

PERSPECTIVES SEMESTRIELLES 2026

Un avenir prometteur ou sous pression ?

Qu'est-ce qui pourrait mal
tourner, et qu'est-ce qui
pourrait bien se passer ?



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
• PEUVENT PERDRE DE LA VALEUR

Préambule

Aujourd'hui, les investisseurs évoluent dans un environnement incertain. Les marchés sont en perpétuelle mutation, ballotés par des actualités contradictoires et confrontés à des bouleversements technologiques et géopolitiques. Sous-jacentes à ces évolutions, les structures du monde ont profondément changé par rapport à il y a dix ans, avec des implications majeures pour le positionnement des portefeuilles. Dans ce contexte volatil, nous ne misons pas sur une seule version de l'avenir.

À la place, nos Perspectives tracent une voie à travers de multiples futurs possibles.

Les thèmes majeurs que nos Perspectives 2026 avaient identifiés il y a six mois – fragmentation mondiale, inflation et intelligence artificielle – ont évolué rapidement et gagné en importance. Pour chacun d'eux, nous analysons les scénarios favorables et défavorables, en identifiant les classes d'actifs et les stratégies conçues pour résister, que les portefeuilles soient orientés vers la croissance ou la stabilité.

Nous abordons le second semestre de l'année avec sélectivité, mais aussi avec confiance. Notre objectif n'est pas de prédire les chocs. Nous nous engageons à construire des portefeuilles qui vous permettent de rester investi, quoi qu'il advienne. Des marchés sous tension peuvent offrir des points d'entrée aux investisseurs disciplinés.

Ce qui suit présente des pistes pour les investisseurs, des idées pour un monde en mutation. On pourrait dire que, même si les marchés subissent davantage de pressions, ils recèlent aussi plus de promesses.

La fragmentation mondiale et la fin du « dividende de la paix » ont accru le coût de la stabilité et redéfini les opportunités dans certains marchés émergents, l'or, la défense et les entreprises qui renforcent la résilience domestique. L'ajout de l'inflation à ce contexte appelle à privilégier les actifs réels et à adopter une vision élargie de la diversification, incluant les stratégies alternatives. Enfin, à mesure que l'intelligence artificielle progresse, nous sommes convaincus que cette transformation n'en est qu'à ses débuts.

Nous sommes fiers d'être votre partenaire financier et restons pleinement engagés à vous accompagner dans la réalisation de vos objectifs, au fil des évolutions de marché.

Nous vous remercions de la confiance et de la fidélité que vous accordez à J.P. Morgan.



David Frame
CEO, Global Private Bank



Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank



Martin Marron
CEO, Wealth Management Solutions

Points clés

◇ Investir dans un contexte de fragmentation mondiale et de tensions géopolitiques

Regardez au-delà des scénarios les plus défavorables—envisagez d'ajouter des titres américains et certains titres de marchés émergents, ainsi que les bénéficiaires de la hausse des dépenses de sécurité.

◇ Préparez-vous à une inflation plus persistante

Les chocs énergétiques sont la dernière force à déclencher une inflation plus élevée et plus volatile.

Planifiez avec discernement et cherchez à diversifier au-delà des actions et obligations traditionnelles, en intégrant des actifs réels et des stratégies de hedge funds sélectionnées.

◇ Se positionner pour un supercycle continu de l'IA

L'adoption record de l'IA génère de véritables gains de productivité.

Envisagez de détenir les bénéficiaires des investissements dans les centres de données, explorez les marchés privés et évitez les logiciels hérités vulnérables.

◇ Posez les questions difficiles

Le monde est structurellement différent d'il y a dix ans.

- Est-ce que vos liquidités érodent votre patrimoine?
- Votre portefeuille a-t-il été soumis à un test de résistance?
- Les actions et obligations suffisent-elles pour le prochain cycle d'investissement?

Sommaire

Partie 1

Fragmentation : investir dans l'incertitude

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

- ◇ Les goulets d'étranglement énergétiques et des semi-conducteurs se referment
- ◇ Le choc énergétique met en lumière les défis de l'Europe
- ◇ La relation sino-américaine oriente la politique industrielle

Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

- ◇ Les marchés émergents pourraient en bénéficier
 - ◇ Les marchés développés pourraient trouver un équilibre entre mondialisation et autonomie
 - ◇ Un marché haussier structurel pour les actifs chinois
-

Partie 2

Inflation : une menace persistante pour le pouvoir d'achat

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

- ◇ Les années 2020 pourraient rééditer les années 1970
- ◇ Un choc des prix de l'énergie pourrait se conjuguer à une inflation persistante

Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

- ◇ La détente du marché du travail contrecarre la hausse des prix
 - ◇ Les droits de douane et les chocs énergétiques pourraient s'avérer temporaires ;
 - ◇ la désinflation immobilière est durable
 - ◇ La concurrence mondiale pourrait plafonner l'inflation
-

