intuitive Surgical a livré 110 de ses systèmes de chirurgie robotique semi-autonome Da Vinci 5, dotés d'IA, dépassant ainsi les 70 livrés au cours du trimestre précédent. Plus tôt cette l'année, l'US Air Force a annoncé l'attribution d'un contrat avec Anduril et General Atomics pour développer des avions de combat collaboratifs autonomes. Le ministère américain de la Défense prévoit de consacrer près de 3 milliards de dollars par an à ce programme d'ici 2029.

Nous voyons des opportunités d'investissement sur les marchés publics et privés, dans les sociétés de semi-conducteurs qui fournissent la puissance de calcul, les sociétés de logiciels qui exploitent cette puissance de calcul, les sociétés industrielles qui capitalisent sur une plus grande efficacité et les sociétés de consommation capables de fournir un produit révolutionnaire.

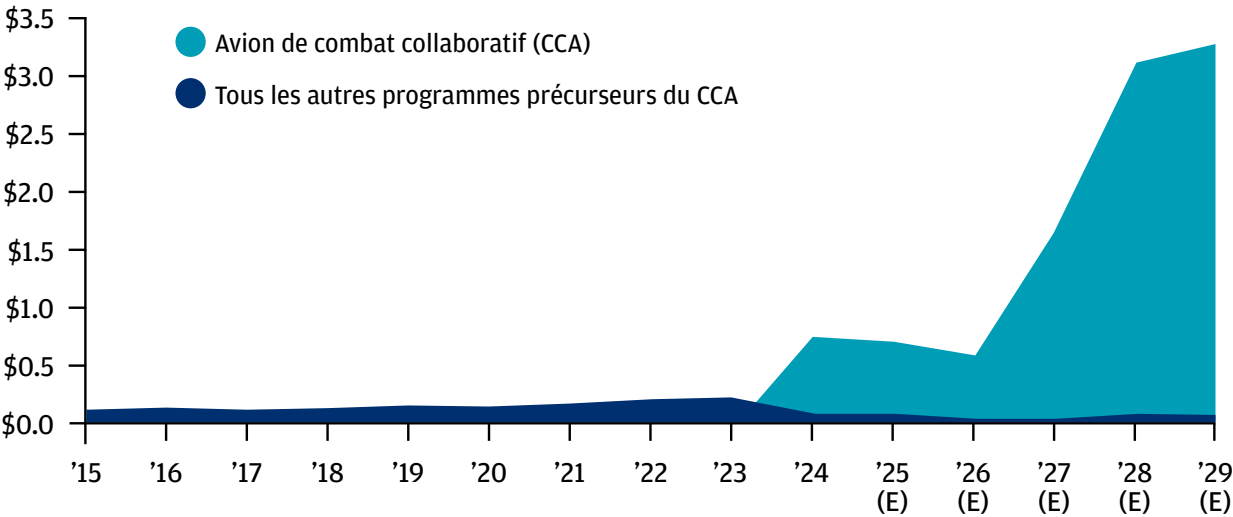
¹³ Ajewole, F., Kelkar, A., Moore, D., Shao, E. et Thirtha, M. (2023). Unlocking the industrial potential of robotics and automation. McKinsey & Company.

¹⁴ Viswanath, S., Khanna, V., Liang, Y., Srinivas, A. et Cherian, Z. (2024). Robotics won't have a ChatGPT Moment. Coatue.

¹⁵ Thompson, B. (2024). Prendre Waymo, Uber et Waymo.

LES DÉPENSES EN AVIONS AUTONOMES VONT EXPLOSER

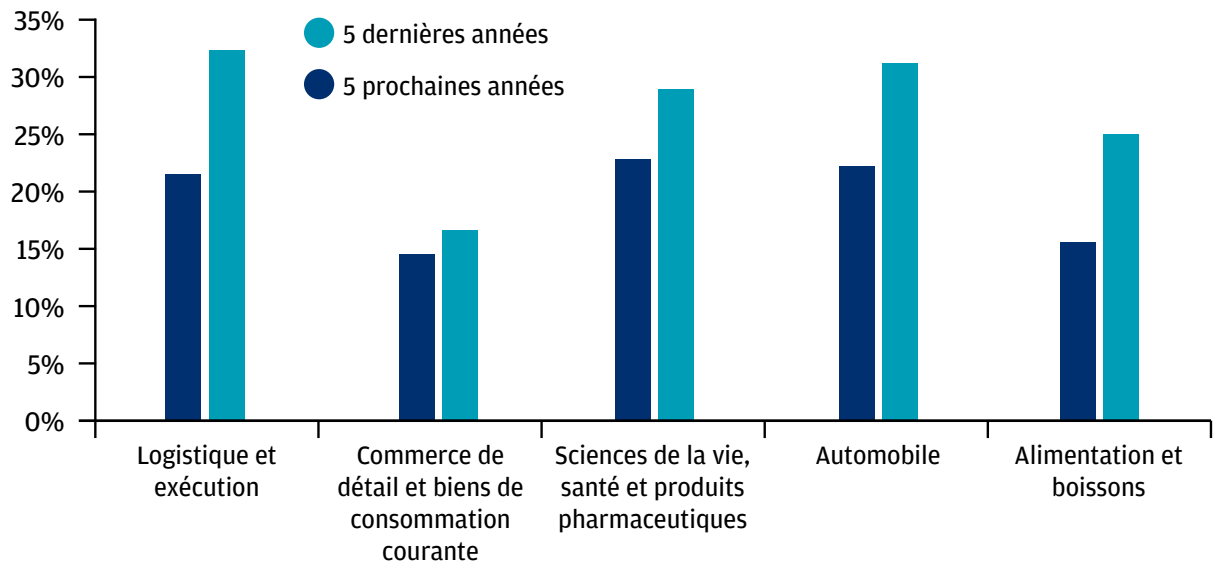
Dépenses du ministère américain de la Défense (DOD) pour certains programmes d'avions autonomes, en milliards de dollars



Source : Analyse par le CSIS des demandes de budget RDT&E du DOD pour les exercices 2015 à 2029. Données au 6 août 2024.
Remarque : Le chiffre du CCA pour l'exercice 2024 comprend une demande de reprogrammation budgétaire de 150 millions de dollars.

L'AUTOMATISATION POURRAIT REPRÉSENTER 25 % DES INVESTISSEMENTS INDUSTRIELS AU COURS DES 5 PROCHAINES ANNÉES

Part moyenne de l'investissement dans l'automatisation par secteur en % des dépenses d'investissement



Source : McKinsey & Company. Données de 2022.

09 Construction d'infrastructures élec- triques

Nous pensons que les investissements en capital dans le secteur de l'énergie sont sur le point de s'envoler pour trois raisons principales : la réindustrialisation manufacturière américaine, l'utilisation renforcée de l'électrification dans les solutions énergétiques propres et la demande croissante des centres de données. Au total, nous prévoyons que la croissance de la demande d'électricité aux États-Unis sera multipliée par 5 à 7 au cours des 3 à 5 prochaines années.

La croissance des centres de données est un phénomène mondial. Le nombre de centres de données américains, représentant 40 % du marché mondial, augmente d'environ 25 % par an. Au premier trimestre 2024, les marchés des centres de données d'Europe, d'Amérique Latine et de la zone Asie-Pacifique ont vu leurs stocks augmenter respectivement de 20 %, 15 % et 22 % en un an.¹⁶

L'augmentation de la puissance des centres de données nécessite davantage d'eau pour le refroidissement et la fabrication des puces, souvent dans des zones soumises à des contraintes hydriques. Les centres de données mondiaux devraient augmenter leur consommation d'eau de 6 % par an.¹⁷ Les grandes installations de fabrication de semi-conducteurs utilisent la même quantité d'eau que 300 000 foyers.¹⁸ Nous voyons des opportunités pour les infrastructures hydrauliques et les solutions d'efficacité parallèlement à la consommation croissante d'énergie.

Davantage d'électricité proviendra probablement de source nucléaire. Nous constatons que le marché des actions a



validé l'accord conclu entre Constellation Energy et Microsoft en vue de redémarrer la centrale nucléaire de Three Mile Island pour fournir de l'énergie aux centres de données du géant technologique. Cela devrait encourager de nouveaux réinvestissements dans l'énergie nucléaire. En effet, la hausse de l'indice Nuclear Renaissance (+75 % depuis le début de l'année) repose sur les spéculations du marché selon lesquelles les petits réacteurs modulaires seront déployés avec succès dans les prochaines années.

Si les sources d'énergie renouvelables continueront de croître (l'Agence internationale de l'énergie estime que pour chaque dollar investi dans les combustibles fossiles, deux dollars sont investis dans l'énergie propre), les temps de latence, la transmission et les coûts de stockage signifient que le gaz naturel restera une source d'énergie critique.¹⁹

Les investisseurs qui cherchent à capitaliser sur la demande croissante d'électricité peuvent se concentrer sur les fonds d'infrastructures larges, les sociétés de production d'électricité et les sociétés de services aux collectivités.

¹⁶ CBRE. (2024). Global Data Center Trends 2024. CBRE. Thompson, B. (2024). Prendre Waymo, Uber et Waymo.

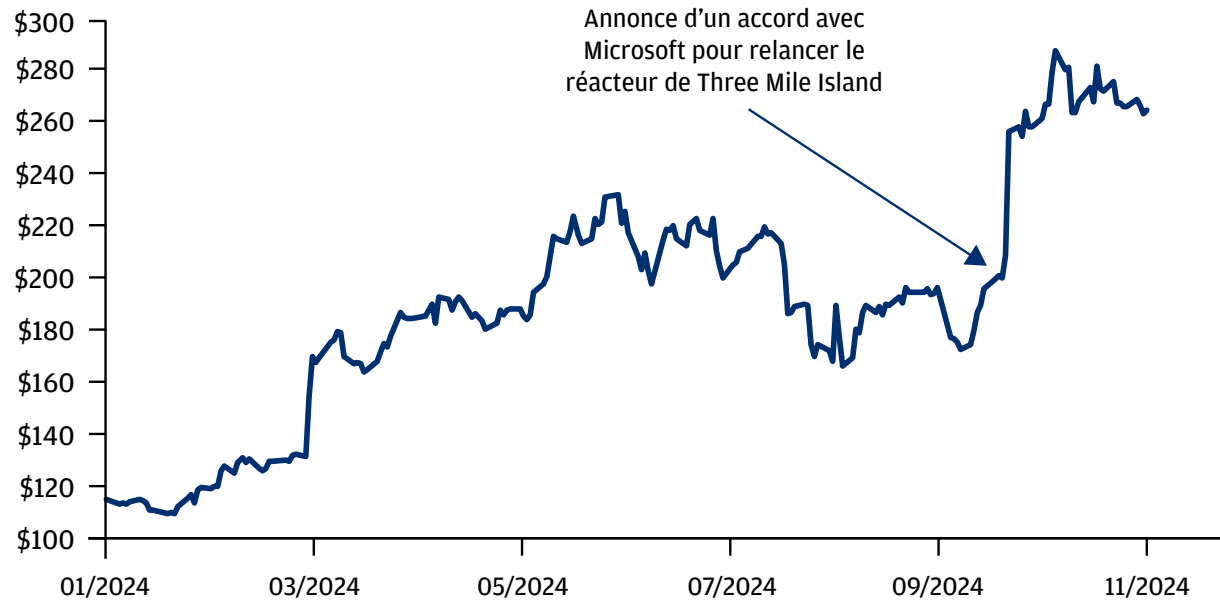
¹⁷ Walsh, A. (2023). Behind the Data: Unveiling the Water Footprint of Artificial Intelligence. Bluefield Research.

¹⁸ Hess, J. C. (2024). Chip Production's Ecological Footprint: Mapping Climate and Environmental Impact. Interface.

¹⁹ Agence internationale de l'énergie. (2024). Cette année, les investissements dans les énergies propres devraient être deux fois plus élevés que ceux consacrés aux combustibles fossiles.

LE MARCHÉ A VALIDÉ L'EXPANSION NUCLÉAIRE

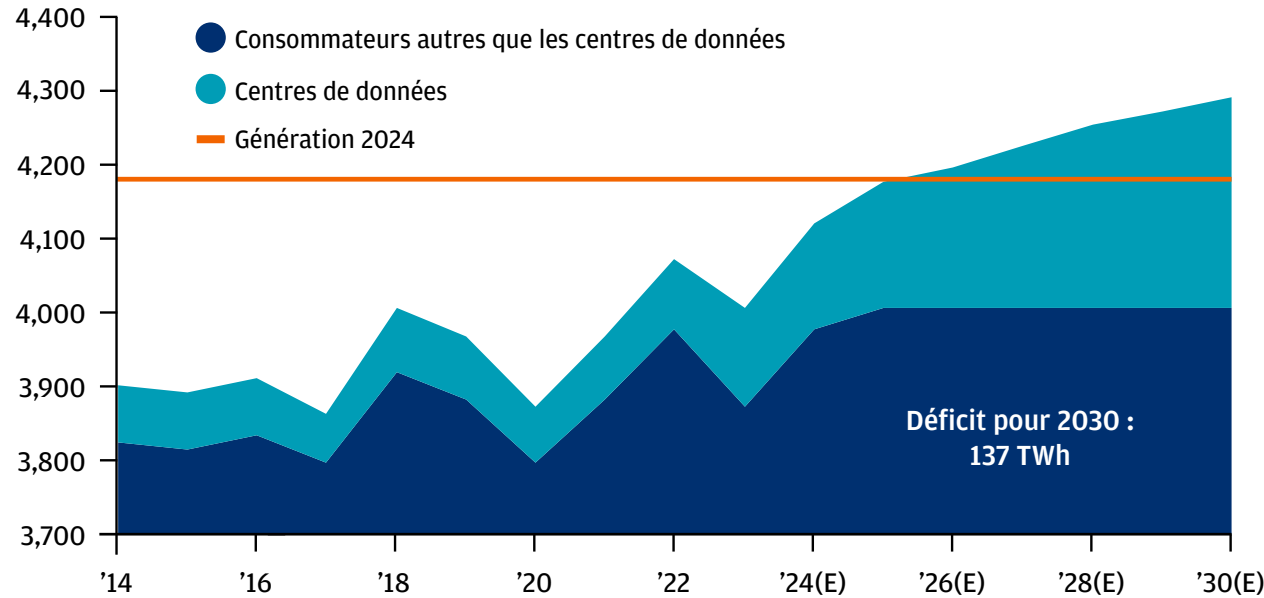
Cours de l'action Constellation Energy, en dollars



Source : FactSet. Données au 31 octobre 2024.

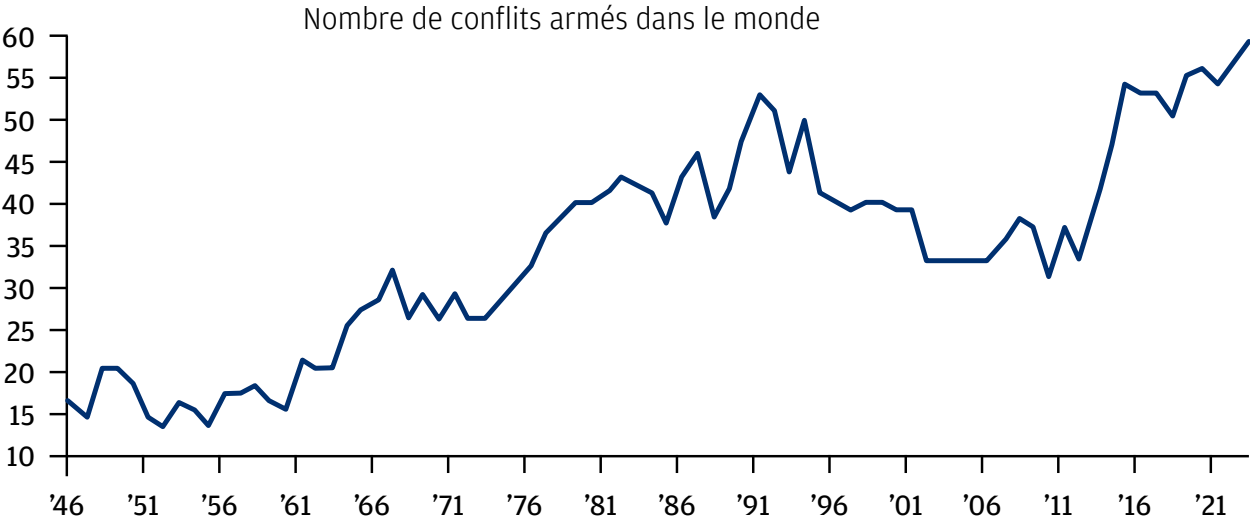
LES CENTRES DE DONNÉES POURRAIENT PROVOQUER UNE HAUSSE DE LA DEMANDE D'ÉNERGIE

Demande d'électricité aux États-Unis et capacité de production en 2024, TWh



Sources : EIA, McKinsey & Company, Public Power, Bernstein. Données au 31 décembre 2023.

LES CONFLITS ARMÉS N'ONT JAMAIS ÉTÉ AUSSI NOMBREUX DEPUIS 80 ANS



Sources : UCDP, Davies, Shawn, Therese Patterson, Magnus Öberg, Gleditsch, Nils Petter, Peter Wallensteen, Mikael Eriksson, Margareta Sollenberg et Håvard Strand. Données au 31 décembre 2023.



10

Redéfinition de la sécurité

En réévaluant leur sécurité nationale, les gouvernements sont susceptibles d'augmenter leurs investissements en capital. La sécurité couvre non seulement la défense militaire traditionnelle, mais aussi la cybersécurité, l'approvisionnement en ressources naturelles essentielles, la production d'énergie, les transports et les infrastructures. Nous pensons que les marchés n'apprécient pas encore pleinement les perspectives d'investissement qui découleront de ce changement à long terme.

Aux États-Unis, il semble probable que le gouvernement continue à encourager la production nationale de fournitures essentielles. Les actions d'un fabricant de puces établi en Caroline du Nord ont bondi de 40 % à l'annonce de l'obtention d'un financement de 750 millions de dollars au titre du CHIPS Act pour construire deux nouvelles usines de semi-conducteurs aux États-Unis.

En outre, nous soulignons l'objectif du gouvernement américain de diversifier sa dépendance à l'égard des spécialistes concentrés de l'aérospatiale et de la défense²⁰ (qui représentent aujourd'hui 90 % du budget de production d'armes des États-Unis),²¹ et de l'élargir à des entreprises commerciales établies et à des startups ayant une expertise dans des domaines tels que l'IA, l'apprentissage automatique et la technologie 5G. Le marché de la défense pourrait potentiellement générer des revenus et des parts de marché pour les entreprises extérieures au secteur de la défense traditionnel.

Le budget du ministère de la Défense en pourcentage du PIB a été réduit de moitié depuis le plus fort de la guerre froide. Parmi les pays de l'Union européenne membres de l'OTAN, 16 sur 23 sont actuellement en bonne voie pour dépasser le seuil de 2 % du PIB en 2024. Il y a dix ans, le niveau moyen de croissance des pays membres n'était que de 1,2 % du PIB. Les dépenses militaires mondiales semblent avoir une marge de croissance, en particulier dans des domaines tels

que les armes en réseau, qui pourraient être le fruit de partenariats homme-machine ou être entièrement autonomes.

Les préoccupations de l'Europe en matière de sécurité reflètent sa dépendance à l'égard des sources extérieures pour les biens et les matières premières essentiels. L'Union européenne importe plus de 90 % des produits et services numériques, dépend de l'Asie pour 75 à 90 % de sa capacité de fabrication de plaquettes et dépend de la Chine pour jusqu'à 70 % des matières premières essentielles telles que le nickel, le cuivre et le cobalt.²²

Pendant ce temps, les économies du BRICS+²³ contrôlent cinq fois les réserves de gaz naturel du G7, ont trois fois plus de personnel militaire en service actif et doublent les réserves de pétrole et la production d'uranium.²⁴ L'année dernière, la Russie a augmenté son budget de défense de 25 %, établissant ainsi un nouveau record.²⁵

Au total, nous pensons que les dépenses mondiales en matière de sécurité seront comparables à l'investissement annuel dans le cloud computing et le commerce électronique au cours des années 2010. Le développement de semi-conducteurs, d'infrastructures et d'une énergie fiable et abordable sont des leviers essentiels non seulement pour la sécurité nationale, mais aussi pour la concurrence économique mondiale.

Nous recherchons des opportunités dans les secteurs de l'industrie, des services publics, des matériaux et de l'énergie. À l'exception du secteur industriel, tous les secteurs se négocient à un prix inférieur à celui du marché dans son ensemble. **Les investisseurs ne semblent pas accorder beaucoup de crédit à ces entreprises pour la croissance future des bénéfiques, qui, selon nous, sera presque le double de celle du marché au cours des prochaines années.**

Sur les marchés privés, les investisseurs peuvent trouver des perspectives intéressantes dans les petites entreprises axées sur l'innovation dans les systèmes de défense technologiques et la cybersécurité.

²⁰ Définies comme des entreprises dont le seul client est le gouvernement, ou celles dont la seule exposition commerciale est dans l'aérospatiale.

²¹ Allen, GC et Berenson, D. (2024). Why Is the U.S. Defense Industrial Base So Isolated from the U.S. Economy? CSIS.

²² Draghi, M. (2024). L'avenir de la compétitivité européenne. Commission européenne.

²³ Liste des pays BRICS+.

²⁴ Seydl, J. (2024). How do geopolitical shocks impact markets? J.P. Morgan.

²⁵ Sauer, P. (2024). Last year, Russia boosted its defense budget by 25% to hit a new record. The Guardian.

Partie 03

Comprendre l'impact des élections

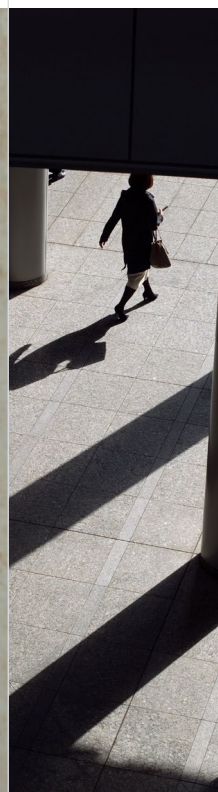
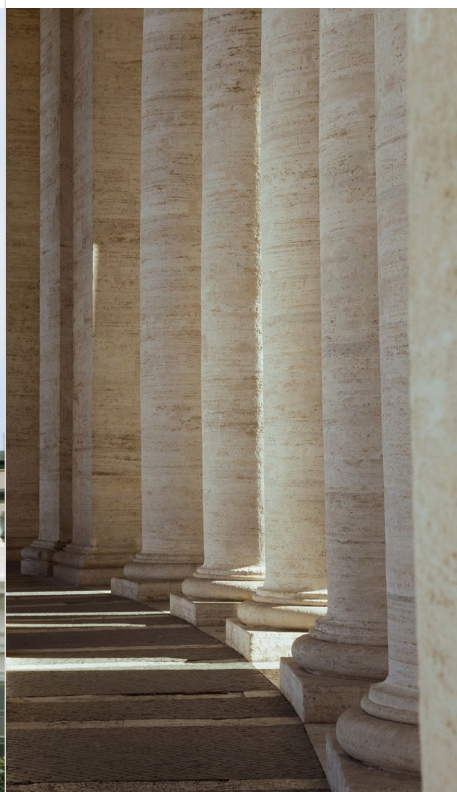
Trump 2.0

Changement de politique
fiscale

Gestion de la volatilité
des taux

Risque anti-trust

Montée des mouvements
antisystèmes



En 2025, les investisseurs cesseront de se concentrer sur les résultats des élections pour s'intéresser à l'évaluation de leurs conséquences. Les résultats des élections partout dans le monde auront un impact sur l'orientation de la politique fiscale, de la dette souveraine et des déficits, de la politique commerciale, des initiatives anti-trust et de la popularité des candidats antisystèmes.



11 Trump 2.0

La victoire sans appel du président Donald Trump et du Parti républicain aux élections de 2024 ouvre la voie à une administration Trump 2.0. Quelles conséquences potentielles sur les marchés et l'économie ? La déréglementation, l'augmentation des transactions de fusions et acquisitions, l'accent porté sur les résultats économiques nationaux et la faible probabilité d'une baisse des taux d'imposition des sociétés constituent les arguments en faveur de la croissance. En effet, la réaction immédiate du marché aux résultats des élections a montré que les investisseurs privilégient les États-Unis par rapport au reste du monde, ainsi que les actions à petite capitalisation et les banques régionales.

Toutefois, les initiatives en faveur de la croissance pourraient également conduire à une inflation plus élevée et à des déficits budgétaires plus importants. De fait, les rendements des bons du Trésor américain sont revenus vers leurs plus hauts niveaux de l'année. Les taux hypothécaires élevés pourraient continuer à freiner l'activité du marché immobilier résidentiel et à accentuer la crise de l'accessibilité au logement. La mise en application de tarifs douaniers représente peut-être le principal risque pour la croissance mondiale. Si nous ne pensons pas probable la généralisation des tarifs douaniers sur toutes les importations, leur mise en œuvre sur des produits ou des partenaires commerciaux spécifiques sont envisageables. Les représailles des partenaires commerciaux pourraient aggraver l'impact négatif sur le commerce mondial.

Les résultats des élections nous rendent légèrement moins positifs sur les actifs des pays émergents, les matières premières industrielles et les prix de l'énergie. Par ailleurs, les négociations autour des lois de 2017 sur les réductions d'impôts et l'emploi (TCJA) pèsent lourd en 2025 et les impacts économiques potentiels de la politique budgétaire sont plus susceptibles de se faire sentir en 2026.



12

Change- ment de politique fiscale

Le Congrès devra se concentrer sur la politique fiscale l'année prochaine. À la fin de l'année 2025, de nombreuses dispositions de la TCJA de 2017 doivent arriver à expiration. Si le Congrès ne fait rien, les taux d'imposition des particuliers reviendront aux niveaux de 2017, l'impôt minimum alternatif aura un impact sur beaucoup plus de particuliers à revenus élevés, la déduction de 20 % pour les revenus d'entreprise de transfert prendra fin (affectant de nombreux partenariats, sociétés S et entreprises individuelles), et l'exonération fiscale à vie sur les successions, les donations et les transferts entre générations sera réduite de moitié (d'environ 28 millions de dollars à 14 millions de dollars pour un couple marié). Il est important de noter que le taux d'imposition des sociétés de 21 % inclus dans la TCJA était un changement permanent.

Au total, si les dispositions temporaires de la TCJA disparaissent, cela entraînerait une réduction de 1,8 % du revenu après impôt pour tous les ménages américains et une réduction de 3,1 % pour le 1 % des contribuables les plus riches.²⁶ La Tax Foundation estime qu'environ 62 % des contribuables verraient leurs impôts augmenter.

Maintenant que le parti républicain contrôle les deux chambres du Congrès, nous nous attendons à ce que la plupart, sinon la totalité, des dispositions temporaires affectant les individus soient prolongées pendant à plus long terme. Néanmoins, compte tenu des marges serrées à la Chambre et au Sénat, cela pourrait nécessiter un



certain compromis sur des domaines tels que le plafond des déductions fiscales au niveau des États et des collectivités locales. En outre, le processus de réconciliation exige que la législation soit neutre en termes de déficit sur une période de dix ans. Cela signifie que des taux d'imposition des sociétés encore plus bas pourraient se heurter à des obstacles, même avec un président républicain et un Congrès contrôlé par les républicains. L'impact économique et personnel d'une éventuelle évolution de politique fiscale ne devrait pas se faire sentir avant 2026.

Nous observons également l'impact de la politique fiscale sur la migration. L'analyse de Michael Cembalest, notre président de la stratégie de marché et d'investissement, montre qu'aux États-Unis, la quasi-totalité des 20 principales migrations interétatiques proviennent d'États à forte fiscalité, comme l'État de New York, la Californie et l'Illinois, vers des États à faible fiscalité ou sans fiscalité, comme la Floride, le Texas, l'Arizona et le Nevada. Nous observons par ailleurs des tendances similaires en dehors des États-Unis. Les familles se déplacent de plus en plus vers des pays comme l'Italie, la Suisse, Dubaï, la Grèce et l'Espagne. Les principaux facteurs à l'origine de cette évolution sont l'attrait des politiques fiscales et les préoccupations liées aux perturbations géopolitiques et à la sécurité.

²⁶ Oshagbemi, C. et Sheiner, L. (2024). Which provisions of the Tax Cuts and Jobs Act expire in 2025? Brookings.

PLUSIEURS DISPOSITIONS IMPORTANTES DE LA TCJA ARRIVERONT À EXPIRATION FIN 2025

Tranches d'imposition sur le revenu

Pour la plupart des contribuables individuels, les tranches d'imposition augmenteraient (le taux le plus élevé passerait de 37 % à 39,6 %).

Impôt minimum de remplacement (AMT)

La TCJA a relevé l'exonération de l'AMT de 54 300 à 70 300 dollars pour les particuliers et de 84 500 à 109 400 dollars pour les couples mariés. Elle a également suspendu la déductibilité de nombreuses dépenses, notamment celles liées à certains frais de gestion de placements. La suppression de l'abattement rétablirait la déductibilité de ces dépenses, soumettant ainsi indirectement un plus grand nombre de contribuables assujettis à l'AMT, ce qui interdirait ces déductions.

Déduction de l'impôt national et local (SALT)

En vertu de la TCJA, un contribuable peut demander une déduction détaillée pouvant aller jusqu'à seulement 10 000 dollars (5 000 dollars pour les couples mariés déclarant séparément) pour le total des impôts sur le revenu des États et locaux payés. La suppression annulerait ce plafond, bien que, comme nous l'avons indiqué ci-dessus, avec la réduction de l'exonération de l'AMT (en vertu de laquelle les paiements SALT ne sont pas déductibles), de nombreux contribuables pourraient ne pas être en mesure de profiter de cette déduction.

Déduction des intérêts hypothécaires

La déduction des intérêts sur « l'endettement d'acquisition » est limitée aux intérêts attribuables au principal de la dette jusqu'à 750 000 dollars (375 000 dollars pour les couples mariés déclarant séparément). La suppression rétablirait les limites de 1 million de dollars/500 000 dollars sur le capital de la dette. En outre, il pourrait y avoir une plus grande liberté pour déduire les intérêts payés sur les prêts sur valeur domiciliaire, tels que les HELOC.

Déduction pour revenus d'entreprise qualifiés (QBI)

La déduction QBI a été introduite par la loi TCJA. Cette disposition permet aux contribuables non constitués en société de déduire jusqu'à 20 % de leurs « revenus d'entreprise qualifiés » (QBI) provenant d'une société de personnes, d'une société S ou d'une entreprise individuelle. La suppression éliminerait cette déduction.

Dons à des organisations caritatives

De 2018 à 2025, la limite de déduction annuelle pour les contributions aux organisations caritatives publiques a été augmentée à 60 % du revenu brut ajusté. La limite devrait revenir à 50 %.

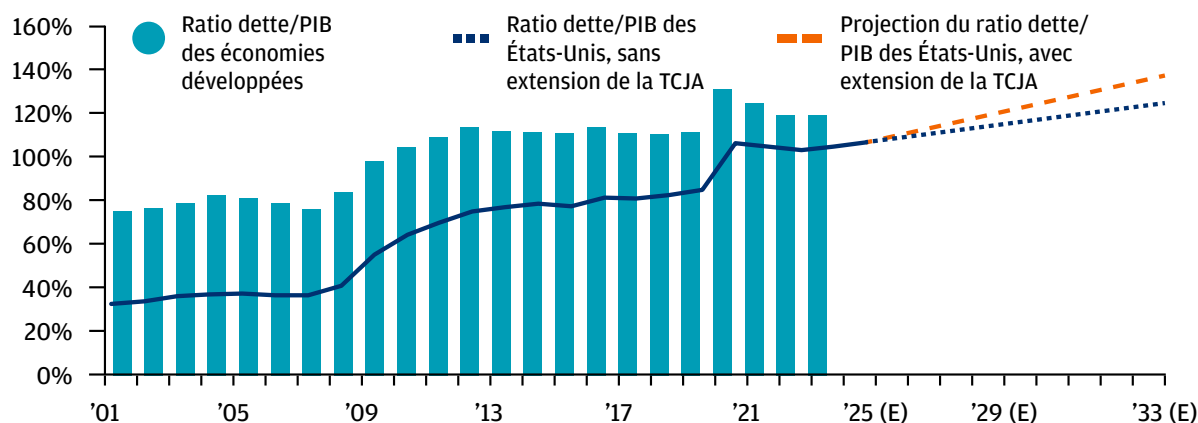
Impôt sur les successions et les donations

En vertu de la TCJA, le montant de base de l'exclusion à vie pour les droits de donation et de succession a été doublé pour atteindre 10 millions de dollars, ajusté annuellement en fonction de l'inflation. En 2024, le montant d'exclusion à vie est de 13,61 millions de dollars pour les particuliers et de 27,22 millions de dollars pour les couples. L'arrivée à échéance de la loi pourrait limiter considérablement la capacité de faire un don et/ou de transférer au décès en ramenant ce montant à probablement quelque 7 millions de dollars pour les particuliers (environ 14 millions de dollars pour les couples mariés) avant de maximiser l'exclusion et d'encourir un impôt forfaitaire de 40 % sur l'excédent.

Source : « A Look Ahead at Expiring Tax Provisions », Tax Foundation. Consulté le 12 décembre 2023.

DÉPENDANCE VIS-À-VIS DES EMPRUNTS : LA DETTE SOUVERAINE MONDIALE CONTINUE D'AUGMENTER, EN PARTICULIER AUX ÉTATS-UNIS

Dettes en % du PIB pour les économies développées



Sources : Fonds monétaire international. Données au 31 décembre 2023.
Bureau du budget du Congrès américain, Haver Analytics. Données au 18 juin 2024.

13

Gestion de la volatilité des taux

2025 pourrait être une nouvelle année où la gestion active des obligations jouera un rôle important dans les portefeuilles d'investissement. En 2024, nos clients ont contribué à plus de 20 milliards de dollars aux échelles obligataires. Bien que nous soyons convaincus que les rendements de départ des obligations créent de la valeur, en particulier dans le contexte d'un cycle d'assouplissement, nous encourageons les investisseurs à envisager l'adoption de stratégies d'obligations actives en complément des stratégies passives.

Tout d'abord, les investisseurs doivent prendre en compte les perspectives d'évolution de la dette souveraine et des déficits dans de nombreux pays développés. La dette souveraine mondiale représente actuellement 110 % du PIB des économies avancées, et le Congressional Budget Office (CBO) prévoit que la dette fédérale américaine détenue par le public atteindra 122 % du PIB d'ici 2034. **Les marchés pourraient considérer tout type de politique budgétaire expansionniste et toute augmentation des dépenses publiques comme une raison d'exiger des rendements plus élevés pour la détention de dette souveraine à long terme.**

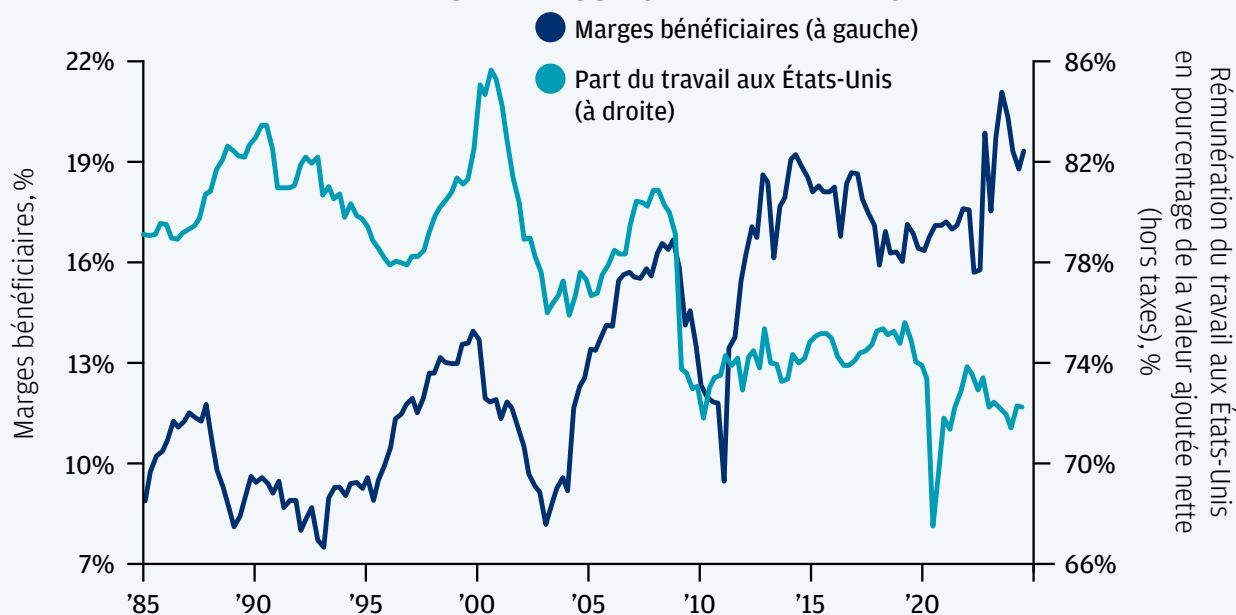
Même si elle s'est stabilisée, l'inflation reste plus élevée qu'au cours du cycle précédent, et une simple petite impulsion budgétaire pourrait suffire à déclencher une accélération des pressions sur les prix. La volatilité implicite des marchés obligataires a doublé depuis le début du cycle mondial de hausse des taux à la fin de l'année 2021.

L'investissement passif en obligations peut être un moyen efficace d'acheter et de conserver des obligations jusqu'à leur échéance, mais nous pensons que la gestion active du risque de taux d'intérêt (duration) et du risque de crédit peut offrir des opportunités de rendements améliorés. Détenir des fonds obligataires actifs permet également d'accéder à davantage de sous-secteurs du marché des obligations (tels que le crédit titrisé et les obligations municipales à haut rendement) qui ne sont pas bien représentés dans les indices. En réalité, le gestionnaire actif médian d'obligations a historiquement surperformé son indice de référence de 20 à 60 points de base au cours des cinq dernières années.²⁷

Quelle que soit l'approche privilégiée, prenez du recul et voyez la situation dans son ensemble : détenir des obligations est une stratégie essentielle pour diversifier un portefeuille face au risque des marchés actions. Nos clients ont encore plus de 600 milliards

de dollars (26 % de leurs actifs sous surveillance) investis dans des titres à échéance à un an. Nous pensons qu'il est préférable de détenir des obligations plutôt que des liquidités et qu'il est prudent d'adopter à la fois des stratégies actives et passives.

À MESURE QUE LES MARGES BÉNÉFICIAIRES AUGMENTENT, LA PART DES REVENUS DU TRAVAIL DIMINUE



Source : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Données au 30 juin 2024.

14 Risque anti-trust

Même si nous prévoyons une reprise des accords d'entreprises et une réduction des mesures anti-trust sous l'administration Trump, les politiques anti-trust constituent toujours un risque à long terme pour les marchés. L'augmentation des marges bénéficiaires des entreprises américaines (désormais 2,5 points au-dessus des niveaux d'avant la pandémie) et la diminution de la part du travail dans les revenus des entreprises pourraient intensifier cette résistance du gouvernement. Il est fort possible que le ministère américain de la Justice et la Commission européenne poursuivent leurs actions.

Les décideurs politiques et l'électorat semblent avoir le sentiment que le déclin à long terme de la part du travail dans la production des entreprises, s'il n'est pas perturbé, pourrait conduire à une

plus grande concentration des entreprises, à une diminution du pouvoir de négociation des travailleurs et à un glissement vers un système fiscal qui favorise le capital et les entreprises au détriment des revenus du travail. En d'autres termes, tant les électeurs que les décideurs politiques pourraient chercher à atténuer, voire à inverser, ce déclin à long terme en limitant les fusions et acquisitions des grandes entreprises.

Nous attirons toutefois l'attention sur un point important : les gouvernements considérant de plus en plus les données et les technologies comme des actifs stratégiques, certaines grandes entreprises technologiques fonctionnent réellement comme des monopoles tolérés. Cette situation pourrait rester inchangée même si l'activité anti-trust globale s'intensifie.

15

Montée des mouvements antisystèmes



Les élections américaines ont peut-être dominé l'attention des investisseurs au cours du second semestre 2024, mais les impacts du super-cycle électoral mondial se feront sentir en 2025. Partout dans le monde, une tendance claire s'est dégagée. Pour la première fois depuis 1905, année depuis laquelle nous disposons de données pertinentes, tous les partis politiques au pouvoir dans les économies développées qui ont été confrontés à une réélection en 2024 ont perdu une partie de leur électorat.

Parmi les élections de l'année écoulée :

- **Parlement de l'Union européenne**
La présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, va exercer un nouveau mandat, mais plusieurs partis anti-immigration et eurosceptiques ont gagné du terrain.
- **France**
Le président Emmanuel Macron a sauvé une coalition, mais le Rassemblement national de Marine Le Pen continue de menacer le système républicain.
- **Royaume-Uni**
Les conservateurs ont subi une défaite cuisante.
- **Japon**
Le Parti libéral-démocrate a perdu.
- **Suède, Finlande et Nouvelle-Zélande**
Les gouvernements de centre-gauche ont perdu.
- **Australie et Belgique**
Les gouvernements de centre-droit ont perdu.
- **Inde**
Le BJP du Premier ministre Narendra Modi a perdu sa majorité.

Dans le reste du monde, le président russe Vladimir Poutine a obtenu un mandat de six ans lors d'élections sans opposition viable. Au Mexique, la présidente Claudia Sheinbaum a remporté une victoire écrasante qui a permis une réforme judiciaire controversée et une nouvelle loi exigeant que les salaires dépassent l'inflation.

Si les investisseurs évaluent les implications des changements de pouvoir sur le plan mondiale, ils doivent également surveiller le risque que les personnalités politiques antisystèmes continuent de représenter pour les marchés. À l'avenir, les investisseurs ne devraient pas seulement penser au risque politique en termes de droite et de gauche, mais également en termes de système et d'antisystème. Selon nous, la menace des partis antisystèmes pourrait conduire à une plus grande volatilité politique et économique. Cela souligne une nouvelle fois la nécessité de créer des portefeuilles d'investissement résilients.

Partie 04

Renforcer la résilience des portefeuilles

Diagnostic patrimonial

Valorisation du revenu

Défense contre l'inflation

Nouvelle configuration
des rendements

La ruée vers l'or



Afin de protéger la récente croissance patrimoniale des ménages et gérer la volatilité macroéconomique accrue (due à une inflation plus élevée, à des décideurs politiques plus actifs et à une moindre mondialisation, pour ne citer que quelques facteurs de causalité), les investisseurs ont besoin de portefeuilles résilients. Selon nous, trois approches (miser davantage sur des actifs versant des revenus, envisager des actifs aux rendements moins corrélés et susceptibles d'atténuer la menace inflationniste et utiliser des options et stratégies de produits dérivés pour modifier les profils de risque et de rendement) peuvent aider les portefeuilles à résister aux chocs inattendus.





16

Diagnostic patrimonial

Au cours de l'année écoulée, le patrimoine net des ménages américains a atteint le niveau record de près de 160 000 milliards de dollars.²⁸ Les données de la Banque centrale européenne indiquent que le patrimoine des ménages de la zone euro est passée de moins de 50 000 milliards d'euros avant la pandémie à 60 000 milliards. Depuis 2019, la génération Y (née entre 1981 et 1996) a presque doublé sa valeur patrimoniale nette, qui est désormais supérieure à celle de la génération X (1965 et 1980) ou des baby-boomers (1946 et 1964) au même âge.

C'est vraiment une bonne nouvelle. Ces gains offrent également l'opportunité d'une réévaluation stratégique de votre portefeuille, que vous pouvez mener en position de force. Pour certains, il s'agit d'un besoin urgent. Prenons un exemple : faute de rééquilibrage, un investisseur avec un portefeuille actions-obligations de 60/40 au début de l'année 2020 disposerait désormais d'une répartition d'actifs de 80/20. Dans de nombreux autres cas, des changements majeurs ne sont peut-être pas nécessaires.