Partie 3

Intelligence artificielle : ne sous-estimez pas le supercycle ni son potentiel désinflationniste

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

- ◇ L'IA pourrait bouleverser le marché du travail
- ◇ L'IA pourrait perturber les modèles économiques existants plus rapidement qu'anticipé
- ◇ Les introductions en bourse pourraient marquer le sommet du cycle

Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

- ◇ Le cycle d'investissement dans l'IA pourrait continuer à soutenir l'expansion
 - ◇ L'IA pourrait générer des gains de productivité et une expansion des marges, soutenant les valorisations
 - ◇ L'IA pourrait accroître la productivité, permettant des taux d'intérêt plus bas, et une réduction du ratio dette/PIB
-

Conclusion

- ◇ Les chocs et déséquilibres créent des points d'entrée pour les investisseurs patients

Introduction

L'économie mondiale est soumise à des forces contradictoires, tantôt convergentes, tantôt divergentes. Dans cette mise à jour de mi-année de nos Perspectives 2026, nous actualisons notre analyse des marchés et de l'économie, en nous appuyant sur nos vues formulées en début d'année. À ce moment-là, nous avons affirmé que trois forces puissantes et interconnectées—l'intelligence artificielle (IA), la fragmentation et l'inflation—définissaient une nouvelle frontière de marché. Jusqu'à présent, ces vues se sont révélées prémonitoires.

Dans cette édition, nous explorons ce qui pourrait bien ou mal tourner pour ces thèmes clés et identifions les implications concrètes pour les portefeuilles aujourd'hui.

Comprendre chacun d'eux demeure essentiel pour protéger et accroître votre patrimoine dans les mois et années à venir.

Fragmentation

La fragmentation mondiale, incluant les conflits au Moyen-Orient et en Europe de l'Est, a entraîné une revalorisation des actifs risqués. Les prix du pétrole brut ont presque doublé, puis annulé cette flambée, depuis le début de l'année. Les principaux marchés actions ont connu des corrections d'environ 10 % et les actions des marchés émergents ont subi une volatilité encore plus marquée. Les marchés de taux anticipent de nouveaux cycles de hausse de la part de certaines banques centrales.

Et les probabilités de récession ont fluctué. Même en cas de résolution du conflit, les dommages initiaux sur les infrastructures énergétiques physiques et la prime de risque sur les matières premières continueront de générer des frictions économiques.

Nous pensons que les investisseurs de long terme devraient considérer ces moments comme des opportunités d'accroître leur exposition aux actions sur le long terme.

Inflation

L'inflation est souvent alimentée par les conflits géopolitiques—un schéma bien connu. Mais les difficultés ont commencé avant le choc énergétique de mars. L'inflation sous-jacente et globale aux États-Unis évoluait déjà autour de 3 %. Ce que rapportaient les liquidités au-dessus du taux d'inflation constituait un maigre coussin. Désormais, l'écart entre les rendements des liquidités et l'inflation s'est réduit, et semble devoir se resserrer davantage.

Une allocation traditionnelle 60 % actions/40 % obligations (60/40) peut être mise sous pression par une inflation plus volatile—les deux classes d'actifs pourraient reculer davantage si l'inflation s'avère plus persistante que prévu.

Alors qu'un nouveau choc économique ponctuel se déroule dans l'ère post-COVID, nous continuons de penser que le plancher de l'inflation est plus élevé qu'avant la pandémie et que la corrélation entre actions et obligations pourrait désormais être structurellement plus forte. Les chocs successifs pourraient devenir la nouvelle norme. Nous poursuivons la recherche d'expositions de portefeuille affichant une volatilité inférieure à celle des marchés actions, mais également une corrélation positive à l'inflation—pour potentiellement générer des rendements réels et atténuer les pertes liées aux chocs inflationnistes.

Intelligence artificielle

L'intelligence artificielle pourrait effectivement s'avérer une force désinflationniste significative à moyen terme. Mais ce futur potentiel—dans lequel les gains de productivité induits par l'IA réduisent la dette, et où le supercycle de l'IA stimule l'expansion mondiale et améliore la rentabilité des entreprises—est absent du discours actuel, qui regorge de contradictions. Alors que la demande des investisseurs privés pour des participations dans les leaders de l'IA demeure forte, le marché coté a sanctionné les entreprises qui construisent les centres de données, car les investisseurs doutent que ces dépenses se traduisent par des retours sur investissement.

Des penseurs influents mettent en garde contre le « chômage technologique » lié au déploiement et à l'adoption généralisés de l'IA. Pourtant, de nombreuses actions de semi-conducteurs se négocient à des multiples cours/bénéfices (P/E) qui laissent entendre que le cycle d'investissement dans les centres de données aurait déjà atteint son apogée. Le secteur des logiciels pourrait procéder à des licenciements pour accroître son efficacité, mais historiquement, les transitions technologiques tendent à créer plus d'emplois qu'elles n'en détruisent.