RENFORCER LA RÉSILIENCE DES PORTEFEUILLES

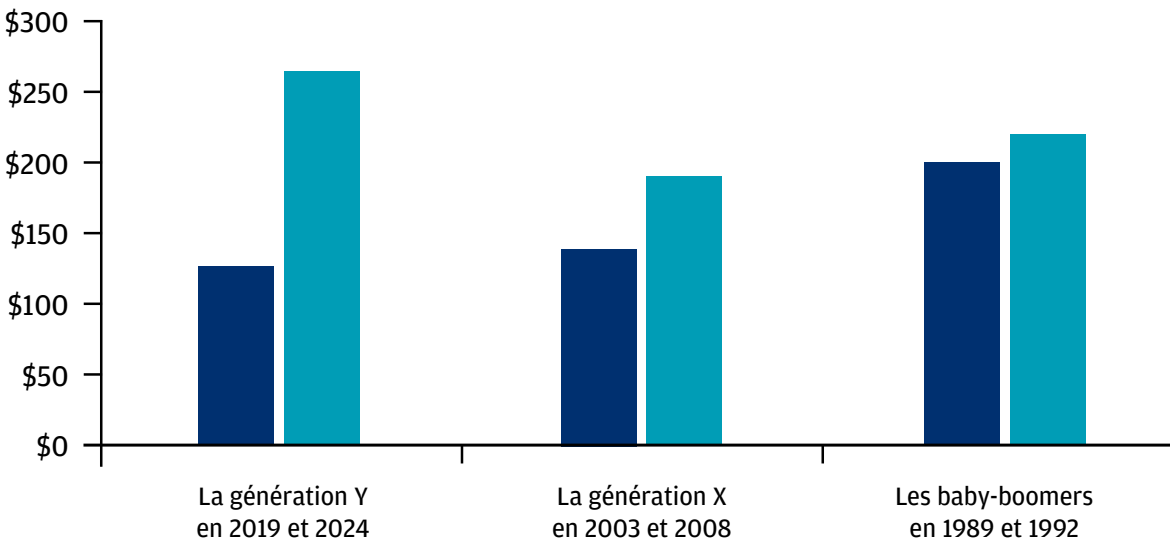
La gestion des positions concentrées est également essentielle pour la résilience du portefeuille. **Nos recherches ont révélé que près de la moitié des sociétés cotées en bourse subissent à un moment donné une perte de valeur catastrophique et que près des deux tiers sous-performent l'indice.**²⁹ En outre, une position concentrée en liquidités peut également nuire à l'atteinte d'objectifs à long terme ou même au maintien du pouvoir d'achat.

C'est le moment opportun pour les investisseurs de réévaluer leurs objectifs ainsi que leur tolérance au risque et de réfléchir

à la manière dont leurs différents actifs convergent vers ces objectifs. Nombre d'entre eux peuvent juger prudent de bloquer les gains et de réduire l'exposition aux indices pleinement valorisés, afin d'atteindre leurs principaux objectifs de style de vie en minimisant les risques. Il existe plusieurs façons de procéder de manière fiscalement efficace, notamment en faisant don des positions appréciées à long terme à des organisations caritatives ou en adoptant des stratégies telles que les contrats à terme prépayés variables afin de monétiser et diversifier les positions concentrées.

LA GÉNÉRATION Y DISPOSE D'UN PATRIMOINE NET SUPÉRIEUR À CELUI DES BABY-BOOMERS ET DE LA GÉNÉRATION X AU MÊME ÂGE

Valeur nette corrigée de l'inflation par génération au même âge, en milliers de dollars



Sources : Réserve fédérale, Bureau of Labor Statistics, Robinson Research. Données au 30 juin 2024.
Remarque : Valeur réelle par ménage mesurée en dollars de 2017, ajustée en fonction de l'IPC. Les barres sombres mesurent le patrimoine lorsque chaque génération avait entre 23 et 38 ans. Les barres claires reflètent le patrimoine lorsque chaque génération avait entre 28 et 43 ans.

²⁸ Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (États-Unis), ménages ; valeur nette, niveau, Banque fédérale de réserve de Saint-Louis, 8 novembre 2024.
²⁹ Cembalest, M., Manoukian, J. et Datta, K. (2024). The Agony & The Ecstasy: The risks and rewards of a concentrated stock position, part IV. J.P. Morgan.

17

Valorisation du revenu



L'un des moyens d'accroître la résilience d'un portefeuille consiste à augmenter la part du rendement total générée par les revenus. De nombreux investisseurs chercheront de nouvelles sources de revenus à mesure que les rendements des liquidités et des bons du Trésor baissent. Si l'on se fie à l'histoire, entre 600 et 2 200 milliards de dollars d'actifs des fonds du marché monétaire seront déplacés pour trouver un nouveau domicile.

Les obligations de base (dettes souveraines, publiques et d'entreprises de qualité) constituent la source de rendement privilégiée. Les obligations d'entreprises de qualité offrent toujours un rendement supérieur à 5 %. Les spreads de crédit sont serrés, mais sont soutenus par un faible risque de dégradation et une qualité de crédit élevée.

Bien que les rendements soient soumis aux fluctuations du marché, les investisseurs à haut rendement peuvent trouver des opportunités de rendements attrayants, potentiellement supérieurs à 5 %, même avec un potentiel élargissement des spreads. En outre, les contribuables américains pourraient envisager d'investir dans des actions préférentielles, qui peuvent générer un revenu fiscalement avantageux d'environ 6 % à 7 %.

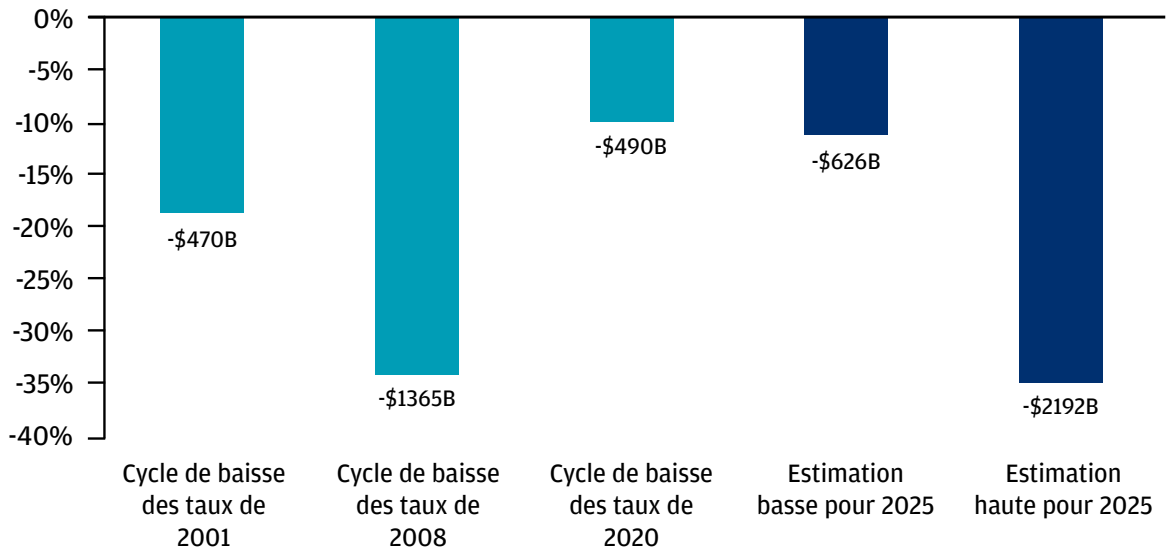
N'oubliez pas non plus les actions à dividendes, qui se négocient avec une forte décote par rapport au marché. De plus, les actions à dividendes de qualité ont tendance à ne présenter que 80 % de la volatilité du marché dans son ensemble. En d'autres termes, elles peuvent offrir une expérience d'investissement moins volatile à une valorisation potentiellement plus basse.

Enfin, les investissements illiquides dans des secteurs tels que la dette privée, les infrastructures, l'immobilier et le financement adossé à des actifs peuvent offrir des opportunités de revenus potentiels de l'ordre de 5 à 10 % et présentent souvent de faibles corrélations avec les actions et les obligations.

À mesure que le cycle d'assouplissement mondial se poursuit et que les taux sans risque diminuent, les sources de revenus plus risquées pourraient devenir plus attrayantes à l'horizon 2025.

JUSQU'À 2 000 MILLIARDS DE DOLLARS DE LIQUIDITÉS POURRAIENT TROUVER UN NOUVEAU FOYER

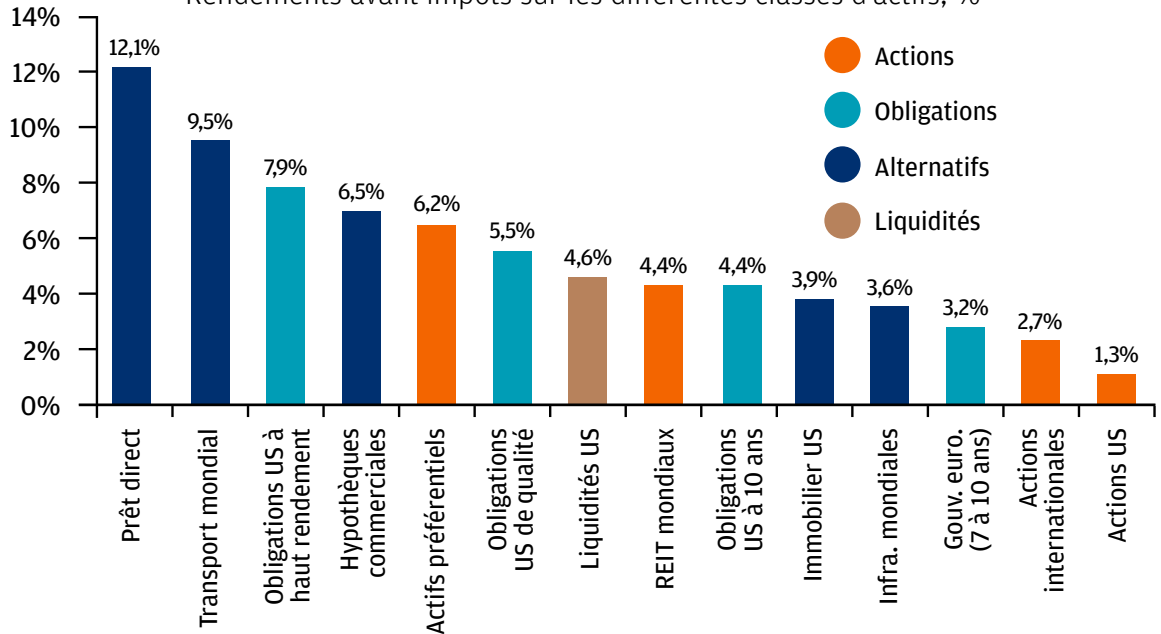
Baisse cumulée des actifs des fonds monétaires au cours des précédents cycles de baisse des taux, %



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 30 septembre 2024.

LE RENDEMENT PRENDRA DE LA VALEUR À MESURE QUE LES TAUX D'INTÉRÊT BAISSERONT

Rendements avant impôts sur les différentes classes d'actifs, %



Sources : BAML, Bloomberg Finance L.P., Clarkson, Cliffwater, Drewry Maritime Consultants, Réserve fédérale, FTSE, MSCI, NCREIF, FactSet, Wells Fargo, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 août 2024.



18

Défense contre l'inflation

Les obligations de base constituent toujours un élément de diversification essentiel dans les portefeuilles d'investissement. Toutefois, un autre moyen d'améliorer la résistance d'un portefeuille consiste à intégrer des actifs susceptibles d'atténuer le risque lié à l'inflation. Les portefeuilles traditionnellement diversifiés ont été confrontés à un sérieux défi au cours des quatre dernières années, car les actions et les obligations ont souvent évolué dans la même direction, c'est-à-dire qu'elles étaient positivement corrélées. En 2022, lorsque l'inflation a atteint un pic, les actions et les obligations ont toutes deux chuté fortement.

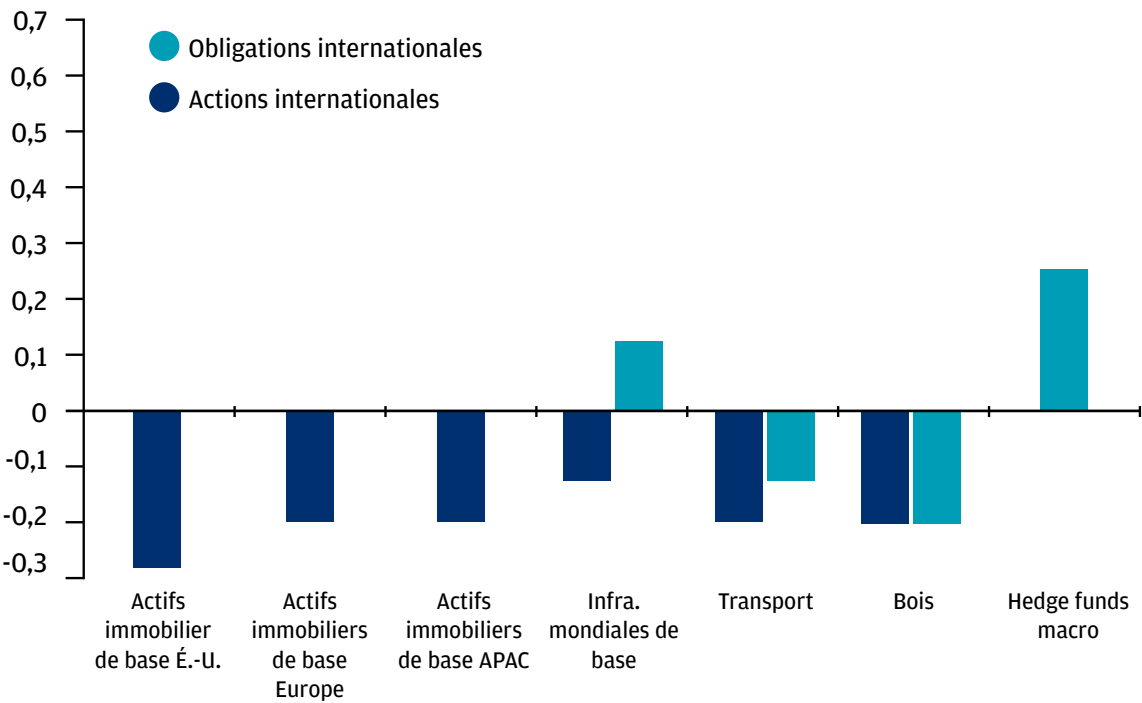
Cela a rappelé aux investisseurs que si les obligations peuvent contribuer à diversifier leur portefeuille contre les chocs de croissance, elles ne peuvent pas protéger des chocs inflationnistes. **À long terme, nous pensons que la corrélation négative entre actions et obligations se maintiendra.**

Néanmoins, nous estimons qu'il existe un fort avantage à détenir des actifs permettant de diversifier à la fois des actions et des obligations.

Quels actifs répondent à ce critère ? Historiquement, l'immobilier, les matières premières et les infrastructures ont montré de faibles corrélations avec les actions et les obligations. Dans le même temps, les stratégies de hedge funds diversifiés ont fait leurs preuves dans la période post-COVID. Les hedge funds composites ont surperformé les obligations de base de 20 % au total depuis fin 2020. À l'avenir, nous pensons que les hedge funds pourraient capter plus de 80 % de la hausse d'un portefeuille traditionnel 60/40, avec une volatilité réduite de moitié. Nous nous intéressons également à des actifs encore plus spécialisés (tels que les redevances) qui fournissent des flux de trésorerie stables avec peu ou pas de corrélation avec les marchés traditionnels.

PLUSIEURS ACTIFS DES MARCHÉS PRIVÉS ONT OFFERT DES CORRÉLATIONS NÉGATIVES AUX ACTIONS ET AUX OBLIGATIONS

Corrélation des rendements trimestriels du T1 2008 au T1 2024



Sources : Bloomberg Finance L.P., Burgiss, Cliffwater, FTSE, HFRI, MSCI, NCREIF, J.P. Morgan Asset Management.
Données au 31 août 2024.

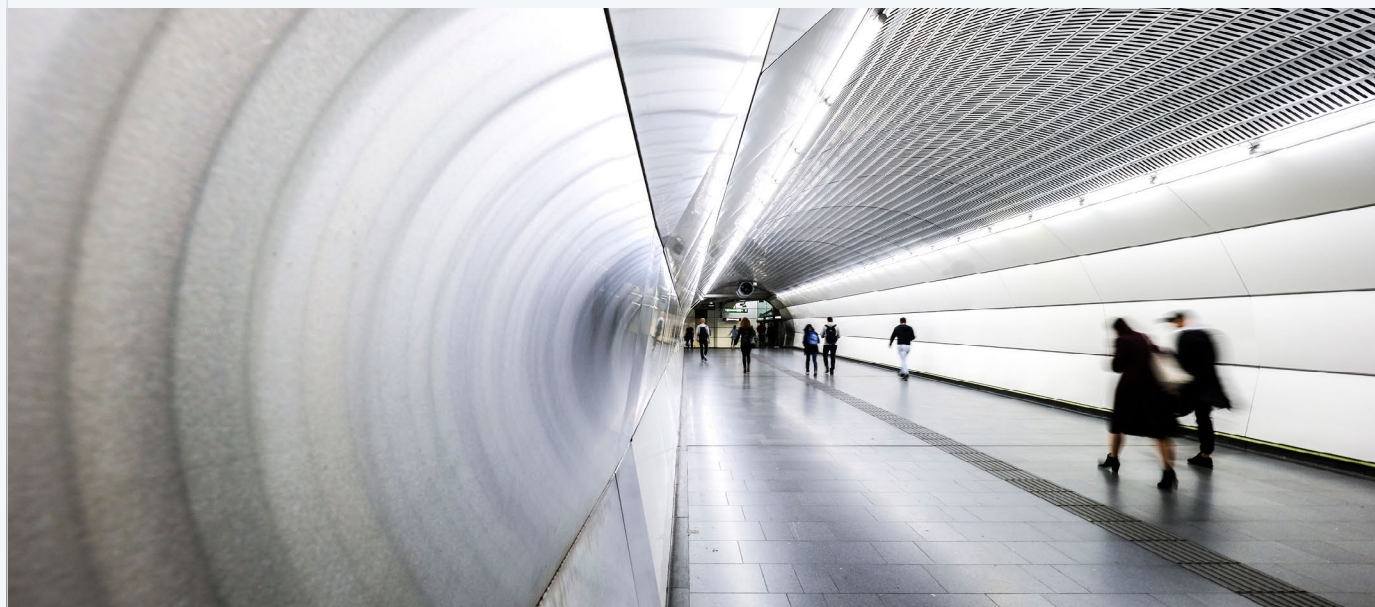
19

Nouvelle configuration des rendements

Voici une troisième façon d'aborder la résilience des portefeuilles : pensez à utiliser des outils tels que les options pour modifier le profil de risque et de rendement des actifs sous-jacents. Cette stratégie pourrait assurer une protection des risques à la baisse tout en préservant un certain potentiel de hausse.

Les options peuvent potentiellement préserver le capital, offrir une exposition à une niche et générer des revenus. De même, les fonds négociés en bourse (ETF) actifs peuvent utiliser des stratégies d'options qui cherchent à générer des revenus à partir d'une classe d'actifs sous-jacente ou à offrir une volatilité réduite par rapport à l'exposition directe aux actions.

Les obligations structurées peuvent atteindre des résultats semblables avec une plus grande spécificité individuelle. Historiquement, nous avons constaté que les obligations indexées sur actions ont généré les deux tiers du rendement des marchés boursiers au sens large tout en offrant également (c'est là leur principal atout) des rendements positifs sur les marchés boursiers en baisse. Historiquement, les obligations structurées indexées sur des actions ont également surperformé les actions préférentielles et les obligations à rendement élevé, tant sur les marchés haussiers que baissiers. Nous pensons que les investisseurs pourraient envisager des stratégies qui reconfigurent les rendements pour intégrer une protection contre la baisse tout en maintenant une exposition à la hausse en 2025.



20

La ruée vers l'or

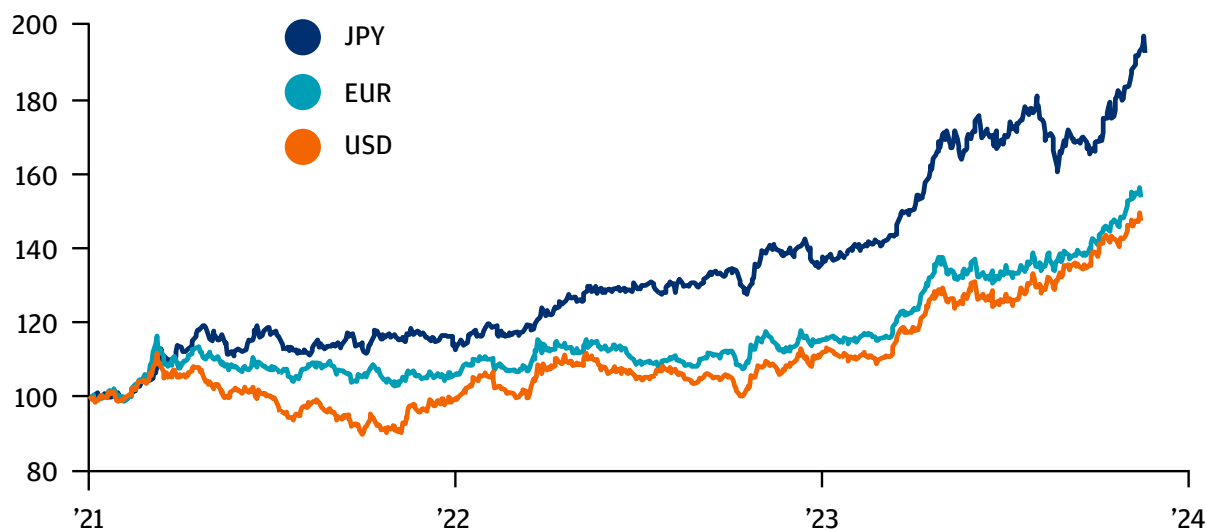
L'or a atteint de nouveaux sommets historiques en 2024, et nous voyons de solides arguments en faveur d'une poursuite de cette tendance en 2025. Cette matière première peut jouer un rôle important dans la constitution de portefeuilles résilients. Nous nous attendons à ce que les prix de l'or bénéficient d'un soutien continu de la part des banques centrales, en particulier dans les pays émergents, qui achètent 1 500 tonnes d'or de plus par an qu'avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La Banque populaire de Chine ne détient toujours que 5% de ses réserves en or, contre 60% pour la BCE et 73% pour la Réserve fédérale (Fed).³⁰ **Les entrées de capitaux dans les ETF sur l'or ont été inexistantes en 2024, mais la nouvelle demande des investisseurs particuliers, confrontés à une**

baisse des taux d'intérêt sans risque en 2025, pourrait faire grimper les prix.

L'or, la valeur refuge traditionnelle, peut constituer une couverture intéressante contre les risques géopolitiques et les incertitudes entourant la dette souveraine et les déficits. Dans une étude portant sur environ 50 événements géopolitiques depuis la Seconde Guerre mondiale, nous avons constaté que l'or constituait une couverture fiable à court terme contre la volatilité des marchés boursiers.³¹ Enfin, nous pensons que le dollar américain est structurellement surévalué. L'or reste un moyen efficace de diversifier l'exposition aux devises.

L'OR A SURPASSÉ LES PRINCIPALES DEVISES, EN PARTICULIER LE YEN

Indice du prix de l'or, 100 = 2021



Source : FactSet. Données au 31 octobre 2024.

³⁰ Attar, H. et Ademolu-Odeneye, I. (2024). The Next Shift in the Gold Market. Bridgewater.

³¹ Seydl, J. (2024). How do geopolitical shocks impact markets? J.P. Morgan.

Partie 05

Évolution du paysage d'investissement

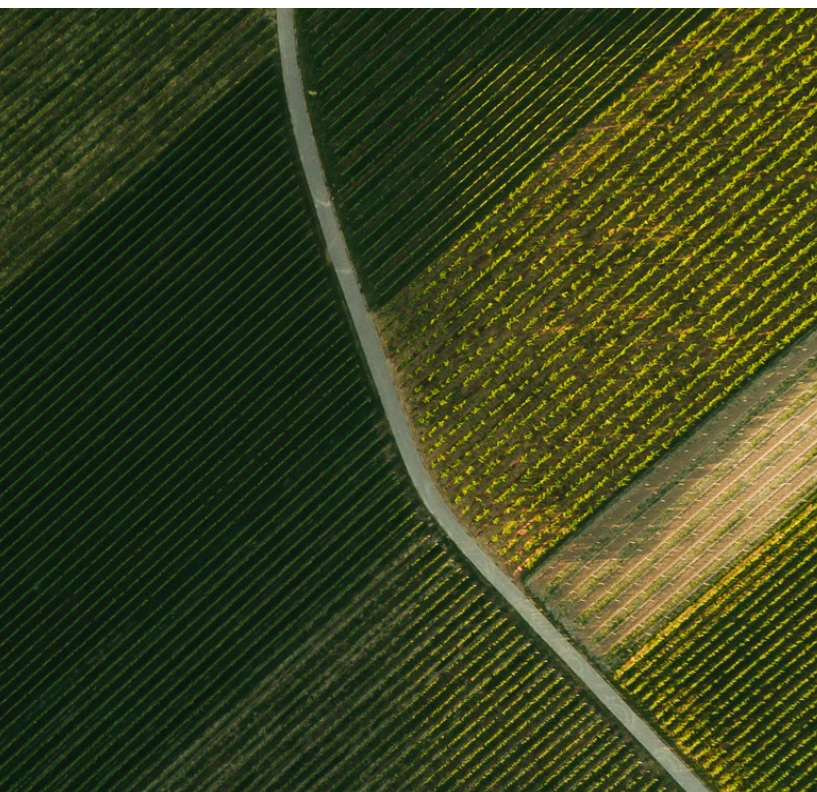
Fonds alternatifs
perpétuels

Sports et streaming

La conquête spatiale
au 21e siècle

Gestion des passifs

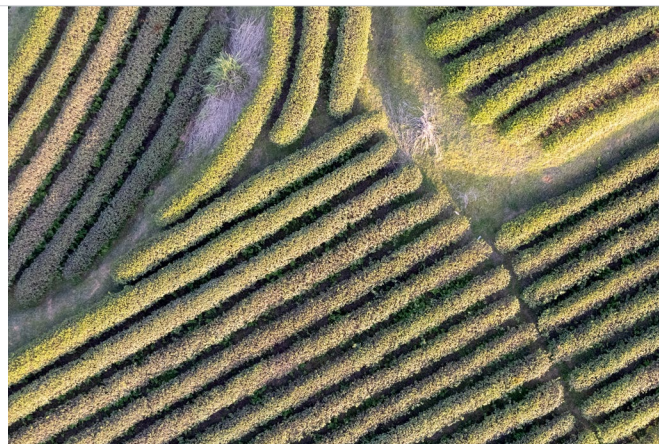
Villes réimaginées



L'innovation en matière d'investissement arrive parfois par vagues. Nous pensons que 2025 sera une année d'innovation, car le secteur explore de nouveaux horizons. Bien que ces opportunités ne puissent pas devenir une partie essentielle de votre portefeuille, vous pouvez trouver des ajouts raisonnables mais significatifs à vos positions.



21 Fonds alternatifs perpétuels



Un nouveau domaine, les fonds alternatifs à capital variable et perpétuels, gagne en popularité. En effet, 50 % de nos engagements alternatifs en 2024 étaient dans des structures de fonds perpétuels, contre 33 % l'année précédente. Alors que de nombreux fonds d'actifs alternatifs ont une date de fin ou une maturité fixe, les fonds perpétuels ouverts (sans date de fin fixe) ont commencé à décoller.

Les fonds de crédit privé perpétuels ont accumulé des actifs au début des années 2020, en partie parce que les réglementations limitaient la capacité des banques à accorder des prêts. En 2025, nous nous attendons à ce que les fonds de capital-investissement perpétuels connaissent une trajectoire de croissance similaire.

Aujourd'hui, le capital-investissement perpétuel est concentré : environ 75 % des actifs actuels sous gestion sont investis dans les 20 principales stratégies. Mais en 2025, nous nous associerons à plusieurs gestionnaires pour développer des stratégies grâce auxquelles nous pensons pouvoir offrir une exposition diversifiée au capital-investissement dans des véhicules semi-liquides. En effet, 50 fonds sont actuellement en cours d'enregistrement auprès de la SEC et devraient être lancés dans les prochains mois.³²

Les fonds alternatifs perpétuels offrent quelques avantages clés : accès à des stratégies d'investissement privé à des montants d'investissement minimums plus bas ; la possibilité d'acheter dans un portefeuille d'investissement

expérimenté ; et surtout, la possibilité d'accéder à la liquidité de manière périodique (par exemple, mensuelle ou trimestrielle). Les fonds perpétuels offrent également une approche plus simple par rapport aux fonds fermés. S'investir pleinement au bon poids stratégique ne nécessite qu'une décision unique, et votre capital peut être réinvesti pour se composer au fil du temps.

En même temps, nous notons quelques mises en garde. Les stratégies perpétuelles ont tendance à avoir des frais plus élevés et des rendements plus faibles que les fonds fermés qui "tirent" leur capital des investisseurs. Il est important de noter que les calendriers de rachat des fonds perpétuels peuvent être affectés par l'illiquidité occasionnelle de leurs investissements sous-jacents. Cela pourrait être un défi : les investisseurs ont tendance à vouloir de la liquidité surtout pendant les périodes de stress économique et de marché.

Nous pensons que les stratégies perpétuelles ouvertes et les stratégies fermées de tirage peuvent être complémentaires dans un portefeuille d'investissement diversifié. Les investisseurs qui privilégient la simplicité peuvent mettre l'accent sur les stratégies perpétuelles, tandis que ceux qui se concentrent sur le rendement absolu pourraient se tourner davantage vers les fonds de tirage traditionnels.

³² Flynn, K., McCulloch, B., Hagen, J., Gaskill, L., & Becker, L. (2024). Mise à jour de marché T2 2024 des FEC non cotés de XA Investments. XA Investments.



22 Sports et streaming

Traditionnellement, posséder une équipe sportive avait plus en commun avec posséder un Rembrandt ou une collection de voitures classiques qu'avec posséder des actions cotées et non cotées. Mais à mesure que les ligues sportives assouplissent leurs règles de propriété, les investisseurs sportifs potentiels peuvent explorer de nouveaux horizons.

L'argument en faveur de l'investissement dans le sport est simple. **Premièrement, les événements sportifs sont l'une des rares expériences médiatiques qui attirent de manière fiable un public important.** Pas étonnant que la valeur totale des fusions et acquisitions et des investissements sportifs ait augmenté de 8 fois au cours des cinq dernières années, tandis que toutes les fusions et acquisitions et investissements publics ont diminué de 40%.³³

Deuxièmement, les barrières à l'entrée restent élevées pour toute nouvelle franchise sportive, un avantage pour tout propriétaire de franchise existante. Le nombre de franchises aux États-Unis est strictement régi par les règles de leurs ligues respectives, et la hiérarchie mondiale des ligues semble établie.³⁴

ÉVOLUTION DU PAYSAGE D'INVESTISSEMENT

Mais l'investissement dans le sport comporte des défis. Les partenaires historiques les plus importants des ligues, les réseaux de télévision traditionnels (terrestres), semblent être dans un état de déclin inexorable. Nous ne serions pas surpris de voir les acteurs traditionnels des médias se consolider, tandis que les services de streaming technologiques paient des primes croissantes pour accéder aux droits sportifs.

En fin de compte, le scénario haussier pour l'investissement dans le sport semble susceptible de prévaloir. La National Football League (NFL) assouplit également ses règles d'investissement pour permettre l'injection de plus de capital institutionnel, et les changements majeurs dans l'athlétisme collégial nécessiteront probablement des solutions de capital. Nous nous attendons à ce que l'activité de transaction et l'investissement en actions et en crédit dans le sport et les actifs liés au sport dépassent d'autres industries.

À VOS MARQUES : L'INVESTISSEMENT DANS LE SPORT PEUT BÉNÉFICIER DE RÈGLES DE PROPRIÉTÉ ASSOULIES

Thèmes d'investissement prévus pour les fonds de capital-investissement

Équipes	Objets de collection
Propriété majoritaire dans des franchises sportives*	Cartes à échanger, souvenirs, NFT
Propriété majoritaire dans des franchises sportives	Vêtements
Joueurs/Talents	Immobilier
Services liés à la performance des joueurs**	Financement d'équipes sportives et de stades
Logiciels d'analyse sportive	Arènes/pistes/terrains de golf
Agences sportives	Développements immobiliers adjacents aux arènes
Souscription de contrats de joueurs	Franchises de fitness adjacents au sport
Médias	Opérations
Droits médiatiques et streaming	Gestion de lieux (billets, sponsors, concessions, etc.)
Engagement sur les réseaux sociaux/fans	Équipements pour stades, événements et athlètes
Médias destinés aux fans de sport	Applications de billetterie tierces
Ligues	Paris
Ligues sportives émergentes	Sports fantastiques
Académies sportives pour jeunes	Applications/sites de paris
Camps d'été	Paris en direct
Jeux vidéo	
Esports (streaming, compétitions)	
Jeux vidéo de sport	

Sources : Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management. Données de 2024. *Bien que la propriété majoritaire par des fonds de capital-investissement ne soit actuellement pas autorisée dans les quatre plus grandes ligues sportives américaines, certaines ligues émergentes et internationales le permettent.

**Inclut la formation, l'entraînement et le développement des joueurs ; la réhabilitation physique, la biomécanique, la nutrition, la stratégie mentale, etc.

³³ Cembalest, M. (2024). A Piece of the Action. J.P. Morgan Asset Management. Pour en savoir plus, consultez notre article sur l'investissement dans le sport [ici](#).
³⁴ National Football League et Premier League, suivies par la National Basketball Association, puis la Major League Baseball, et la National Hockey League, la Women's National Basketball Association, la Formule 1 et d'autres ligues de football européennes dans un certain ordre.

23

La conquête spatiale au 21^e siècle

L'économie mondiale dépend déjà de l'espace. Les satellites et autres technologies de positionnement, de navigation et de synchronisation sont essentiels aux services de localisation et de communication qui permettent à des industries allant de la télévision à la livraison de nourriture de fonctionner. L'innovation d'entreprises telles que SpaceX a réduit le coût de lancement d'un satellite de 10 fois au cours des 20 dernières années, et nous nous attendons à ce que les améliorations des satellites soutiennent des technologies de communication et d'observation plus efficaces. Cela pourrait être crucial pour la connectivité mondiale et pourrait permettre des avancées dans des processus intensifs en données tels que l'automatisation. D'autres cas d'utilisation incluent l'imagerie pour suivre les mouvements, ce qui pourrait aider à gérer les chaînes d'approvisionnement, à prédire et à répondre aux catastrophes naturelles, et à suivre les projets de construction.

L'espace continuera également d'être un enjeu central pour la sécurité souveraine. **Les demandes budgétaires du Département de la Défense des États-Unis pour les systèmes spatiaux ont augmenté, passant d'environ 9 milliards USD en 2019 à plus de 25 milliards USD en 2025.** L'Inde a posé un vaisseau spatial sur le pôle Sud de la lune. Le Japon et les États-Unis collaborent sur une technologie de positionnement plus précise. Le Pérou, l'Arabie Saoudite et la Thaïlande ont tous priorisé l'espace dans leurs plans de développement économique.

Le tourisme spatial pourrait constituer une industrie de 5 milliards USD par an au cours des 10 prochaines années. Le cabinet de conseil McKinsey & Co. prévoit que l'économie spatiale croîtra à plus de deux fois le rythme du PIB mondial pour la prochaine décennie, devenant une industrie à 2 000 milliards USD d'ici 2035.³⁵



³⁵ Acket-Goemaere, A., Brukardt, R., Klempner, J., Sierra, A., & Stokes, B. (2024). Space: The \$1.8 trillion opportunity for global economic growth. McKinsey & Company.

24

Gestion des passifs

Au cours des deux dernières années, de nombreux emprunteurs ont supporté des coûts d'intérêt basés sur des taux d'intérêt à court terme de plus de 5%. **À mesure que le marché commence à anticiper de futures baisses de taux de politique, les emprunteurs peuvent verrouiller des taux plus bas, que les baisses de taux se matérialisent ou non.** À un moment donné en septembre, il était possible de fixer les coûts d'intérêt de base SOFR à 2,90 %-3,25 % pour 2 à 5 ans, étant donné que les marchés reflétaient un cycle de réduction agressif de la Réserve fédérale. Les clients peuvent encore ajuster leurs coûts d'emprunt en utilisant des outils tels que les swaps de taux d'intérêt vanille et structurés, les plafonds et les collars pour verrouiller ou gérer des taux encore plus bas que ceux actuellement offerts par le marché.

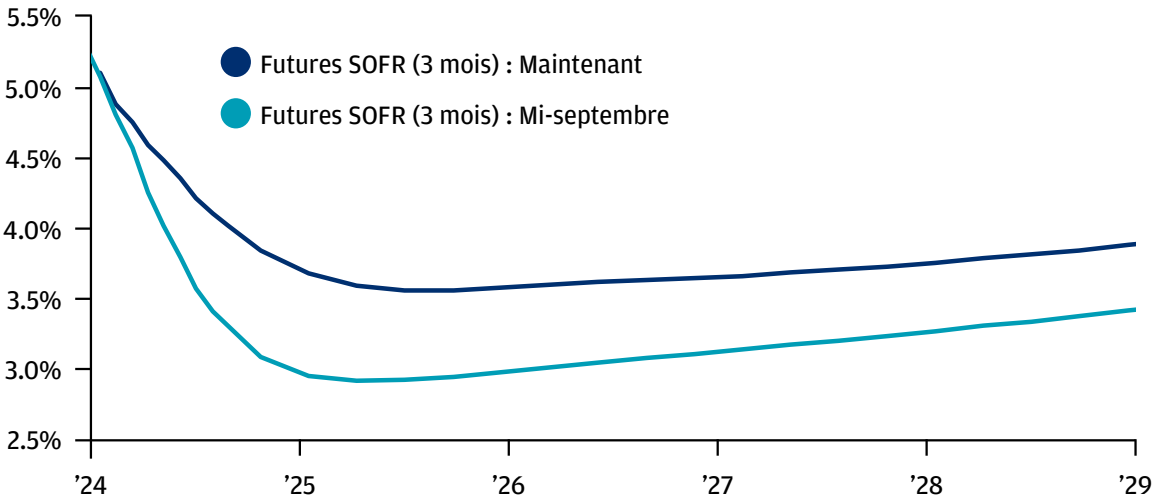
L'activité hypothécaire reflète également une gestion dynamique des conditions du marché, en particulier des attentes en matière de taux d'intérêt. En septembre, les demandes d'achat hypothécaire de J.P. Morgan Private Bank étaient à leurs niveaux les plus élevés depuis juin 2023, et les demandes de refinancement étaient à leur plus haut depuis l'été 2022.

Environ 70 % de nos demandes hypothécaires concernaient des prêts à taux variable, la part la plus élevée depuis au moins cinq ans. Cela suggère que les emprunteurs font de leur mieux pour rechercher les taux les plus bas possibles et s'attendent à ce que les taux baissent à l'avenir.

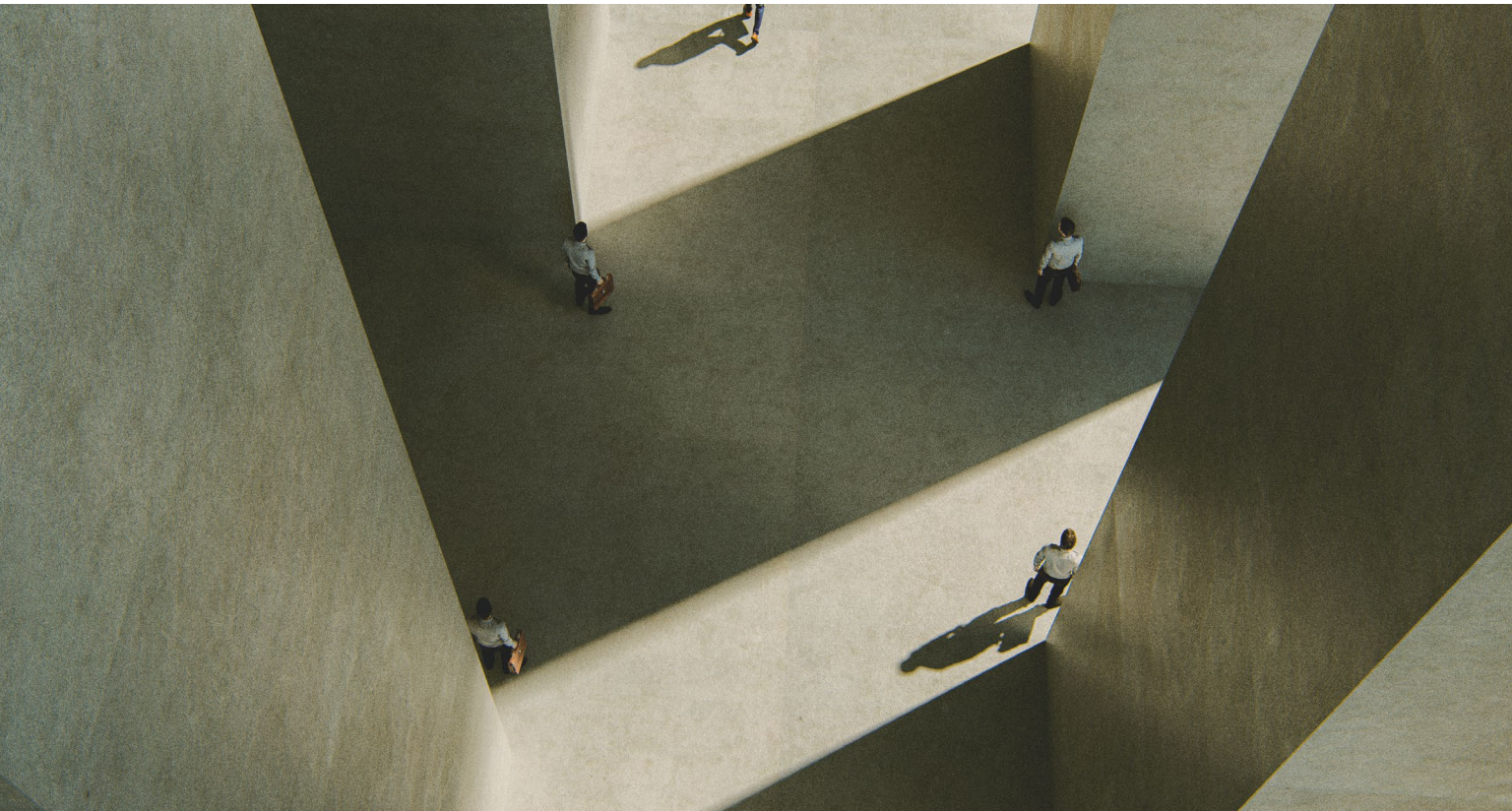
Nous pourrions voir d'autres opportunités comme celle-ci dans l'année à venir. Que vous vous engagiez ou non dans la gestion des passifs, à mesure que les coûts d'emprunt diminuent, nous nous attendons à voir une augmentation de la demande de crédit provenant des lignes de crédit sur valeur domiciliaire (HELOC), des lignes de crédit de portefeuille, et des achats et refinancements hypothécaires. La baisse des taux est également importante pour la planification successorale : les taux de prêt intra-familiaux sont moins contraignants, tout comme les taux de rendement pour les fiducies de rente conservées par le constituant (véhicules dans lesquels l'appréciation des actifs au-dessus du taux de rendement est transmise au bénéficiaire sans impôts successoraux).

LES ATTENTES CHANGEANTES DES MOUVEMENTS DE POLITIQUE DE LA FED
PEUVENT CRÉER DES OPPORTUNITÉS POUR VERROUILLER LES TAUX

Taux d'intérêt à 3 mois attendu, implicite par les contrats à terme SOFR, %



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 23 octobre 2024.



25 Villes réimaginées



ÉVOLUTION DU PAYSAGE D'INVESTISSEMENT

Le paysage physique des villes est en train de changer. C'est un phénomène post-pandémique à portée mondiale.