Ces contradictions créent des opportunités, en particulier pour les investisseurs de long terme. Alors que le conflit au Moyen-Orient a concentré l'attention des marchés au premier semestre de l'année, nous pensons que l'IA constitue le moteur de performance le plus durable. Les éléments dont nous disposons suggèrent que l'IA est un accélérateur de productivité, un générateur de revenus et un élargisseur de marges, et même si certains secteurs sont perturbés, elle pourrait au final créer plus d'emplois qu'elle n'en supprime.

Alors que les marchés reflètent une pression accrue sur nos trois thèmes centraux, nous encourageons les investisseurs à se poser plusieurs questions essentielles :

- ◇ Vos liquidités érodent-elles votre patrimoine ?
- ◇ Votre portefeuille a-t-il été soumis à un test de résistance ?
- ◇ Les actions et obligations suffisent-elles pour le prochain cycle d'investissement ?

NOS RÉPONSES :

Les liquidités risquent fort d'être un frein, surtout après inflation. Nous considérons que les actifs alternatifs sont une nécessité stratégique dans cette nouvelle ère. Et le supercycle de l'IA ne fait peut-être que commencer.

Nos *Perspectives semestrielles 2026* explorent ce que cette pression pourrait signifier pour les investisseurs — et les scénarios favorables susceptibles d'offrir des opportunités pour les portefeuilles.

Partie 1

Fragmentation : investir dans l'incertitude





L'une des conséquences les plus évidentes de la fragmentation mondiale a été la fermeture du détroit d'Ormuz. Déclenchée par une attaque conjointe américano-israélienne contre l'Iran, elle a provoqué le plus grand choc d'offre pétrolière depuis la Seconde Guerre mondiale.¹

Les marchés baissiers de 1990 et 2022 étaient également associés à des chocs sur les prix de l'énergie dus à des conflits (la première guerre du Golfe et l'invasion de l'Ukraine par la Russie). Aujourd'hui, les investisseurs doivent naviguer les marchés avec une Maison Blanche susceptible de commettre des erreurs d'appréciation, avec des conséquences potentielles pour l'économie mondiale. Même si le conflit semble s'orienter vers une désescalade, nous pensons que la perturbation a duré suffisamment longtemps pour provoquer une inflation plus élevée et une croissance mondiale plus faible.

Plutôt que de considérer les conflits au Moyen-Orient comme des chocs isolés, il serait plus pertinent de les replacer dans la continuité des tendances que les investisseurs surveillent depuis la pandémie de COVID-19. Le monde est devenu plus fragmenté et potentiellement plus dangereux, et les réactions des décideurs politiques influencent les marchés et les économies.

La politique commerciale américaine a été réorientée vers le rapatriement des chaînes d'approvisionnement. Les responsables européens se sont engagés à doubler, voire tripler, les dépenses de défense et d'infrastructures en part du PIB. La Chine a fait de l'indépendance en ressources naturelles et en énergie l'une de ses priorités, tout en maintenant sa part des exportations mondiales et en étendant son influence dans le Sud global.

¹ Agence internationale de l'énergie, « Rapport sur le marché pétrolier », 14 avril 2026.

FRAGMENTATION : INVESTIR DANS L'INCERTITUDE

Ces décisions politiques déterminent les évolutions de marché. Les valeurs de la défense européenne ont doublé en 2025, et les actions mondiales liées aux ressources naturelles ont progressé de près de 30 % sur la même période. Les actions des marchés émergents (EM) ont surperformé celles des marchés développés (DM) de 11 % l'an dernier. L'or, longtemps considéré comme un instrument de diversification face aux risques géopolitiques et aux déficits souverains, a bondi d'environ 130 % au cours des trois dernières années.

Jusqu'à présent, les marchés actions ont résisté à cette réorientation mondiale et certaines expositions thématiques ont surperformé. Le risque demeure toutefois que les turbulences géopolitiques continuent de perturber deux intrants essentiels – le pétrole et les semi-conducteurs –, avec des conséquences majeures pour l'économie mondiale, les marchés financiers et les flux de capitaux. (Les terres rares constituent une autre vulnérabilité critique et connexe.)

La lutte stratégique entre les États-Unis et la Chine, ainsi que les vents contraires structurels en Europe, sont également des dynamiques essentielles que nous jugeons importantes à comprendre et à interpréter pour les investisseurs.

Parallèlement, les investisseurs de long terme ont historiquement été récompensés pour avoir investi à travers l'incertitude géopolitique. Nous considérons également plausible que cette période de bouleversements puisse déboucher sur un nouvel équilibre, permettant une réduction des primes de risque pour les marchés émergents, une Europe plus unifiée et une Chine plus favorable aux actionnaires.