Même avant le COVID, les villes changeaient. Aux États-Unis, les milléniaux vieillissants migraient vers des zones suburbaines plus abordables. La pandémie et la prolifération des arrangements de travail à domicile ont accéléré cette dynamique. Désormais, les nouveaux développements dans de nombreuses villes américaines (y compris Boston, Indianapolis et la région métropolitaine de Dallas/Fort Worth) présentent des propriétés multifamiliales à faible hauteur avec jardin ; des immeubles de bureaux dans les banlieues de premier plan et les zones urbaines périphériques ; et des commerces de détail à usage mixte réaménagés.

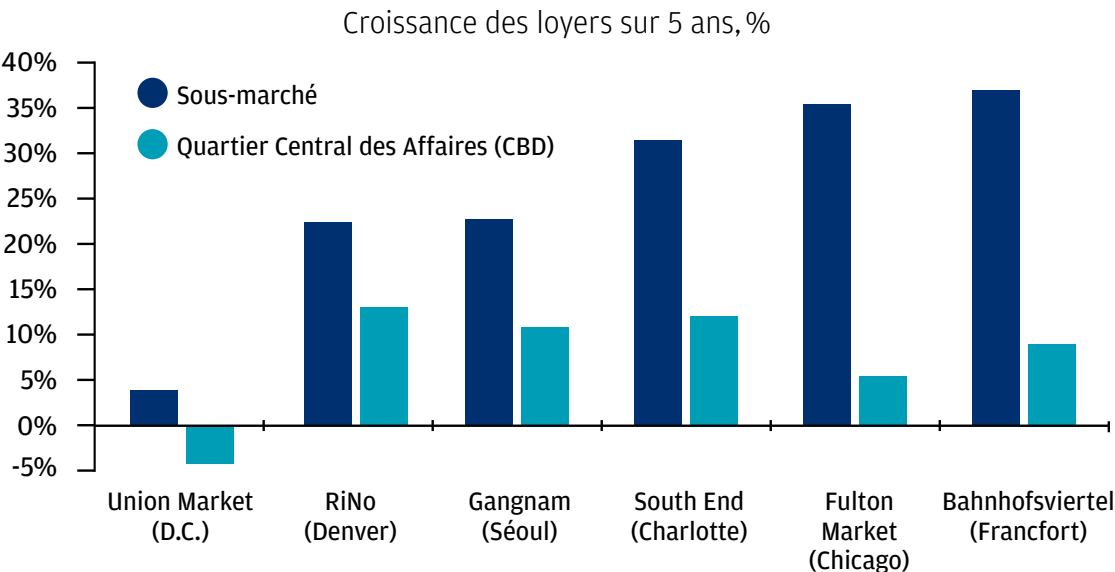
À l'échelle mondiale, la croissance des loyers dans les marchés périphériques urbains et suburbains tels que Gangnam (Séoul), Fulton Market (Chicago) et Bahnhofsviertel (Francfort) a dépassé la croissance des loyers dans les quartiers d'affaires centraux (CBD) de

2,5 à 9 fois au cours des cinq dernières années. Nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive.

Pendant ce temps, les gouvernements municipaux et les investisseurs s'associeront de plus en plus pour convertir les immeubles de bureaux de classe B et C de moindre qualité et plus anciens à des usages plus productifs (par exemple, logements ou même centres de données). Plus de 80 % de l'espace de bureaux dans des villes telles que Chicago, Francfort et Singapour a été construit avant 2015.

Cela dit, la construction de nouveaux espaces de bureaux de classe A certifiés LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) continue de prospérer. Quelques exemples incluent la Salesforce Tower à Sydney et CapitaSpring à Singapour. Le nouveau siège social de J.P. Morgan, qui devrait ouvrir à New York à l'été 2025, sera l'une des nouvelles tours de bureaux changeant les horizons des villes du monde entier.

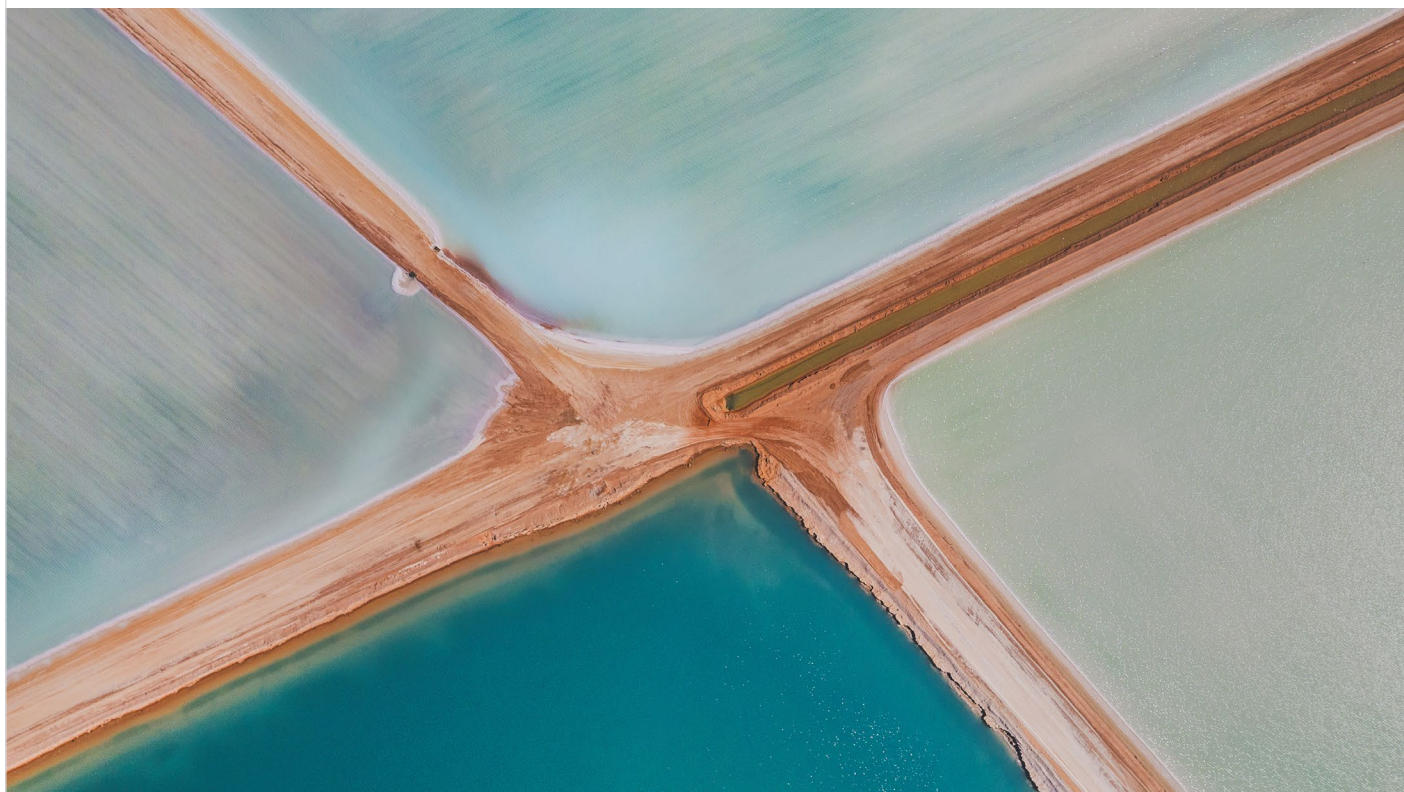
EN DEHORS DES QUARTIERS D'AFFAIRES CENTRAUX DES VILLES, LA CROISSANCE DES LOYERS S'ACCÉLÈRE



Source : JLL Research. Données de mai 2023.

Conclusion

2024 s'est avérée être une année exceptionnelle pour les rendements d'investissement. Nous sommes ravis de bâtir sur cette force avec vous et votre famille en 2025. Que ce soit pour capitaliser sur l'opportunité d'accélérer l'investissement en capital, assurer la résilience du portefeuille grâce aux revenus et aux actifs réels, ou comprendre les impacts potentiels du récent cycle électoral mondial, votre équipe J.P. Morgan est là pour vous aider, vous et votre famille, à atteindre vos objectifs.



Partie 06

Perspectives globales

Asie

Amérique latine

Europe



Asie



Comment trouver des opportunités dans les marchés émergents

Les marchés émergents ont déçu les investisseurs pendant des années. Malgré les promesses de forte croissance et de rendements élevés, dans l'ensemble, les actions des marchés émergents (ME) restent parmi les classes d'actifs les moins performantes au cours des 15 dernières années. Les attentes des investisseurs en matière de forte croissance économique ont été largement satisfaites : en moyenne, les économies des ME ont crû de 4,3 % par rapport à un taux de 1,7 % pour leurs homologues des marchés développés (MD). Mais dans de nombreux marchés, les rendements des actions n'ont pas suivi.

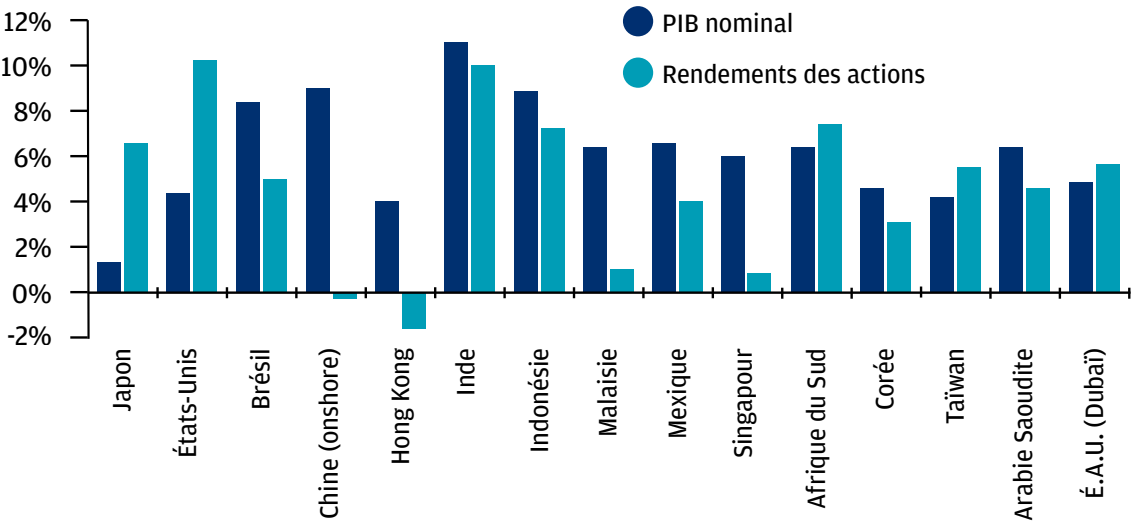
Pourquoi la croissance dans certains pays a-t-elle stimulé des rendements positifs des actions alors que dans d'autres, ce n'est pas le cas ? Il existe donc un lien critique entre la croissance économique et les bénéfices des entreprises.

En fin de compte, pour les investisseurs, ce sont les bénéfices (et la croissance des bénéfices) qui comptent, la question clé est donc de savoir quels facteurs permettent à la croissance économique de se traduire par des bénéfices d'entreprise.

Avec la Réserve Fédérale (Fed) réduisant les taux et la Chine engageant un nouveau cycle de relance, les perspectives pour les marchés émergents s'améliorent. **Mais les investisseurs doivent être attentifs aux dynamiques des économies et marchés particuliers, et très sélectifs dans la sélection des lieux et des modalités d'investissement à travers le spectre des ME.** Notez que cette vision est axée sur l'investissement à long terme. Les opportunités tactiques à court terme—dans les marchés chinois cette année, par exemple—peuvent apparaître et disparaître en fonction d'autres facteurs.

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE NE SE TRADUIT PAS TOUJOURS PAR DES RENDEMENTS DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS

Croissance annuelle nominale du PIB par rapport aux rendements des indices boursiers locaux depuis 2009, monnaie locale, %



Sources : Sources nationales, MSCI, Bloomberg Finance L.P. Données au 30 septembre 2024.

Qu'est-ce qui influence les marchés boursiers ?

Qu'est-ce qui stimule les rendements des actions ? Les investisseurs sont récompensés lorsque les entreprises augmentent leurs bénéfices par action ou redistribuent du capital par le biais de dividendes. En général, le mouvement des actions suit les bénéfices à long terme. Lorsque les bénéfices augmentent, les prix des actions ont tendance à monter. Cependant, c'est là que les actions des ME ont pris du retard par rapport à leurs homologues des MD. Bien que la croissance économique ait été forte dans plusieurs pays, de nombreuses entreprises nationales n'ont pas vu leurs bénéfices croître. L'un des exemples les plus flagrants est la Chine, où les bénéfices sont restés stables au cours des 10 dernières années malgré une forte croissance économique (voir graphique).

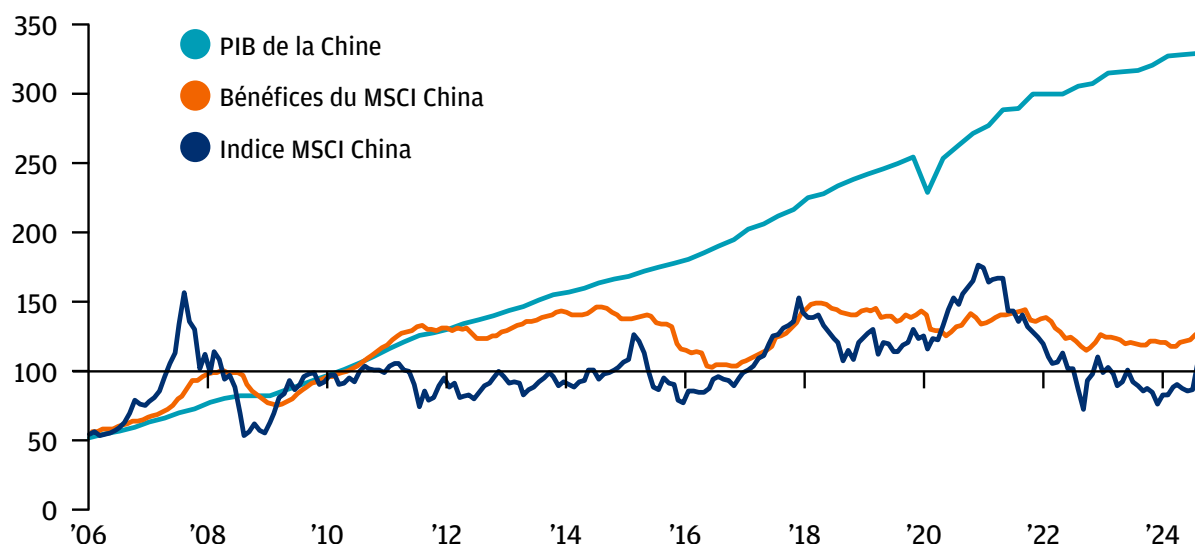
Trois facteurs expliquent la croissance relativement faible des bénéfices, selon nous.

Premièrement, les modèles économiques varient quant aux rôles respectifs des secteurs public et privé. Certains pays réussissent à générer de la production—construire des infrastructures ou augmenter les volumes d'exportation—mais leurs modèles ne favorisent pas la génération de bénéfices d'entreprise. Par exemple, une économie peut inclure d'importantes subventions gouvernementales qui augmentent la concurrence non économique et font baisser les prix. Une dynamique similaire se produit dans les économies aux nombreuses entreprises publiques (EP) qui sont moins axées sur la recherche de profit.



LES ACTIONS CHINOISES N'ONT PAS SUIVI LE RYTHME DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

PIB nominal de la Chine et indice MSCI China et bénéfices, 2010 = 100



Sources : Bureau national des statistiques de Chine, MSCI, Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Données au T3 2024.

Le deuxième facteur est la gouvernance d'entreprise. Même les entreprises prospères qui génèrent de solides revenus ne créent pas nécessairement de bénéfices, et encore moins de bénéfices par action. Les entreprises peuvent générer des revenus significatifs, mais dépenser ces bénéfices, par exemple, en investissements inutiles ou en augmentant les salaires de la direction.

Plus fréquemment, les entreprises sont rentables, mais elles prennent des mesures "hostiles" aux actionnaires—en émettant plus d'actions, par exemple, diluant ainsi la valeur pour les actionnaires. **Comme les bénéfices sont mesurés par action, si l'émission d'actions augmente en ligne avec les bénéfices, les bénéfices par action (BPA) ne croissent jamais.**

Le troisième facteur est plus macroéconomique et concerne le rôle des exportations dans une économie ME particulière, et pour les marchés émergents dans l'ensemble. Bien que la consommation intérieure ait augmenté parmi les économies des ME, les exportations restent le déterminant le plus influent pour les bénéfices d'entreprise. Ainsi, il n'est pas surprenant que les marchés émergents aient connu leur apogée au milieu des années 2000 lorsque la croissance du commerce mondial était en plein essor au milieu de l'hyper-mondialisation. Dans un contexte où le commerce est fortement sous pression en raison du protectionnisme croissant et du déplacement des chaînes d'approvisionnement, il devient crucial d'identifier les économies qui parviennent encore à augmenter leurs exportations.

Un cadre d'analyse à trois facteurs pour investir dans les ME



Comment les investisseurs peuvent-ils trouver des opportunités dans l'environnement actuel ? Nous pensons que le diagramme de Venn offre un cadre d'analyse utile.

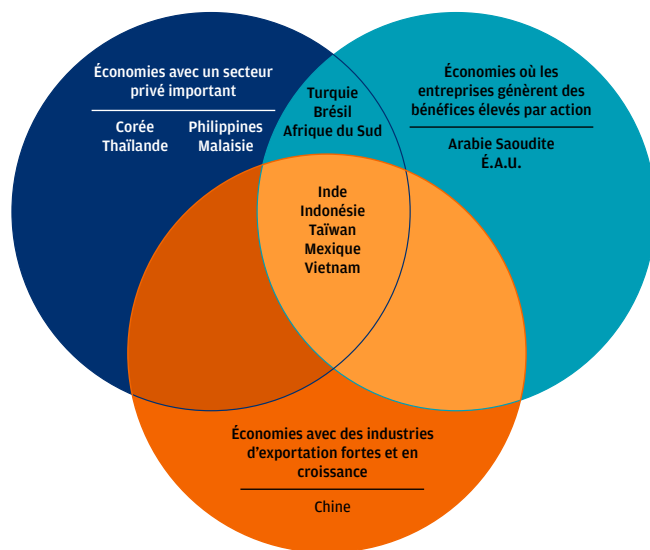
Examinez les économies qui se situent au centre du diagramme de Venn : une combinaison de secteurs privés florissants avec une intervention gouvernementale minimale, d'entreprises qui valorisent les actionnaires et augmentent les bénéfices, et d'exportations croissantes. Certes, peu d'économies répondent à ces critères. Et c'est précisément pourquoi les investisseurs doivent être particulièrement sélectifs lorsqu'ils investissent dans les marchés émergents.

En examinant le premier facteur, la structure économique, le secteur privé est devenu le principal moteur de croissance dans de nombreuses économies, avec une compétitivité accrue stimulant des performances d'entreprise améliorées. Des exemples incluent des marchés avec une faible part d'EP, tels que l'Inde, l'Indonésie, Taïwan, la Corée, l'Afrique du Sud et la Turquie.

Lorsque nous considérons le deuxième facteur, la gouvernance d'entreprise—et plus spécifiquement si les entreprises créent de la valeur pour les actionnaires—l'Inde, le Brésil, l'Indonésie, Taïwan et les Émirats arabes unis génèrent des rendements soit par la croissance des bénéfices, soit par la croissance des dividendes, et surtout, ils ont tendance à ne pas diluer la valeur pour les actionnaires.

LA SÉLECTION EST IMPORTANTE LORS DE L'INVESTISSEMENT DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS

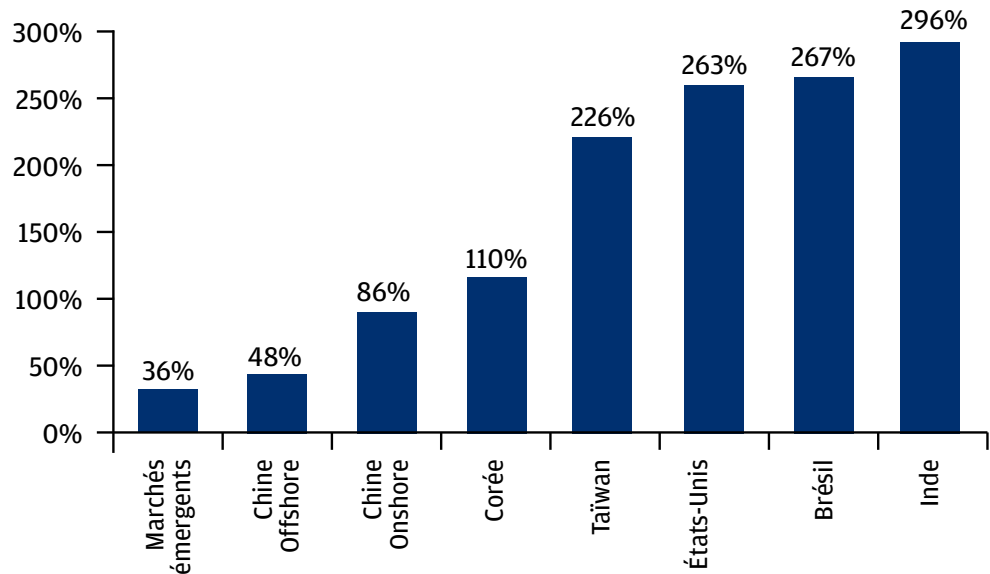
Un cadre d'analyse pour investir dans les marchés émergents



Source : J.P. Morgan Wealth Management.

CERTAINES POCHES DES MARCHÉS ÉMERGENTS ONT VU LEURS BÉNÉFICES CROÎTRE À UN RYTHME IMPRESSIONNANT

Croissance des bénéfices par région, monnaie locale, septembre 2009-septembre 2024, %



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 30 septembre 2024.

Remarque : Les marchés émergents sont désignés par MSCI Emerging Markets, la Chine offshore par MSCI China, la Chine onshore par CSI 300, la Corée par KOSPI, Taiwan par Taiex, les États-Unis par S&P 500, le Brésil par Bovespa et l'Inde par l'indice SENSEX.

Dans ces pays, les entreprises se concentrent généralement sur l'amélioration des bénéfices et le retour de cette valeur aux actionnaires ; non par hasard, leurs entreprises ont tendance à augmenter les bénéfices par action à un bon rythme.

En passant au troisième facteur, le rôle des exportations, la Chine se distingue clairement. Une performance exceptionnelle des exportations ces dernières années a poussé la part de marché mondiale de la Chine à 15 % de toutes les exportations mondiales. Du point de vue d'un investisseur, la montée en flèche des exportations chinoises est liée au rôle du gouvernement chinois dans la promotion des exportations. Une économie avec de grandes subventions gouvernementales et des efforts de relance dirigés vers l'augmentation de l'offre peut ne pas être un cadre propice pour les marges bénéficiaires et la croissance des bénéfices.

Nous notons également que la puissance d'exportation de la Chine défie de nombreux autres marchés émergents.

L'excédent commercial croissant de la Chine et la croissance des exportations dans les produits à faible et haute technologie exercent une pression sur d'autres fabricants mondiaux. Des rapports récents, montrant que la Corée enregistre un déficit commercial avec la Chine en kimchi, soulignent l'ampleur du défi pour les marchés émergents hors Chine. Néanmoins, des économies comme le Vietnam, l'Inde, Taïwan, la Pologne et la Turquie ont toutes réussi à gagner des parts de marché à l'exportation.

Alors, où les investisseurs devraient-ils se tourner dans la recherche de cette combinaison insaisissable de forte croissance et de rendements élevés des actions ? Dans notre cadre d'analyse à trois facteurs, l'Inde, l'Indonésie, Taïwan et le Mexique se distinguent comme les terrains d'investissement les plus prometteurs pour les investisseurs en actions. L'indice ME peut décevoir, mais une sélection minutieuse des marchés et des titres sur lesquels investir peut permettre de réaliser des rendements attractifs.



Amérique latine

Politique et politique monétaire : une leçon de prudence

Lorsque la Fed a lancé sa première baisse de taux tant attendue il y a quelques mois, un cycle mondial de baisse des taux a débuté.

Comment ce cycle pourrait-il se dérouler ? Pour répondre à cette question, nous pouvons considérer la politique monétaire menée en Amérique latine comme une sorte d'étude de cas. À certains égards, c'est une histoire réconfortante. La croissance économique dans une grande partie de l'Amérique latine reste forte et l'inflation est contenue. Mais, c'est aussi une leçon de prudence. La politique et les politiques sont ici essentielles.

La manière dont la politique monétaire et la politique budgétaire interagissent sera particulièrement pertinente à mesure que de nombreux pays se dirigent vers un "activisme budgétaire", une augmentation des dépenses et des investissements publics. Alors que les investisseurs considèrent l'impact de ce cycle de baisse des taux sur les économies et les marchés, l'histoire latino-américaine peut offrir des leçons utiles.

Hyperinflation et les leçons de l'histoire

L'Amérique latine a connu des difficultés notoires avec l'hyperinflation des années 1970 jusqu'au milieu des années 1990, lorsque les banques centrales ont joué un rôle crucial pour la maîtriser. La privatisation des industries d'État, la libéralisation du commerce et l'imposition de mesures d'austérité ont également été importantes. Mais l'établissement de politiques monétaires claires et prévisibles, indépendantes du pouvoir exécutif, s'est avéré décisif.

Le Chili a ouvert la voie en accordant l'autonomie à sa banque centrale en 1989. De nombreux autres pays ont suivi le mouvement dans les années 1990. Le Brésil, la plus grande économie de la région, a rendu sa banque centrale indépendante en 2021.

À l'inverse, les pays qui ont sapé l'indépendance de leur banque centrale, comme l'Argentine et le Venezuela, continuent de lutter pour maîtriser l'inflation.

LES RÉFORMES LÉGALES ONT INTRODUIT UNE PLUS GRANDE AUTONOMIE POUR LES BANQUES CENTRALES LATINO-AMÉRICAINES

Indépendance des banques centrales en Amérique latine avant et après les réformes légales, pays sélectionnés

Pays	Année de réforme	Avant la réforme	Après la réforme	Pays	Année de réforme	Avant la réforme	Après la réforme
Argentine	1992	0,4	0,8	Mexique	1993	0,39	0,64
Bolivie	1995	0,3	0,8	Nicaragua	1992	0,45	0,7
Brésil	2021	0,25	*	Paraguay	1995	0,38	0,62
Chili	1989	0,1	0,82	Pérou	1992	0,43	0,8
Colombie	1992	0,27	0,69	Uruguay	1995	0,18	0,71
Costa Rica	1995	0,44	0,73	Venezuela	1992	0,43	0,73
Rép. Dominicaine	2002	0,37	0,65	États-Unis	**		0,48
Honduras	1997	0,36	0,67	Union Européenne	**		0,86

Source : Banque mondiale. Données de 2017.

Remarque : L'indice d'indépendance des banques centrales est basé sur les dispositions légales des lois sur les banques centrales et la législation connexe. La valeur globale de l'indice fluctue sur une échelle continue de zéro à un, des valeurs plus élevées indiquant une indépendance légale plus forte des banques centrales. Les pays où une législation ultérieure a inversé ces réformes dans une certaine mesure sont marqués d'un astérisque. *La banque centrale du Brésil est devenue effectivement indépendante en 2021, mais il n'y a pas de score mis à jour.

**Aux États-Unis et dans l'Union européenne, il n'y a pas eu de réformes spécifiques pour modifier le score.

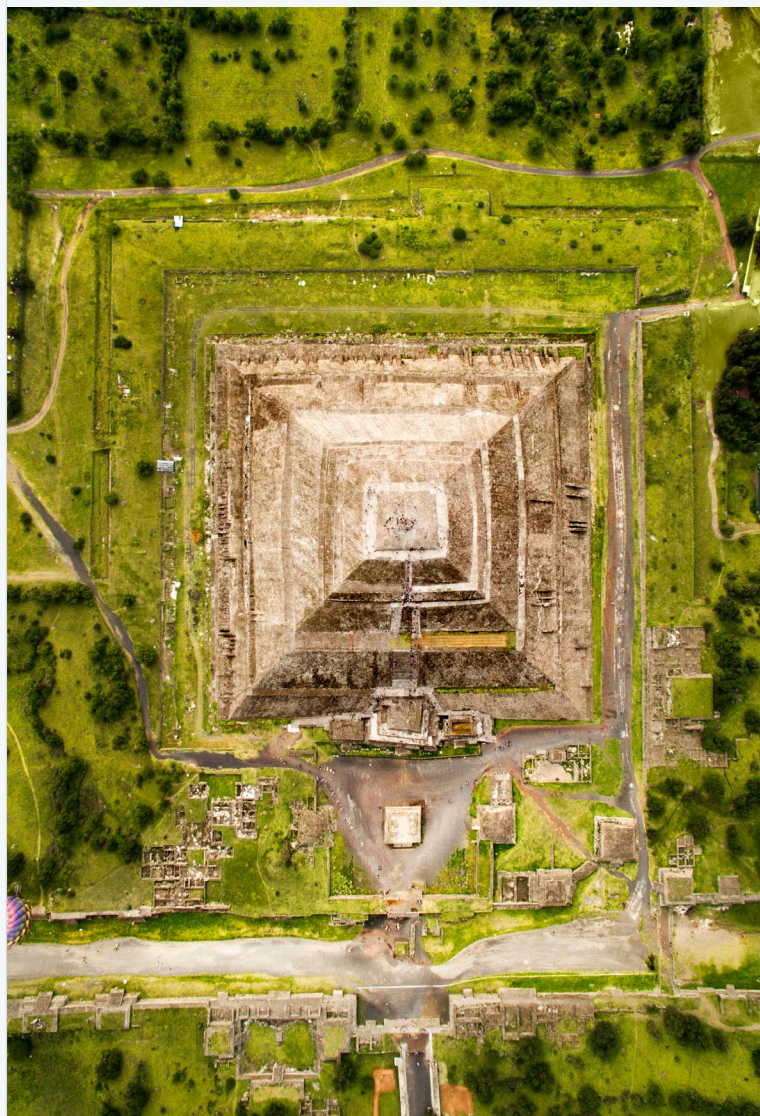
Politique après la crise financière mondiale et la COVID

Les 15 dernières années ont été une période de défis pour la politique monétaire, mais d'un autre genre. La crise financière mondiale a bouleversé les notions traditionnelles de ce que les banques centrales pouvaient et ne pouvaient pas faire. Pour stabiliser le système financier, la Fed et d'autres banques centrales ont pris des mesures sans précédent, y compris des taux d'intérêt nuls et l'assouplissement quantitatif (achat de titres d'État et d'autres actifs financiers pour le bilan de la banque centrale).

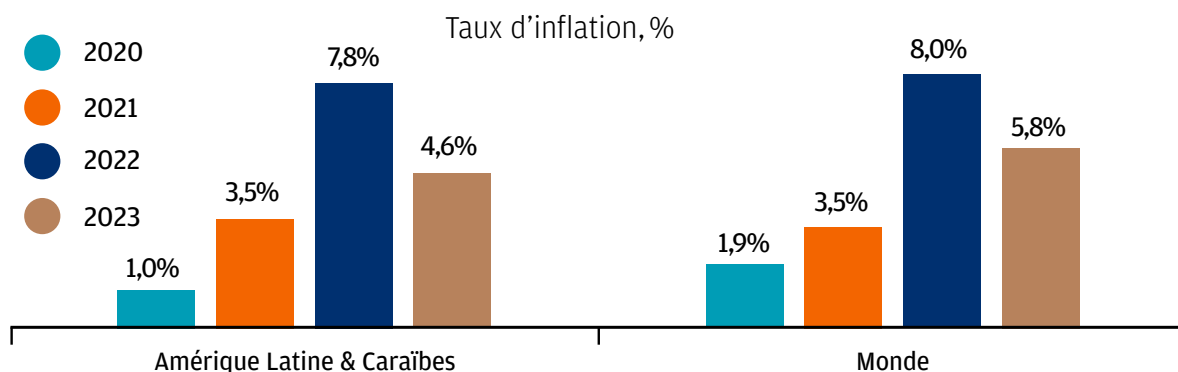
Cet "activisme monétaire" a apporté de la stabilité, mais rétrospectivement, il est clair qu'il a également stimulé les prix des actifs à risque. En effet, avec des taux de trésorerie proches de zéro, les investisseurs à la recherche de rendement ont dû chercher, et par conséquent enchérir, sur des actifs plus risqués.

Pendant cette période, les banques centrales d'Amérique latine ont réduit les taux directeurs de plus de 500 points de base du T3 2008 au T4 2009. Elles ont également abaissé les exigences de réserve et pris d'autres mesures pour accroître la liquidité, y compris fournir de la liquidité en USD sur les marchés des changes pour atténuer la volatilité à court terme des devises locales.

Le choc de la COVID a déclenché un nouvel activisme monétaire de la part de nombreuses banques centrales des économies développées. Les banques centrales latino-américaines, pour leur part, ont maintenu une politique monétaire plus traditionnelle. Face à la menace d'une inflation implacable, elles ont relevé les taux plus rapidement et plus vigoureusement que d'autres grandes banques centrales.

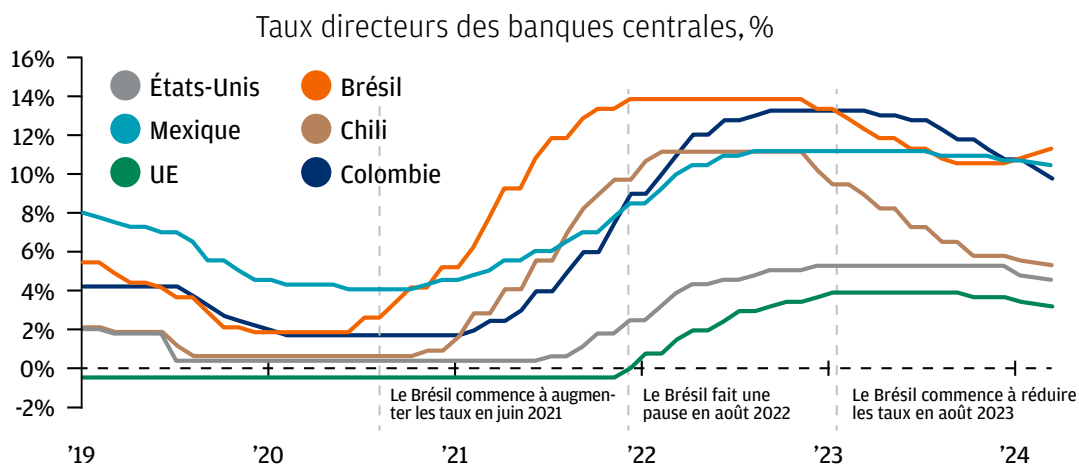


LES BANQUES CENTRALES LATINO-AMÉRICAINES ONT MAÎTRISÉ L'INFLATION POST-COVID PLUS RAPIDEMENT QUE BEAUCOUP DE LEURS HOMOLOGUES MONDIAUX



Source : Fonds monétaire international. Données au 31 décembre 2023.

PENDANT LA COVID, LES BANQUES CENTRALES LATINO-AMÉRICAINES ONT RELEVÉ LES TAUX PLUS RAPIDEMENT QUE D'AUTRES GRANDES BANQUES CENTRALES



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 7 novembre 2024.

Deux voies pour maîtriser l'inflation

En conséquence, les banques centrales latino-américaines ont maîtrisé l'inflation post-COVID plus rapidement que beaucoup de leurs homologues mondiaux.

Lorsque la Fed a commencé à augmenter les taux en mars 2022, les principales banques centrales d'Amérique latine avaient déjà relevé les taux de 525 points de base en moyenne. Lorsque la Fed a fait une pause en septembre 2023, le Brésil et le Chili étaient déjà en train d'assouplir.

Le différentiel de taux réel significatif par rapport aux États-Unis a permis aux principales devises latino-américaines de s'apprécier considérablement. Cela a été particulièrement vrai pour le peso mexicain (MXN), qui a également bénéficié de fondamentaux macroéconomiques favorables (croissance solide, inflation contenue, déficits budgétaire et du compte courant gérables).



Pression politique, instabilité économique

À tous égards, la politique monétaire de l'Amérique latine a été un succès. Pourtant, nous apprenons (et pas pour la première fois) que la stabilité des prix et une politique monétaire prudente ne peuvent garantir la stabilité économique. Cela est particulièrement vrai à mesure que les économies s'ouvrent davantage aux flux de capitaux étrangers et que la politique influence la politique budgétaire. La rhétorique politique peut facilement saper la crédibilité des banques centrales. L'expansion budgétaire motivée par des considérations électorales compromet souvent une politique monétaire par ailleurs efficace.

Quelques exemples :

Au Brésil, les attaques directes du président Luiz Inácio Lula da Silva contre la banque centrale, associées à la faible crédibilité du gouvernement concernant les objectifs budgétaires, ont conduit à des attentes d'inflation plus élevées. En conséquence, même si l'inflation est relativement modeste à 4,4 %, la banque centrale du Brésil (COPOM) a redémarré le cycle de resserrement. Elle a relevé les taux de 75 points de base, avec 50 points de base supplémentaires attendus d'ici la fin de l'année, alors que la banque centrale cherche à maîtriser les attentes d'inflation.

Ailleurs dans la région, la politique a exercé une pression sur la stabilité des prix et la croissance économique. La Colombie fait face à l'un des déficits budgétaires les plus élevés de la région, et l'agenda de réforme du président Gustavo Petro aggrave le problème en sapant les investissements privés et la certitude des investissements. Au Mexique, l'ancien président Andrés Manuel Lopez Obrador a tiré parti de la victoire électorale écrasante du parti Morena pour faire avancer un programme de réforme radical, soulevant des questions sur l'engagement du gouvernement à attirer des investissements privés au milieu de la relocalisation mondiale des chaînes d'approvisionnement. La responsabilité incombe maintenant à la présidente Claudia Sheinbaum de maîtriser un déficit budgétaire galopant et de reconstruire la crédibilité du Mexique en matière d'état de droit.

Depuis leurs creux post-COVID, les devises du Brésil, de la Colombie et du Mexique se sont dépréciées en moyenne de 16 %, et les écarts de crédit souverain se sont élargis de 31 points de base en moyenne. Dans le même temps, les marchés boursiers ont gagné, en moyenne, "seulement" 31 % en termes de monnaie locale (contre un gain de 67 % sur les marchés américains).

Comme ces exemples l'illustrent, le risque politique a le potentiel de compromettre la stabilité économique. À notre avis, **les investisseurs sur les marchés latino-américains peuvent vouloir tirer parti des fortes tendances à long terme telles que la relocalisation, mais ajuster la taille des investissements pour atténuer le risque de volatilité.**

Conclusion

Alors que la Fed et d'autres banques centrales poursuivent leurs cycles d'assouplissement, l'expérience latino-américaine sert de leçon de prudence. La politique monétaire traditionnelle – en particulier les hausses de taux précoces – s'est avérée efficace pour maîtriser l'inflation post-COVID. Mais plus récemment, les pressions politiques ont menacé cet héritage. C'est une leçon pour les décideurs politiques partout.



Europe



Tous les profits de l'IA ne sont pas américains : libérer le potentiel de croissance de l'Europe

Le cycle industriel mondial a connu un ralentissement pendant plus de deux ans. C'est un peu comme le COVID long : les perturbations des chaînes d'approvisionnement de l'ère pandémique ont été difficiles à surmonter. Les entreprises européennes font face à des défis sur plusieurs fronts, notamment les marchés du travail, la concurrence et la productivité. Peu de secteurs ont autant souffert que l'industrie européenne.

Mais en y regardant de plus près, les perspectives sont plus optimistes. Nous pensons que 2025 sera l'année de l'investissement en capital par les gouvernements et les entreprises, alors que les décideurs politiques se concentrent sur le soutien à la croissance économique et que les PDG voient des opportunités de déployer leur capital de manière rentable. C'est un thème clé de notre perspective. Ainsi, même si l'industrie traditionnelle a ralenti, les entreprises industrielles européennes innovantes et rentables sont bien positionnées pour bénéficier de l'augmentation des investissements en capital dans quatre domaines clés :

- **La chaîne de valeur de l'IA**
- **Infrastructure**
- **Aérospatiale**
- **Défense**

Nous pensons que les clients peuvent trouver des opportunités convaincantes en investissant dans ces thèmes via des entreprises européennes. Dans un portefeuille bien diversifié, les détenir pourrait également compléter les actions technologiques basées aux États-Unis, qui ont pris une place importante dans de nombreux portefeuilles clients, avec une exposition plus élevée au dollar américain. Nous pensons que le dollar américain est structurellement surévalué, ce qui renforce l'argument en faveur de la détention d'actifs non américains.

De plus, les entreprises européennes pourraient bénéficier des mesures de relance et de soutien récemment mises en œuvre par la Chine. Si la Chine poursuit cette approche dans les mois et trimestres à venir, cela pourrait stimuler les revenus des entreprises européennes qui sont des partenaires commerciaux clés. En effet, après les États-Unis, la Chine est le deuxième plus grand partenaire commercial de l'Europe.

S'adapter à un contexte macroéconomique difficile

L'indice des directeurs d'achat (PMI) de la fabrication européenne est resté en dessous du seuil clé de 50 de manière constante depuis la mi-2022. Les PMI en Allemagne, la puissance industrielle traditionnelle de l'Europe et environ 25 % de l'économie de la zone euro, ont oscillé dans les bas 40, une performance anémique par rapport à son passé récent.³⁶



Nous reconnaissons le contexte macroéconomique difficile récent. Depuis la crise financière mondiale, la zone euro a pris du retard par rapport aux États-Unis à plusieurs égards.

Pour les industries européennes à forte intensité énergétique, les défis liés à l'approvisionnement en énergie et à la réglementation gouvernementale lourde compliquent encore la situation.

Les décideurs politiques européens reconnaissent la nécessité d'une économie plus compétitive. Le rapport récemment publié par l'ancien président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, essentiellement un plan directeur pour aider la zone euro à "relancer la croissance", propose des initiatives réfléchies. Nous espérons que certaines pourront être adoptées au fil du temps.

En traduisant les paroles en actions, la Commission européenne s'est engagée à investir 20 milliards d'euros par an dans l'IA d'ici 2030 pour garantir que l'Europe reste compétitive dans ce domaine important.³⁷ Nous pensons que c'est un pas dans la bonne direction.

Bien que la croissance du PIB en Europe soit faible, en particulier dans le secteur industriel, nous pensons que les moteurs structurels—les forces qui stimulent une croissance durable et non cyclique—peuvent "surmonter" les défis macroéconomiques. Les secteurs, notamment les industries européennes, qui soutiennent les moteurs structurels dans l'IA, l'aérospatiale, l'infrastructure et la défense, croîtront probablement beaucoup plus rapidement que l'économie de la zone euro dans son ensemble.

³⁶ Sources : HCOB, Bloomberg Finance L.P. Données en date d'octobre 2024.

³⁷ Source : Commission Européenne. Données en date du 31 décembre 2023.

La chaîne de valeur de l'IA

Nous croyons que le monde progressera avec une adoption croissante de l'IA. Dans l'écosystème de l'IA, qui comprend les fabricants de semi-conducteurs et les créateurs de grands modèles de langage, les entreprises européennes fournissent des intrants critiques.

En d'autres termes, ces entreprises font partie de la chaîne de valeur de l'IA. Elles fournissent l'électrification (les centres de données d'IA ont une demande presque insatiable en énergie), les technologies d'énergie renouvelable, les machines de précision et l'expertise en ingénierie.

Considérez ceci : d'ici la fin de la décennie, la transition énergétique mondiale pourrait nécessiter un investissement supplémentaire en capital de 1 à 2 trillions de dollars par an.