Nous ne savons pas si ce processus de fragmentation géopolitique aboutira à un ordre mondial plus pacifique ou plus chaotique. Mais nous pensons savoir quels actifs, régions et entreprises pourraient potentiellement en bénéficier, quel que soit le scénario.

Il est crucial de noter que les conditions à court terme semblent offrir une opportunité convaincante pour les investisseurs de long terme d'accroître leurs positions sur les marchés actions.



Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

1.

Les goulets d'étranglement énergétiques et des semi-conducteurs se referment

L'un des risques les plus tangibles pour l'économie mondiale réside dans sa dépendance à l'égard de matériaux critiques transitant par des corridors physiques étroits. Cette dépendance est particulièrement visible en deux endroits : Taïwan et le Moyen-Orient. Parce que ces régions sont fortement liées aux secteurs des semi-conducteurs et de l'énergie, elles représentent les lignes de faille potentielles d'une économie mondiale plus fragmentée.

Les conflits au Moyen-Orient constituent un risque évident pour l'économie mondiale. Le détroit d'Ormuz est essentiel pour les exportations mondiales d'énergie. Environ 20 millions de barils de pétrole transitent chaque jour par ce corridor étroit—soit près d'un cinquième de la consommation mondiale de pétrole et près d'un quart du commerce pétrolier maritime. Près de 20 % des expéditions mondiales de gaz naturel liquéfié (GNL) empruntent la même route.²

Dans les jours qui ont suivi les premières frappes américaines et israéliennes, les prix du pétrole brut ont presque doublé, et le prix du GNL en Europe a bondi de près de 100 % en deux jours. Le PDG de Qatar Energy a déclaré que plus de 15 % de la capacité de GNL du Qatar pourrait être hors ligne pendant cinq ans, suggérant un impact prolongé même en cas de désescalade des hostilités.

Tout blocage des exportations crée des répercussions en aval sur des produits connexes, tels que les engrais, les plastiques et même les semi-conducteurs. Le Qatar fournit environ 30 % de l'hélium mondial,³ un gaz essentiel au processus de fonderie. En conséquence, les autorités sud-coréennes ont mis en garde contre la possibilité d'arrêts de production dans l'industrie des semi-conducteurs.

Des responsables, de l'Asie du Sud au Danemark, ont incité leurs citoyens à réduire leurs déplacements en voiture, les compagnies pétrolières publiques indiennes doivent maintenir les prix stables, et les prix de l'essence aux États-Unis ont dépassé 4 dollars le gallon.⁴ Une prime de risque géopolitique durable a probablement été intégrée dans les prix de l'énergie pour un avenir prévisible. Bien que la croissance mondiale soit devenue beaucoup moins dépendante du pétrole au cours des 50 dernières années, l'économie mondiale reste néanmoins affectée par la hausse des prix pétroliers.⁵

Les coûts macroéconomiques sévères des chocs d'approvisionnement énergétique incitent les décideurs à investir dans des systèmes de production, de transmission et de stockage d'énergie plus diversifiés (gaz, nucléaire, solaire), sûrs et flexibles. Cela pourrait contribuer à réduire le risque de point de défaillance unique que la fermeture d'Ormuz a mis en lumière.

Une perturbation des semi-conducteurs pourrait être encore plus catastrophique

La perturbation économique causée par la fermeture du détroit d'Ormuz pourrait paraître mineure face à ce qui se produirait si la capacité de Taïwan à produire ou transporter des semi-conducteurs était compromise. TSMC, à Taïwan, fabrique plus de 90 % des semi-conducteurs avancés mondiaux. Taïwan importe également environ 90 % de son énergie primaire et 60 % de sa nourriture, laissant l'économie structurellement exposée à un blocus.⁶

² Administration américaine de l'information sur l'énergie, 31 mars 2025.

³ Service géologique des États-Unis, 2025.

⁴ Oxford Economics, « Asie-Pacifique : la disponibilité énergétique constitue le principal risque macroéconomique », 26 mars 2026.

⁵ Michael Cembalest, « Eye on the Market Energy Paper : Fighting Words », J.P. Morgan Asset & Wealth Management, mars 2026.

⁶ Michael Cembalest, « Eye on the Market Outlook 2026 : Smothering Heights », J.P. Morgan Asset & Wealth Management, janvier 2026.