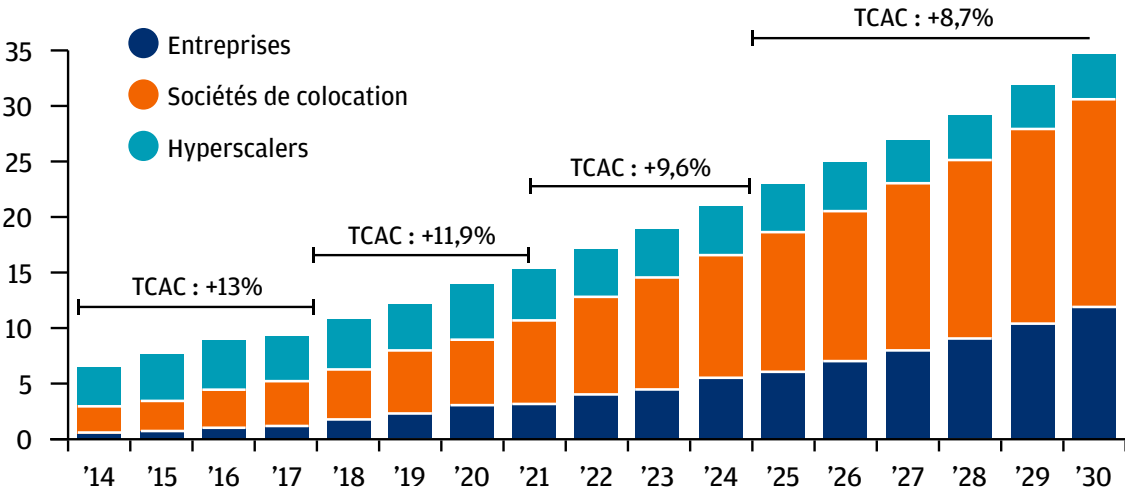
L'IA pourrait entraîner une augmentation décuplée de la consommation d'énergie au cours des trois prochaines années. Répondre à cette demande croissante nécessitera une innovation continue, et les entreprises énergétiques européennes travaillent déjà à la fournir.

Dans le secteur immobilier, les entreprises européennes utilisent l'IA pour améliorer l'efficacité énergétique et la durabilité des bâtiments grâce à des systèmes de gestion de l'énergie "intelligents". Le marché mondial des bâtiments intelligents devrait passer de 80,25 milliards de dollars en 2022 à 205,3 milliards de dollars d'ici 2031.



LES CENTRES DE DONNÉES D'IA ONT UNE DEMANDE PRESQUE INSATIABLE EN ÉNERGIE

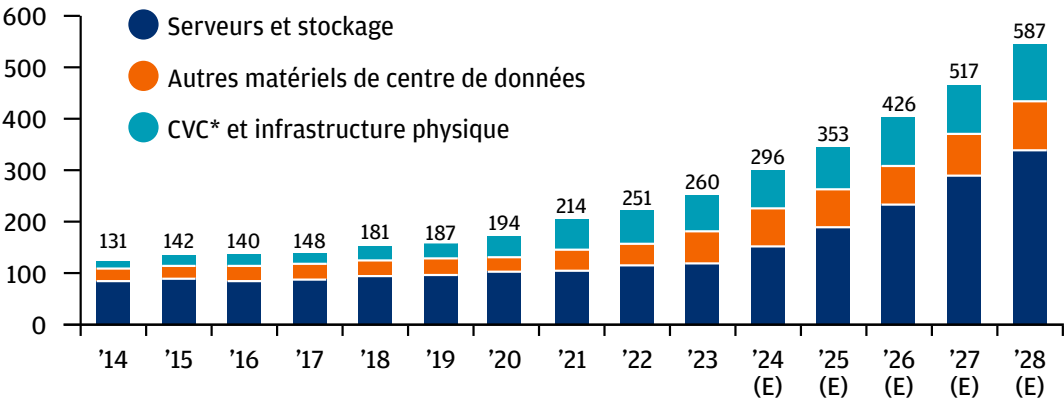
Consommation d'énergie des centres de données par fournisseur, gigawatts



Sources : J.P. Morgan Wealth Management, Bloomberg Finance L.P. Données au T2 2024.
TCAC : Taux de Croissance Annuel Composé

LES DÉPENSES EN CENTRES DE DONNÉES DEVRAIENT DOUBLER AU COURS DES CINQ PROCHAINES ANNÉES

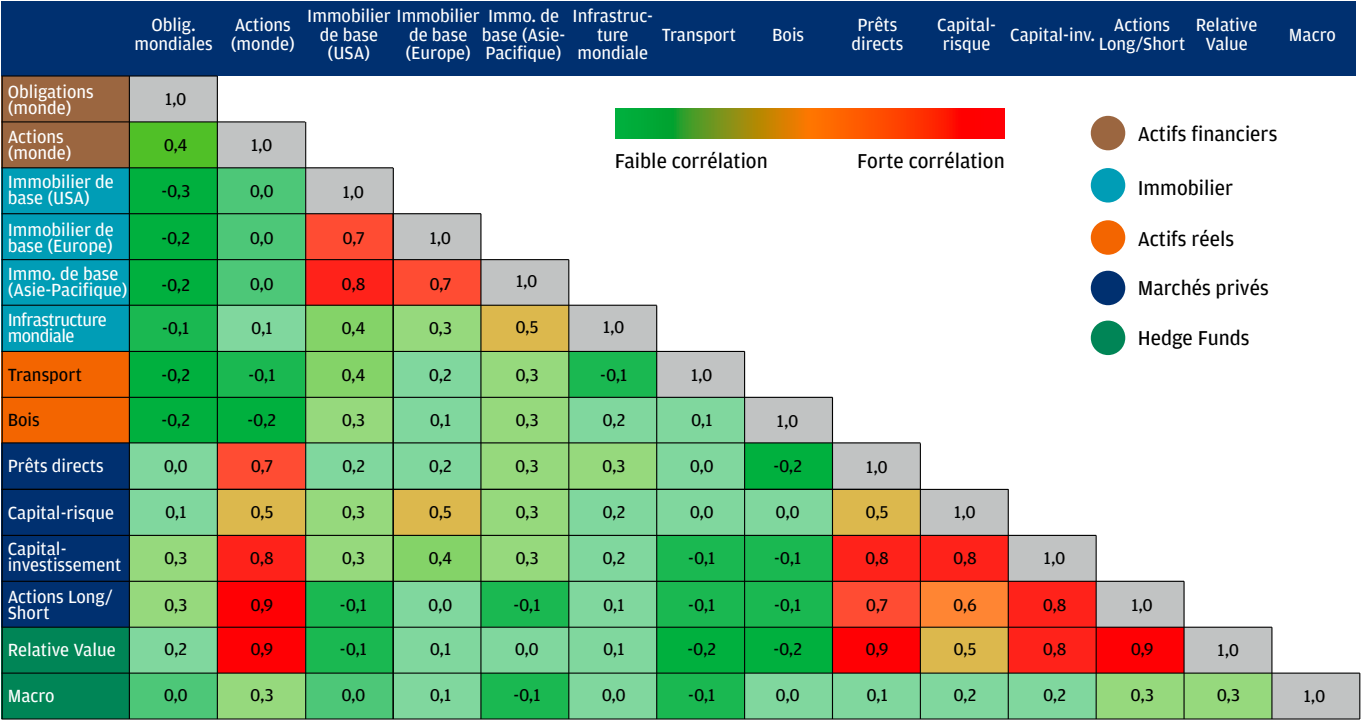
Dépenses en capital mondiales pour les centres de données, milliards de dollars



Sources : Dell'Oro, estimation de J.P. Morgan. * CVC signifie chauffage, ventilation et climatisation. Données de mars 2024.

LES INFRASTRUCTURES PRIVÉES ET LES ACTIFS RÉELS ONT HISTORIQUEMENT OFFERT DES RENDEMENTS NON CORRÉLÉS

Corrélations des marchés publics et privés, rendements trimestriels (T2 2008-T1 2024), %



Sources : J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg Finance L.P., Burgiss, Cliffwater, FTSE, HFRI, MSCI, NCREIF.
Remarque : Vert = faible corrélation



Infrastructure

De plus en plus, les gouvernements et les entreprises se concentrent sur l'investissement et la modernisation des infrastructures, y compris les installations de transmission et de distribution d'électricité, les systèmes énergétiques et les services publics. Dans le secteur des transports, l'IA et l'électrification peuvent optimiser les opérations portuaires, réduire la congestion et améliorer la logistique. Les entreprises européennes sont actives sur plusieurs fronts, avec un rôle particulièrement important dans la transition énergétique.

Aérospatiale

Les entreprises européennes sont également des leaders dans un secteur aérospatial qui pourrait bientôt être transformé par l'électrification et l'IA. Par exemple, la maintenance prédictive pilotée par l'IA peut réduire les temps d'arrêt et les coûts d'exploitation. L'IA peut améliorer la sécurité en analysant de vastes quantités de données pour prédire et aider à prévenir les défaillances potentielles.

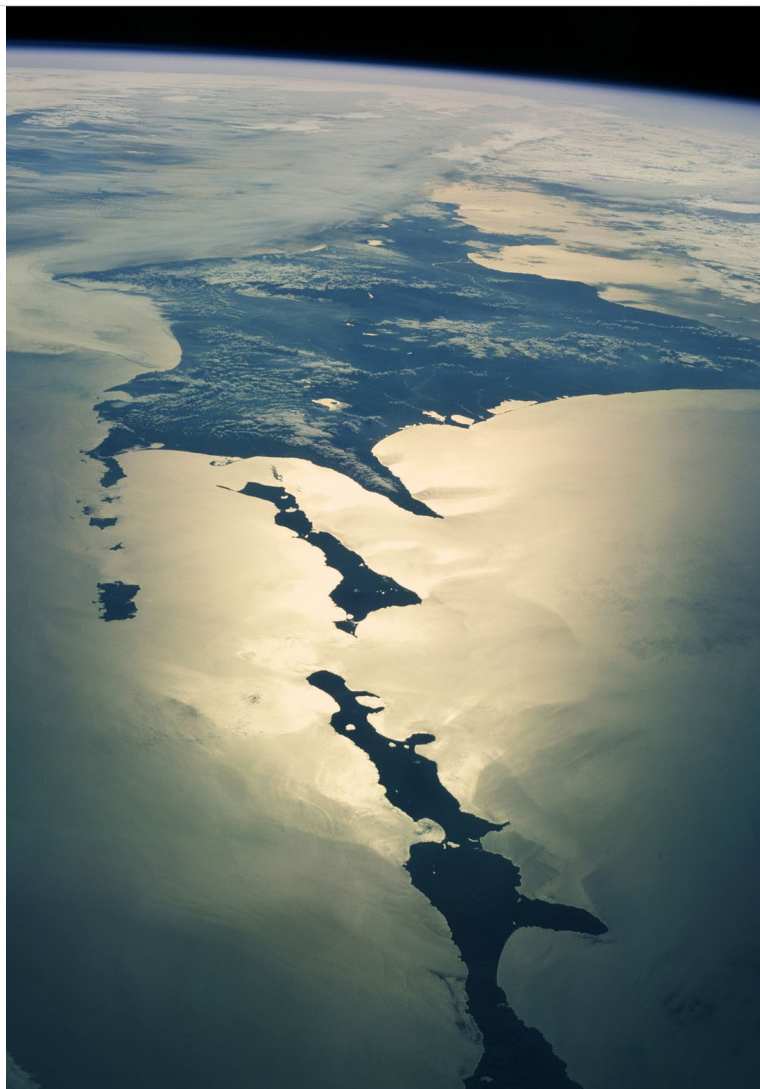
De nombreuses flottes vieillissantes ont un besoin substantiel d'entretien et de remplacement continus. Un marché secondaire solide semble susceptible de se poursuivre, parallèlement à une demande pour des avions plus récents, plus avancés et plus économes en énergie.

Défense

Dans un contexte de risques géopolitiques croissants, les membres de l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN) dépensent davantage en défense. En effet, parmi les membres de l'UE de l'OTAN, 16 des 23 sont actuellement en voie de dépasser le seuil de 2 % du PIB en 2024, pour atteindre un total cumulé de 360 milliards d'euros. Il y a dix ans, le membre moyen était seulement à 1,2 % du PIB. Nous nous attendons à ce que la tendance à la hausse se poursuive, avec des dépenses substantielles pour les entreprises de défense, d'aérospatiale, de technologie et de logistique, entre autres.

L'aérospatiale et l'IA sont essentielles à ces plans, et les partenaires industriels européens seront probablement impliqués dans ces investissements. Les principaux domaines d'investissement incluent la modernisation des équipements, la cybersécurité et l'infrastructure.

Dans la défense nationale—comme dans toute industrie mondiale—l'allocation de ressources à des fournisseurs diversifiés peut répartir le risque et augmenter la résilience. Investir dans des entreprises alignées sur le thème de la défense semble prometteur.



Stratégie de portefeuille



Comment ces quatre thèmes pourraient-ils s'intégrer dans votre portefeuille ?

Selon nous, l'augmentation des investissements en capital liés à l'IA et aux avancées technologiques dans l'économie mondiale est une force structurelle, non cyclique. **Investir dans la chaîne de valeur de l'IA via des entreprises européennes offre le potentiel de croissance et de diversification géographique.** Nous reconnaissons l'"exceptionnalisme américain" qui a contribué à la surperformance du secteur technologique américain. Nous pensons également qu'il est judicieux de compléter ces positions par une exposition internationale aux thèmes liés à l'IA.

Nous avons confiance en la poursuite des investissements en capital dans l'aérospatiale et la défense dans les années à venir. Ce seront des entreprises critiques pour les économies dans un monde incertain, offrant des opportunités de croissance à long terme pour les portefeuilles des clients.

Enfin, l'investissement dans des stratégies d'infrastructure privée offre des caractéristiques attrayantes, notamment une faible volatilité, une cohérence des flux de trésorerie et des corrélations faibles ou négatives avec les classes d'actifs plus larges.

Conclusion

Les entreprises européennes continueront de fournir des intrants critiques à la chaîne de valeur de l'IA, aux secteurs de l'infrastructure, de l'aérospatiale et de la défense. Surtout pour les clients qui se retrouvent avec des positions surdimensionnées dans les actions technologiques américaines, nous voyons le potentiel d'une approche mondiale bien diversifiée pour investir dans ces quatre domaines de croissance clés. L'"ancienne économie" de l'Europe a récemment rencontré des défis, mais l'économie de demain est déjà en train de se former.



Notre mission

Le groupe Global Investment Strategy fournit des informations et des conseils en investissement de premier plan afin d'aider nos clients à atteindre leurs objectifs à long terme. Il s'appuie sur les connaissances et l'expérience des économistes, des stratèges en investissement et des stratèges en classes d'actifs pour offrir une perspective unique sur les marchés financiers mondiaux.



DIRECTION EXÉCUTIVE

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Russell Budnick

Global Head of Market Strategy & Trading

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Ausenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Head of Market Intelligence

Aaron Goldstein

Head of Digital Investment Strategy

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Tom Kennedy

Chief Investment Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Jay Serpe

Head of Alternative Investments Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Xavier Vegas

Global Head of Credit Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

DÉFINITIONS DES INDICES ET TERMES

Remarque : Les indices sont fournis à titre d'illustration uniquement, ne constituent pas des produits d'investissement et ne peuvent pas être considérés pour un investissement direct. Les indices sont un outil prédictif ou comparatif intrinsèquement limité.

Tous les indices sont libellés en dollars américains, sauf indication contraire.

Titres Préférentiels Hybrides BAML : Ce sont des instruments financiers émis par Bank of America Merrill Lynch qui combinent des caractéristiques à la fois de la dette et des actions. Ils offrent généralement des dividendes fixes ou variables et ont une priorité plus élevée sur les actifs que les actions ordinaires, mais peuvent ne pas conférer de droits de vote.

Indice Bloomberg Euro Aggregate Government–Treasury (7-10Y) : Mesure la performance des obligations d'État libellées en euros émises par les pays de la zone euro avec des maturités comprises entre 7 et 10 ans. Il sert de référence pour les investissements en obligations d'État à moyen terme dans la zone euro.

Indice Bloomberg Global Aggregate : Un indice de référence exhaustif pour les marchés mondiaux de la dette à taux fixe de qualité investissement, englobant les indices U.S. Aggregate, Pan-European Aggregate et Asian-Pacific Aggregate. Il inclut une gamme diversifiée de sous-indices standard et personnalisés classés par liquidité, secteur, qualité et maturité.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond : Un indice de référence complet pour le marché obligataire imposable à taux fixe, libellé en dollars américains, de qualité investissement aux États-Unis. Il inclut les émissions obligataires imposables notées BBB ou plus, avec une échéance d'un an ou plus et une valeur nominale en circulation de 100 millions de dollars ou plus. L'indice englobe les bons du Trésor, les titres liés au gouvernement et aux entreprises, les MBS (titres adossés à des créances hypothécaires d'agence à taux fixe), les ABS, ainsi que les CMBS d'agence et non d'agence.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate Corporate High Yield : Un indice qui suit la performance des obligations d'entreprises à haut rendement, à taux fixe, libellées en USD. Il inclut les titres notés Ba1/BB+/BB+ ou en dessous par Moody's, Fitch et S&P, à l'exclusion des obligations d'émetteurs classés comme marchés émergents par Bloomberg.

Indice Bovespa : L'Indice Ibovespa de la Bourse de São Paulo (ou Bovespa) est un indice de rendement total brut pondéré par la capitalisation boursière flottante et est composé des actions les plus liquides négociées à la Bourse de São Paulo.

Dépenses d'Investissement (CapEx) : Se réfère aux fonds qu'une entreprise alloue pour acquérir ou améliorer des actifs physiques tels que des propriétés, des bâtiments industriels ou des équipements. Ces dépenses sont souvent utilisées pour initier de nouveaux projets ou investissements, augmentant ainsi la valeur à long terme de l'entreprise.

Indice Cliffwater Direct Lending : Un indice qui mesure la performance des fonds de prêt direct, qui fournissent des prêts aux entreprises de taille moyenne. Il offre des perspectives sur les caractéristiques de risque et de rendement de cette classe d'actifs, reflétant les tendances et la performance du marché de la dette privée.

Prêts Hypothécaires Commerciaux (CML)—Senior : Une moyenne pondérée par la capitalisation boursière de toutes les hypothèques incluses dans l'Indice Gilberto-Levy des Hypothèques Commerciales, reflétant les données à la fin du premier trimestre 2024.

Indice des Prix à la Consommation : Mesure la variation moyenne au fil du temps des prix payés par les consommateurs urbains pour un panier complet de biens et services. Cet indice couvre tous les groupes de dépenses et est utilisé pour évaluer l'inflation et orienter la politique économique d'un pays ou d'une région.

Indice CSI 300 : L'Indice CSI 300 est un indice pondéré en fonction du flottant qui se compose de 300 actions de type A cotées sur les bourses de Shanghai ou de Shenzhen. L'indice a un niveau de base de 1000 au 31/12/2004.

DÉFINITIONS DES INDICES ET INFORMATIONS IMPORTANTES

Indice EURO STOXX 50 : L'Indice EURO STOXX 50, principal indice de premier ordre pour la zone euro, offre une représentation de premier ordre des leaders de supersecteurs dans la région. L'indice couvre 50 actions de 11 pays de la zone euro. L'indice est licencié à des institutions financières pour servir de sous-jacent à une large gamme de produits d'investissement tels que les fonds négociés en bourse (ETF), les contrats à terme, les options et les produits structurés.

Indice de Productivité du Travail de l'Union Européenne : Mesure l'efficacité du travail dans l'UE en évaluant la rémunération réelle par employé. Cet indice évalue l'efficacité avec laquelle les apports de travail contribuent à la production économique, fournissant des informations sur la performance économique et la compétitivité de la région.

Indice FTSE EPRA NAREIT Global REITs : Un indice qui suit la performance des fonds d'investissement immobilier cotés (REITs) dans le monde entier, offrant une vue d'ensemble complète du marché immobilier mondial à travers divers secteurs et régions.

Indices HFRI (Hedge Fund Research, Inc.) : Un ensemble d'indices qui suivent la performance de diverses stratégies de fonds spéculatifs. Ces indices fournissent des références pour la performance des fonds spéculatifs à travers différents styles, tels que la couverture d'actions, les événements, le macro et la valeur relative, offrant des perspectives sur les tendances et les rendements globaux de l'industrie des fonds spéculatifs.

Produit Intérieur Brut : Le produit intérieur brut (PIB) mesure la valeur marchande finale de tous les biens et services produits dans un pays. C'est l'indicateur le plus fréquemment utilisé de l'activité économique. L'approche du PIB par industrie (ou PIB basé sur la production) est la somme de la valeur ajoutée brute (production moins consommation intermédiaire) de tous les secteurs industriels et de services de l'économie (aux prix de base), plus toutes les taxes moins les subventions sur les produits. Ce concept est ajusté pour l'inflation.

Indice KOSPI : L'indice KOSPI est un indice pondéré par la capitalisation de toutes les actions ordinaires sur le tableau principal de la Bourse de Corée. L'indice a été développé avec une valeur de base de 100 au 4 janvier 1980. Remarque : Les actions préférentielles sont exclues du calcul de l'indice KOSPI depuis le 14 juin 2002.

Indice MSCI All-Country World : Un indice pondéré par la capitalisation boursière ajustée au flottant libre qui mesure la performance des marchés boursiers dans les marchés développés et émergents à l'échelle mondiale, offrant une vue d'ensemble complète des tendances boursières internationales.

Indice MSCI Australia : Mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation du marché australien. Avec 57 constituants, l'indice couvre environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée au flottant libre en Australie.

Indice MSCI Brazil : Mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation au Brésil, couvrant environ 85 % du marché boursier brésilien.

Indice MSCI Canada : Mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation du marché canadien. Avec 85 constituants, l'indice couvre environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée au flottant libre au Canada.

Indice MSCI China : Cet indice offre une couverture complète des actions de grande et moyenne capitalisation à travers diverses classes d'actions chinoises, y compris les actions A, H, B, les Red chips, les P chips et les cotations étrangères telles que les ADR. Il représente environ 85 % du marché boursier chinois.

Indice MSCI Marchés Émergents : L'indice MSCI EM (Marchés Émergents) est un indice boursier pondéré par le flottant libre qui capture la représentation des grandes et moyennes capitalisations à travers les pays des marchés émergents. L'indice couvre environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée au flottant libre dans chaque pays.

DÉFINITIONS DES INDICES ET INFORMATIONS IMPORTANTES

Indice MSCI Europe : Un indice ajusté au flottant libre, pondéré par la capitalisation boursière, conçu pour mesurer la performance des actions sur les marchés européens développés.

Indice MSCI France : Mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation du marché français. Avec 60 constituants, l'indice couvre environ 85 % du marché boursier français.

Indice MSCI Global Private Infrastructure Asset : Un indice qui suit la performance des investissements en infrastructures privées dans le monde entier. Il fournit une référence pour évaluer les rendements et les risques associés aux actifs d'infrastructure, y compris les secteurs tels que le transport, les services publics et l'énergie.

Indice MSCI Global Property Fund : Mesure la performance des fonds d'investissement immobilier cotés dans le monde entier. Il inclut une gamme diversifiée de fonds immobiliers qui investissent dans divers types d'actifs immobiliers, tels que les propriétés commerciales, résidentielles, industrielles et de détail. L'indice offre aux investisseurs une vue d'ensemble complète du marché mondial des fonds immobiliers, fournissant des informations sur la performance et les tendances des investissements immobiliers à travers différentes régions et secteurs.

Indice MSCI India : Mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation en Inde, couvrant environ 85 % du marché boursier indien.

Indice MSCI Korea : Mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation en Corée du Sud, couvrant environ 85 % du marché boursier coréen.

Indice MSCI Taiwan : Mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation à Taïwan, couvrant environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée au flottant libre.

Indice MSCI United Kingdom : Mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation du marché britannique. Avec 77 constituants, l'indice couvre environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée au flottant libre au Royaume-Uni.

MSCI USA : Un indice qui mesure la performance des segments de grande et moyenne capitalisation du marché boursier américain. Il offre une vue d'ensemble complète des tendances et dynamiques du marché boursier américain.

MSCI World : L'indice MSCI World est un indice boursier pondéré par le flottant libre. Il a été développé avec une valeur de base de 100 au 31 décembre 1969. MXWO inclut les marchés développés mondiaux, mais n'inclut pas les marchés émergents.

NASDAQ (États-Unis) : Le NASDAQ est une grande bourse américaine connue pour sa plateforme de trading électronique et son accent sur les entreprises technologiques et axées sur la croissance. Il héberge l'indice NASDAQ-100, qui inclut 100 des plus grandes entreprises non financières cotées en bourse, en faisant un indicateur clé de la performance du secteur technologique.

Indice NCREIF Property—ODCE : L'indice NCREIF Open-End Diversified Core Equity (ODCE) est un indice de référence qui suit la performance des fonds immobiliers ouverts de base. Il se concentre sur des propriétés diversifiées et génératrices de revenus aux États-Unis, fournissant des informations sur la performance du marché immobilier de base.

Indice NCREIF Timberland Property : L'indice NCREIF Timberland est une mesure composite de rendement en série chronologique trimestrielle de la performance des investissements d'un large ensemble de propriétés forestières individuelles aux États-Unis acquises sur le marché privé à des fins d'investissement uniquement.

DÉFINITIONS DES INDICES ET INFORMATIONS IMPORTANTES

Indice des Dépenses de Consommation Personnelle

(PCE) : Une mesure complète des prix payés pour les biens et services par les résidents américains ou en leur nom. Il capture efficacement l'inflation ou la déflation à travers un large éventail de dépenses de consommation et reflète les changements dans le comportement des consommateurs.

Indice des Directeurs d'Achat : Les enquêtes PMI suivent le sentiment parmi les directeurs d'achat dans les entreprises de fabrication, de construction et/ou de services. Un indice de sentiment global est généralement calculé à partir des résultats des enquêtes sur la production, les commandes, les stocks, l'emploi, les prix, etc.

Indice Sensex : L'indice S&P BSE Sensex est un indice boursier pondéré par la capitalisation qui suit la performance de 30 entreprises bien établies et financièrement solides cotées à la Bourse de Bombay (BSE) en Inde. C'est l'un des indices boursiers les plus anciens et les plus suivis en Inde, servant de baromètre pour le marché boursier indien et l'économie. Le Sensex a une date et une valeur de base de 100 en 1978-1979. L'indice est passé à la méthodologie du flottant libre depuis le 01/09/03.

S&P 500® : Largement considéré comme le principal indicateur du marché boursier américain, cet indice inclut 500 entreprises leaders dans les principales industries, se concentrant sur le segment des grandes capitalisations. Il représente environ 80 % de la capitalisation boursière totale, en faisant un indicateur clé de la performance globale du marché.

Indice TAIEX : L'indice de la Bourse de Taïwan (TWSE), ou TAIEX, est un indice pondéré par la capitalisation de toutes les actions ordinaires cotées à la Bourse de Taïwan. L'indice a une valeur de base de 100 basée sur son niveau de 1966. L'indice est également connu sous le nom d'indice TSEC.

Rendement des Bons du Trésor Américain à 10 Ans : Le taux d'intérêt payé par le gouvernement américain sur son bon du Trésor à 10 ans. Il sert de référence clé pour d'autres taux d'intérêt et reflète le sentiment des investisseurs sur les conditions économiques futures et l'inflation.

Indice de Productivité du Travail aux États-Unis : Mesure l'efficacité du travail dans le secteur des entreprises non agricoles aux États-Unis en calculant la production réelle par heure travaillée. Cet indice reflète l'efficacité avec laquelle les apports de travail sont convertis en production économique, servant d'indicateur clé de la productivité et de la performance économique.

INFORMATIONS IMPORTANTES

RISQUES CLÉS

Les perspectives et les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Veuillez vous référer à la section « Définition des Indices et Termes » pour des informations importantes. Toutes les entreprises mentionnées sont présentées à titre d'illustration uniquement et ne sont pas destinées à être une recommandation ou une approbation par J.P. Morgan dans ce contexte.

Toutes les données de marché et économiques sont à jour en octobre 2024 et proviennent de Bloomberg Finance L.P. et FactSet, sauf indication contraire.

Ce document est à des fins d'information uniquement et peut vous informer sur certains produits et services offerts par les entreprises de banque privée, faisant partie de JPMorgan Chase & Co. (« JPM »). Les produits et services décrits, ainsi que les frais, charges et taux d'intérêt associés, sont susceptibles de changer conformément aux accords de compte applicables et peuvent différer selon les emplacements géographiques. Tous les produits et services ne sont pas offerts à tous les emplacements. Si vous êtes une personne handicapée et avez besoin d'une assistance supplémentaire pour accéder à ce document, veuillez contacter votre équipe J.P. Morgan ou nous envoyer un courriel à accessibility.support@jpmorgan.com pour obtenir de l'aide.

Veuillez lire toutes les Informations Importantes.

À des fins d'illustration uniquement. Les estimations, prévisions et comparaisons sont à la date indiquée dans le document.

Obligations à Haut Rendement—Les obligations à haut rendement (avec des notations égales ou inférieures à BB+/Ba1) comportent un risque plus élevé car elles sont notées en dessous de la catégorie investissement, ou pourraient ne pas être notées, ce qui implique un risque plus élevé de défaut de l'émetteur. De plus, le risque de dégradation de la notation est plus élevé pour les obligations à haut rendement par rapport aux obligations de catégorie investissement.

Investir dans des actifs alternatifs implique des risques plus élevés que les investissements traditionnels et convient

uniquement aux investisseurs avertis. Les investissements alternatifs comportent des risques plus importants que les investissements traditionnels et ne doivent pas être considérés comme un programme d'investissement complet. Ils ne sont généralement pas fiscalement efficaces, et un investisseur devrait consulter son conseiller fiscal avant d'investir. Les investissements alternatifs ont des frais plus élevés que les investissements traditionnels et peuvent également être fortement endettés et utiliser des techniques d'investissement spéculatives, ce qui peut amplifier le potentiel de perte ou de gain d'investissement. La valeur de l'investissement peut diminuer ainsi qu'augmenter, et les investisseurs peuvent récupérer moins que ce qu'ils ont investi.

Les produits structurés impliquent des dérivés. N'investissez pas dans ceux-ci à moins de bien comprendre et d'être prêt à assumer les risques associés. Les risques les plus courants incluent, mais ne sont pas limités à, le risque de développements de marché défavorables ou imprévus, le risque de qualité de crédit de l'émetteur, le risque d'absence de tarification standard uniforme, le risque d'événements défavorables impliquant toute obligation de référence sous-jacente, le risque de forte volatilité, le risque d'illiquidité/peu ou pas de marché secondaire, et les conflits d'intérêts. Avant d'investir dans un produit structuré, les investisseurs doivent examiner le document d'offre, le prospectus ou le supplément de prospectus accompagnant pour comprendre les termes réels et les risques clés associés à chaque produit structuré individuel. Tout paiement sur un produit structuré est soumis au risque de crédit de l'émetteur et/ou du garant. Les investisseurs peuvent perdre la totalité de leur investissement, c'est-à-dire subir une perte illimitée. Les risques énumérés ci-dessus ne sont pas complets. Pour une liste plus complète des risques impliqués avec ce produit particulier, veuillez parler à votre représentant J.P. Morgan. Si vous avez des doutes sur les risques impliqués dans le produit, vous pouvez clarifier avec l'intermédiaire ou demander un conseil professionnel indépendant.

Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

Les investissements dans les marchés émergents peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les marchés émergents impliquent un degré de risque plus élevé et une volatilité accrue. Les variations des taux de change et les différences dans les

DÉFINITIONS DES INDICES ET INFORMATIONS IMPORTANTES

politiques comptables et fiscales en dehors des États-Unis peuvent augmenter ou diminuer les rendements. Certains marchés étrangers peuvent ne pas être aussi politiquement et économiquement stables que les États-Unis et d'autres nations. Les investissements dans les marchés émergents peuvent être plus volatils.

Les investissements dans les matières premières peuvent avoir une plus grande volatilité que les investissements dans les titres traditionnels. La valeur des matières premières peut être affectée par les mouvements globaux du marché, la volatilité des indices de matières premières, les variations des taux d'intérêt, ou des facteurs affectant une industrie ou une matière première particulière, tels que la sécheresse, les inondations, le climat, les maladies du bétail, les embargos, les tarifs et les développements économiques, politiques et réglementaires internationaux. Investir dans les matières premières crée une opportunité de rendement accru mais, en même temps, crée la possibilité d'une perte plus importante.

Toutes les stratégies d'options ne conviennent pas à tous les investisseurs. Certaines stratégies peuvent exposer les investisseurs à des risques et pertes potentiels importants. Les investisseurs sont invités à examiner attentivement si les options ou les produits ou stratégies liés aux options conviennent à leurs besoins.

RISQUES GÉNÉRAUX ET INFORMATIONS Y AFFÉRENTES

Les opinions, stratégies et produits présentés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et présentent des risques. **Les investisseurs ne sont pas assurés de recouvrer l'intégralité du montant investi et les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** L'allocation/la diversification des actifs ne garantit pas un bénéfice ni une protection contre les pertes. Aucune décision d'investissement ne saurait être fondée exclusivement sur les informations contenues dans ce document. Nous vous recommandons vivement d'examiner avec la plus grande attention les services, les produits, les classes d'actifs (p. ex., les actions, les obligations, les investissements alternatifs, les matières premières, etc.) ou les stratégies présentés afin de déterminer s'ils sont adaptés à vos besoins. Vous devez également prendre en considération les objectifs, les risques, les frais et les dépenses associés aux services, produits ou stratégies d'investissement avant de prendre une décision

d'investissement. Pour retrouver toutes ces informations, obtenir des renseignements plus complets et discuter de vos objectifs et de votre situation, veuillez contacter votre équipe J.P. Morgan.

EXCLUSION DE RESPONSABILITÉ

Certaines des informations contenues dans ce document sont considérées comme fiables. Cependant, JPM n'apporte aucune garantie quant à leur exactitude, leur fiabilité ou leur exhaustivité et ne saurait engager sa responsabilité pour les pertes ou les préjudices (qu'ils soient directs ou indirects) résultant de l'utilisation de tout ou partie de ce document. Nous n'apportons aucune garantie quant aux calculs, graphiques, tableaux, diagrammes ou commentaires figurant dans ce document, lesquels ne sont fournis qu'à titre d'exemple ou indicatif. Les points de vue, opinions, estimations et stratégies exprimés dans ce document constituent notre jugement sur la base des conditions actuelles du marché et peuvent varier sans préavis. JPM n'est nullement tenu de mettre à jour les informations citées dans ce document en cas de modification. Les points de vue, estimations et stratégies exprimés dans ce document peuvent différer de ceux exprimés par d'autres divisions de JPM, ou des points de vue exprimés à d'autres fins ou dans un autre contexte, et **ce document ne doit pas être considéré comme un rapport de recherche.** Les résultats et les risques anticipés se fondent exclusivement sur les exemples hypothétiques présentés ; les résultats et les risques effectifs varieront en fonction des circonstances particulières. Les déclarations prospectives ne doivent pas être considérées comme des garanties ou des prédictions concernant des événements futurs.

Ce document ne saurait être interprété comme pouvant donner lieu à une obligation d'attention à votre égard ou à l'égard d'un tiers, ou à l'instauration d'une relation de conseil. Ce document ne doit en aucun cas être considéré comme une offre, une sollicitation, une recommandation ou un conseil (financier, comptable, juridique, fiscal ou autre) donné par J.P. Morgan et/ou ses dirigeants ou employés, que cette communication ait été transmise ou non à votre demande. J.P. Morgan, ses filiales et ses collaborateurs ne fournissent pas de conseils de nature comptable, juridique ou fiscale. Vous êtes invité(e) à consulter vos propres conseillers fiscaux, juridiques et comptables avant d'effectuer une opération financière.

INFORMATIONS IMPORTANTES CONCERNANT VOS PLACEMENTS ET LES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

Des conflits d'intérêts surviendront chaque fois que JPMorgan Chase Bank, N.A. ou l'une de ses filiales (collectivement, « J.P. Morgan ») possèdent une incitation financière ou autre réelle ou supposée dans sa gestion des portefeuilles de nos clients à agir d'une manière qui bénéficie à J.P. Morgan. Des conflits peuvent par exemple se produire (dans la mesure où votre compte autorise de telles activités) dans les cas suivants : (1) lorsque J.P. Morgan investit dans un produit d'investissement, tel qu'un fonds commun de placement, un produit structuré, un compte géré séparément ou un hedge fund créé ou géré par JPMorgan Chase Bank, N.A. ou une filiale telle que J.P. Morgan Investment Management Inc. ; (2) lorsqu'une entité J.P. Morgan obtient des services, y compris l'exécution et la compensation des ordres, de la part d'une filiale ; (3) lorsque J.P. Morgan reçoit un paiement à la suite de l'achat d'un produit d'investissement pour le compte d'un client ; ou (4) lorsque J.P. Morgan reçoit un paiement au titre de la prestation de services (y compris un service aux actionnaires, la tenue de registres ou la conservation) en ce qui concerne les produits d'investissement achetés pour le portefeuille d'un client. Les relations qu'entretient J.P. Morgan avec d'autres clients peuvent donner lieu à des conflits d'intérêt qui peuvent également survenir lorsque J.P. Morgan agit pour son propre compte.

Les stratégies d'investissement sont choisies à la fois par des gestionnaires d'actifs de J.P. Morgan et des gestionnaires d'actifs tiers et sont vérifiées par nos équipes d'analystes et de gestionnaires. Nos équipes responsables de la construction des portefeuilles sélectionnent, dans cette liste de stratégies, celles qui concordent avec nos objectifs d'allocation d'actifs et nos prévisions, afin d'atteindre l'objectif d'investissement du portefeuille.

En règle générale, nous préférons les stratégies gérées par J.P. Morgan. La proportion de stratégies gérées par J.P. Morgan devrait être importante (jusqu'à 100 %) pour les stratégies telles que, par exemple, les liquidités et les obligations de haute qualité, conformément à la législation en vigueur et aux conditions spécifiques au compte.

Bien que nos stratégies gérées en interne concordent généralement avec nos perspectives et malgré notre connaissance des processus d'investissement, ainsi que de la

philosophie en matière de risque et de conformité qui découle de notre appartenance à la même société, nous tenons à rappeler que J.P. Morgan perçoit des commissions globales plus élevées lorsque des stratégies gérées en interne sont sélectionnées. Nous donnons la possibilité de choisir d'exclure les stratégies gérées par J.P. Morgan (en dehors des produits de trésorerie et de liquidité) dans certains portefeuilles.

INFORMATIONS RÉGLEMENTAIRES, SUR LA MARQUE ET SUR L'ENTITÉ JURIDIQUE

Aux **États-Unis**, les comptes de dépôts bancaires et les services connexes, tels que les comptes chèques, les comptes épargne et les prêts bancaires, sont proposés par **JPMorgan Chase Bank, N.A.** Membre de la FDIC.

JPMorgan Chase Bank, N.A. et ses sociétés affiliées (conjointement « **JPMCB** ») proposent des produits d'investissement, qui peuvent inclure des comptes bancaires d'investissement gérés et des services de dépôt, dans le cadre de leurs services fiduciaires et de trust. Les autres produits et services d'investissement, tels que les comptes de courtage et de conseil, sont proposés par **J.P. Morgan Securities LLC** (« **JPMS** »), membre de la FINRA et de la SIPC. Les produits d'assurance sont fournis par l'intermédiaire de Chase Insurance Agency, Inc. (CIA), une agence d'assurance menant ses activités sous le nom de Chase Insurance Agency Services, Inc. dans l'État de Floride. JPMCB, JPMS et CIA sont des sociétés affiliées sous le contrôle commun de JPM. Produits non disponibles dans tous les États.

En **France**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE - succursale de Paris**, sise 14, Place Vendôme 75001 Paris, France, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et supervisée conjointement par la BaFin, la Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank) et la Banque centrale européenne (BCE) sous le numéro 842 422 972 ; J. P. Morgan SE - succursale de Paris est également supervisée par les autorités bancaires françaises, l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En **Allemagne**, ce document est publié par **J.P. Morgan SE**, sise à Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Allemagne, autorisée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank) et la Banque centrale européenne (BCE). Au **Luxembourg**,

DÉFINITIONS DES INDICES ET INFORMATIONS IMPORTANTES

ce document est publié par **J.P. Morgan SE – Succursale luxembourgeoise**, sise à European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE – Succursale du Luxembourg est également sous l'autorité de tutelle de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ; immatriculée sous R.C.S. Luxembourg B255938. Au **Royaume-Uni**, ce document est produit par **J.P. Morgan SE – Succursale de Londres**, sise au 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE – Succursale de Londres est également sous l'autorité de tutelle de la Financial Conduct Authority et de la Prudential Regulation Authority. En **Espagne**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, sise au Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espagne, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE, Sucursal en España est également sous l'autorité de tutelle de la Commission espagnole du marché des valeurs mobilières (CNMV) ; enregistrée auprès de la Banque d'Espagne en tant que succursale de J.P. Morgan SE sous le code 1516. En **Italie**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE – Succursale de Milan**, sise à Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italie, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE – Succursale de Milan est également sous l'autorité de tutelle de la Banque d'Italie et la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ; enregistrée auprès de la Banque d'Italie en tant que succursale de J.P. Morgan SE sous le code 8079 ; numéro d'enregistrement à la Chambre de commerce de Milan : REA MI - 2542712. Aux **Pays-Bas**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE – Succursale d'Amsterdam**, sise au World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Pays-Bas, autorisée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité

de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque européenne Banque centrale (BCE) ; J.P. Morgan SE – succursale d'Amsterdam est également autorisée et sous l'autorité de tutelle de De Nederlandsche Bank (DNB) et de l'Autoriteit Financiële Markten (AFM) aux Pays-Bas. Enregistré auprès du Kamer van Koophandel en tant que filiale de J.P. Morgan Bank SE sous le numéro d'enregistrement 71651845. Au **Danemark**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE – succursale de Copenhagen, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland**, sise à Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Danemark, autorisée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank) et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE – succursale de Copenhagen, filial af J.P. Morgan SE, Tyskland est également sous l'autorité de tutelle de la Finanstilsynet (Danish FSA) et enregistrée auprès de Finanstilsynet en tant que succursale de J.P. Morgan SE sous le code 29010. En **Suède**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial**, sise à Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Suède, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank) et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE – Stockholm Bankfilial est également sous l'autorité de tutelle de la Finansinspektionen (FSA suédoise) ; enregistrée auprès de Finansinspektionen en tant que succursale de J.P. Morgan SE. En **Belgique**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE – Succursale de Bruxelles** dont le siège social est sis 35 Boulevard du Régent, 1000, Bruxelles, Belgique, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et supervisée conjointement par la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank) et la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE – Succursale de Bruxelles est également supervisée par la Banque Nationale de Belgique (BNB) et l'Autorité des Services et Marchés Financiers (FSMA) en Belgique ; enregistrée auprès de la BNB sous le numéro d'enregistrement 0715.622.844. En **Grèce**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE – Succursale d'Athènes**, dont le siège social est sis 3 Haritos Street, Athènes, 10675, Grèce, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et supervisée conjointement par la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank

DÉFINITIONS DES INDICES ET INFORMATIONS IMPORTANTES

et la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE – Succursale d'Athènes est également supervisée par la Banque de Grèce ; enregistrée auprès de la Banque de Grèce en tant que succursale de J.P. Morgan SE sous le code 124 ; numéro d'enregistrement de la Chambre de commerce d'Athènes 158683760001 ; numéro de TVA 99676577.

En **Suisse**, ce document est distribué par **J.P. Morgan (Suisse) SA**, qui est réglementée en Suisse par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). J.P. Morgan (Suisse) SA, dont le siège social est au 35 rue du Rhône, 1204, Genève, Suisse, est agréée et supervisée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), en tant que banque et courtier en valeurs en Suisse. Cette communication est une publication dans le cadre de la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MIFID II) et de la Loi fédérale suisse sur les services financiers (FINSa). Les investisseurs ne doivent pas souscrire ni acheter d'instruments financiers mentionnés dans cette publication, sauf sur la base des informations contenues dans tout document juridique applicable, qui est ou sera mis à disposition dans les juridictions concernées (selon les besoins).

Les références à « J.P. Morgan » faites dans ce document désignent JPM, ses différentes filiales et sociétés affiliées à travers le monde. « La Banque Privée de J.P. Morgan » est la marque commerciale utilisée par JPM pour ses opérations de banque privée. Le présent document est destiné à une utilisation strictement personnelle et il ne doit pas être diffusé à un tiers quelconque, ou utilisé par un tiers quelconque, ni dupliqué afin d'être utilisé à des fins autres qu'une utilisation personnelle sans notre permission. Si vous avez des questions ou si vous ne souhaitez plus recevoir ce type de communication, veuillez contacter votre représentant J.P. Morgan.

© 2024 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés