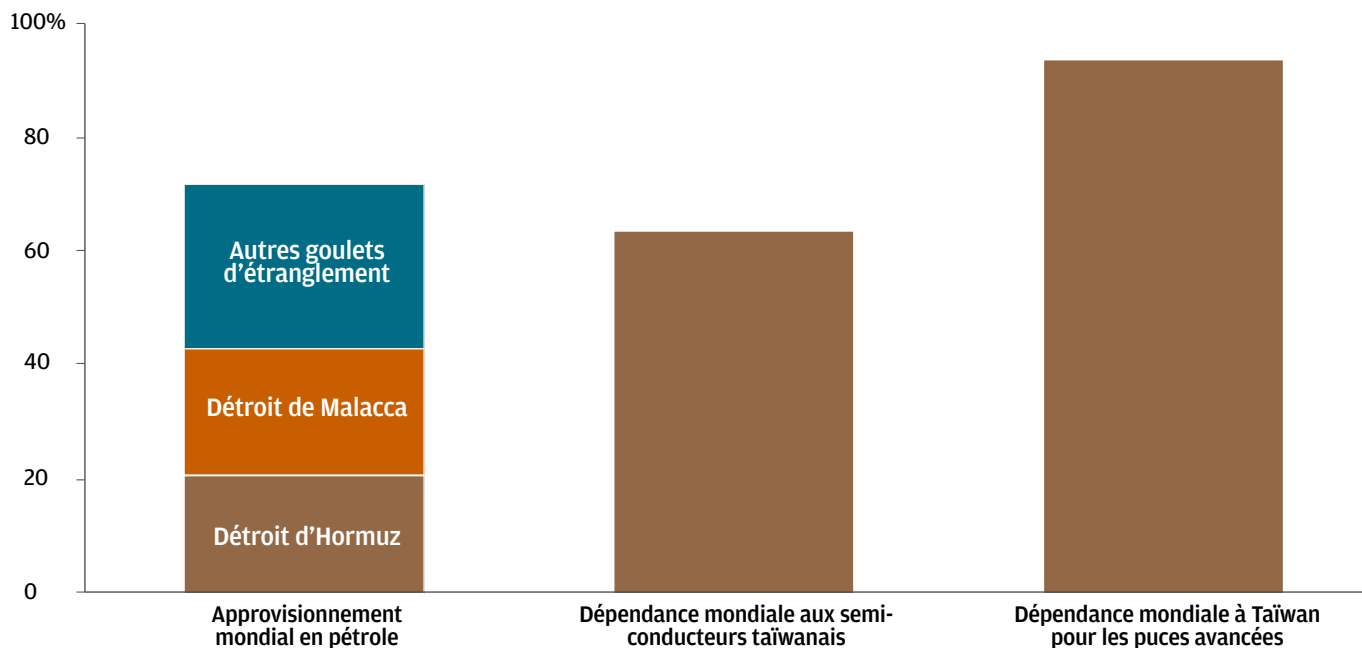
FRAGMENTATION : INVESTIR DANS L'INCERTITUDE

Bien que le président chinois Xi Jinping aurait ordonné à l'armée d'être prête à pouvoir s'emparer de Taïwan d'ici 2027, les marchés ne valorisent pas une escalade imminente.⁷ Les marchés de prédiction estiment la probabilité d'un affrontement militaire avant 2027 à environ 11 %—et l'Armée populaire de libération manque d'expérience de combat moderne, n'ayant pas participé à des combats actifs depuis plus de 40 ans. Quoi qu'il en soit, les enjeux sont considérables.

Un blocus du détroit de Taïwan bouleverserait l'écosystème technologique mondial et les marchés de biens de consommation, et paralyserait probablement TSMC. Les économistes estiment qu'un blocus de Taïwan représenterait un choc de -5 % sur la croissance du PIB mondial. Les entreprises américaines pourraient fonctionner sur leurs stocks pendant seulement quelques mois. Une perturbation prolongée serait probablement catastrophique pour l'économie mondiale. Une estimation du coût d'un blocus de Taïwan suggère que le PIB américain pourrait chuter de 6,7 %—soit l'équivalent de la crise financière mondiale (GFC)—tandis que celui de la Chine pourrait reculer de 17 %.⁸

LE COMMERCE DU PÉTROLE ET DES SEMICONDUCTEURS DÉPEND DES GOULETS D'ÉTRANGLEMENT

Dépendance régionale, %



Sources : U.S. Energy Information Administration (EIA), Short-Term Energy Outlook, février 2026, et analyse EIA basée sur le suivi des pétroliers Vortexa et les données de l'Autorité du canal de Panama, utilisant les facteurs de conversion et calculs de l'EIA. BP Statistical Review, ROC Taiwan, Global Guardian. Données pétrolières au 1er semestre 2025, données sur les semi-conducteurs pour 2024. Remarques : Le commerce maritime mondial du pétrole exclut les volumes intra-pays, sauf ceux transitant par les goulets d'étranglement mondiaux et le Cap de Bonne-Espérance. Les détroits danois n'incluent pas les flux via le canal de Kiel. Les données pour le canal de Panama sont par exercice fiscal (du 1er octobre au 30 septembre).

⁷ Service de recherche du Congrès, « Taïwan : questions de défense et militaires », 9 février 2026.

⁸ « The \$10 Trillion Fight : Modélisation d'une guerre États-Unis-Chine autour de Taïwan », Bloomberg Economics, 8 janvier 2024.

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

2.

Le choc énergétique met en lumière les défis de l'Europe

La dépendance énergétique continue de poser problème à l'Europe. L'économie s'est diversifiée pour réduire sa dépendance au gaz naturel russe, mais a reporté cette dépendance vers la Norvège, les États-Unis et les États du Golfe.⁹ Bien que la région cherche à s'approvisionner auprès du Canada et de producteurs nord-africains, la diversification n'équivaut pas à l'autosuffisance. Les prix de l'électricité en Europe sont deux à quatre fois supérieurs à ceux des États-Unis, et les chocs sur les prix de l'énergie accentuent cette limite à la compétitivité européenne.¹⁰

Le conflit actuel a également un impact marqué sur la politique monétaire européenne. Le choc des prix de l'énergie a poussé l'inflation à la hausse, et la Banque centrale européenne (BCE) ainsi que la Banque d'Angleterre (BoE) ont laissé entendre une possible hausse des taux, même en l'absence de surchauffe de l'économie domestique.

La stabilité des prix étant le seul mandat de ces deux banques centrales, aucune ne dispose de la même flexibilité que la Réserve fédérale, dont le double mandat vise à équilibrer inflation et emploi.

Si les chocs externes sont pressants, les vents contraires structurels à la croissance et à l'innovation persistent. Les dépenses publiques européennes en défense et infrastructures devront être équilibrées avec les préoccupations liées aux déficits élevés. Parmi les dix pays ayant les ratios dette/PIB les plus élevés, six sont européens.¹¹

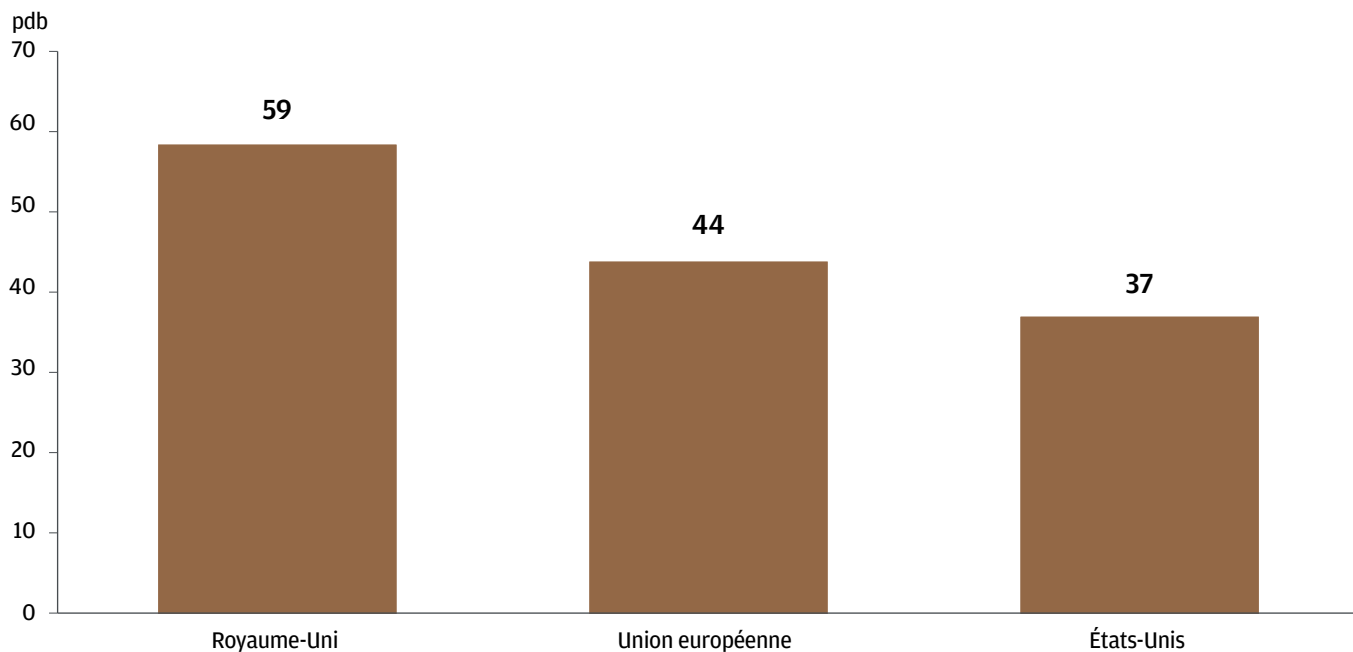
⁹ Les États-Unis représentent environ 27 % des importations de gaz de l'UE, contre 5 % en 2021. De nouveaux contrats pourraient porter ce chiffre à 40 % d'ici 2030, soit près de 80 % des importations totales de GNL, selon l'Institut pour l'économie de l'énergie et l'analyse financière.

¹⁰ Tom Fairless et Max Colchester, « L'élan vert de l'Europe a réduit les émissions – mais fragilisé l'économie », Wall Street Journal, 1er décembre 2025.

¹¹ Cela inclut le Royaume-Uni et cinq membres de l'UE : Grèce, Italie, France, Belgique et Espagne. FMI, 2024.

L'EUROPE A DÛ REPRICER PLUS QUE LES ÉTATS-UNIS

Variation des taux implicites au jour le jour pour décembre 2027, pdb



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 20 avril 2026. Variation mesurée par rapport aux prix du 27 février 2026.

FRAGMENTATION : INVESTIR DANS L'INCERTITUDE

L'adoption des budgets est également devenue un enjeu politique. Les impasses budgétaires successives en France en sont un exemple. Le Royaume-Uni illustre aussi cette contrainte, alors que l'économie jongle entre marges de manœuvre budgétaires, défis de productivité à long terme et marchés de la dette déjà méfiants face à l'endettement public. Le vieillissement démographique accentuera encore la pression sur les équilibres budgétaires. L'Union européenne (UE) fonctionne déjà à plusieurs vitesses—tous les États membres ne partagent pas l'euro ni ne participent pleinement à l'espace Schengen, par exemple.¹² Les tensions accrues entre le cœur de l'Europe et sa périphérie créeront probablement des gagnants et des perdants.

La montée de partis politiques populistes, moins centristes, suggère également que le pouvoir et les politiques pourraient évoluer, possiblement dès la fin des élections de 2026 dans huit États membres de l'UE.¹³

Par ailleurs, comme l'a souligné l'ancien président de la BCE Mario Draghi, l'innovation en Europe est freinée par la fragmentation réglementaire¹⁴ et un accès limité au financement. Les dépenses de recherche et développement, à environ 2,2 % du PIB, sont inférieures à celles des États-Unis (3,6 %) et de la Corée (5,2 %). La part de l'UE dans les revenus technologiques mondiaux a diminué tandis que celle des États-Unis a progressé, et la productivité européenne représente environ 77 % de celle des États-Unis. La part de l'Europe dans les flux mondiaux d'investissements directs étrangers (IDE) a été divisée par deux en cinq ans. L'investissement en capital-risque en Europe, équivalent à 0,05 % du PIB, est dix fois inférieur à celui des États-Unis.¹⁵

¹² Les dérogations formelles aux politiques et traités de l'UE, via des mécanismes tels que la « coopération renforcée », permettent à certains pays de progresser sans l'ensemble du bloc, mais institutionnalisent également une Europe à plusieurs vitesses.

¹³ Cinq États membres de l'UE – Slovaquie, Hongrie, Suède, Lettonie et Danemark – élisent de nouveaux parlements en 2026. Le Portugal, l'Estonie et la Bulgarie élisent des présidents en 2026.

¹⁴ L'UE compte 270 régulateurs liés à la technologie et plus de 100 lois relatives à la technologie.

¹⁵ Sharmila Whelan, « L'économie européenne résiste, mais les vents contraires s'intensifient », Haver Analytics, 8 octobre 2025.



Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

3.

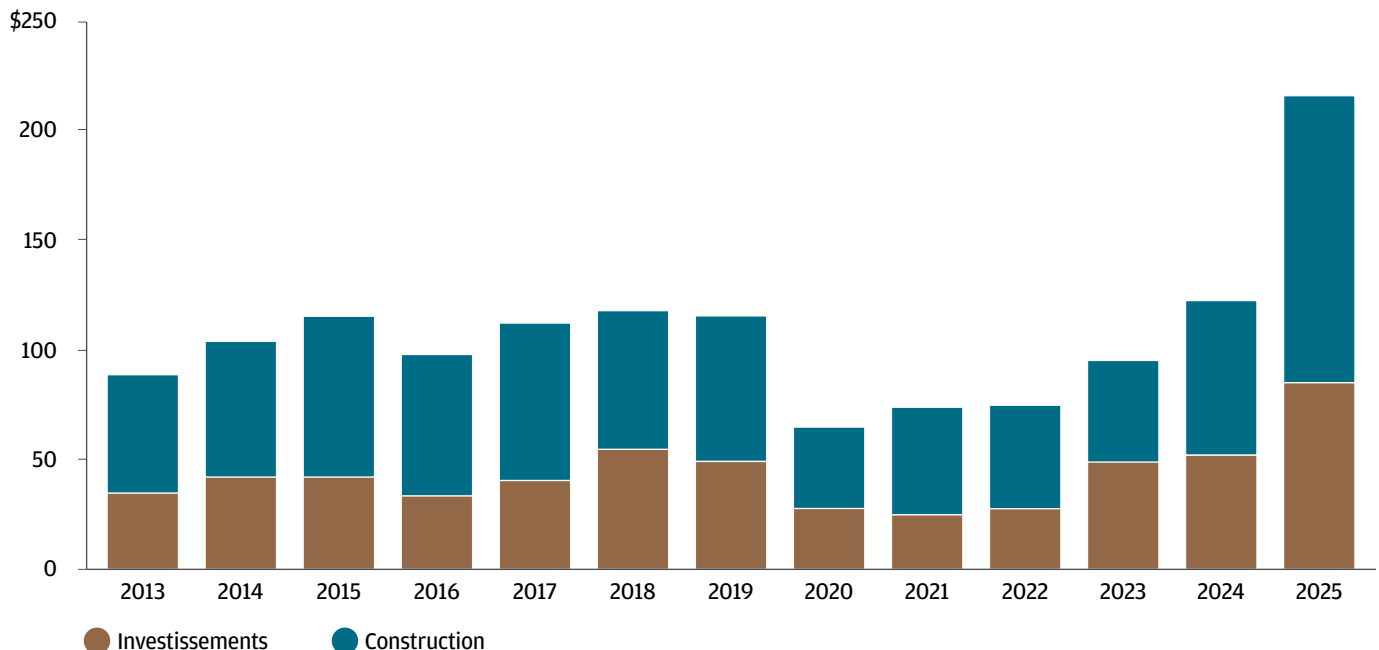
La relation sino-américaine oriente la politique industrielle

Peut-être le moteur structurel le plus important de la fragmentation mondiale est-il la relation de long terme entre les États-Unis et la Chine. Au fil du temps, la concurrence stratégique s'est de plus en plus exprimée à travers la politique industrielle : contrôles à l'exportation, régulation motivée par la sécurité, subventions, priorités de commande publique et règles de « chaîne d'approvisionnement de confiance » qui déterminent quelles entreprises peuvent participer.

L'implication pour les investisseurs : les marchés pourraient devenir plus segmentés, avec un fossé croissant entre les écosystèmes alignés sur les États-Unis et ceux alignés sur la Chine. La Chine profite de ce moment pour approfondir son influence dans des régions historiquement proches ou dépendantes des États-Unis. Des IDE ciblés et des initiatives mondiales d'envergure (notamment la *Belt and Road Initiative*) ont élargi l'empreinte financière et physique de Pékin. Selon le ministère chinois du Commerce, 2025 a été l'année la plus active pour les investissements *Belt and Road*, en valeur nominale, depuis le lancement du programme.

L'ANNÉE LA PLUS IMPORTANTE D'INVESTISSEMENTS DANS LA BELT AND ROAD?

Investissement direct non financier de la Chine dans les pays de la Belt and Road, en milliards de dollars



Source : Ministère du Commerce de Chine. Green Finance and Development Center. Données au 31 décembre 2025.

L'importance pour les investisseurs ne réside pas tant dans le volume des investissements que dans la durabilité des relations qu'ils créent. L'Amérique latine illustre comment la Chine a tissé des liens dans ce qui était autrefois considéré comme un bastion des États-Unis. La Chine a investi 53 milliards de dollars au Brésil en 2025, et 50 milliards dans d'autres pays d'Amérique latine depuis 2020, soutenant des corridors commerciaux et des relations d'approvisionnement en matières premières qui renforcent la profondeur stratégique de la Chine.¹⁶ Les échanges commerciaux des États-Unis avec l'Amérique du Sud sont passés de 270 milliards de dollars en 2010 à 378 milliards en 2025.

À titre de comparaison, ceux de la Chine avec l'Amérique du Sud sont passés de 158 milliards à 438 milliards sur la même période. En Europe, l'empreinte économique de la Chine est visible à travers sa part significative dans les importations de biens et une série d'investissements stratégiques dans les infrastructures et l'industrie, dont la prise de contrôle majoritaire du port du Pirée en Grèce par la société de transport maritime COSCO, basée à Shanghai.

L'implication chinoise inclut également la ligne ferroviaire Budapest-Belgrade et des projets de batteries pour véhicules électriques en Hongrie. Même dans l'Arctique, l'ambition chinoise de la « Route de la soie polaire » (en partenariat avec Moscou) traduit un intérêt croissant pour l'accès futur aux routes commerciales et aux ressources stratégiques. L'influence économique croissante de la Chine prend d'autant plus d'importance dans le contexte géopolitique actuel. Les conflits au Moyen-Orient ont détourné des ressources militaires américaines précieuses de l'Asie, y compris des systèmes avancés de défense antimissile, des Marines et la présence d'avions embarqués.

Les déclarations publiques de responsables au Japon, en Corée du Sud et aux Philippines témoignent d'une inquiétude accrue face à la montée en puissance militaire et à l'influence régionale de la Chine. Même sans confrontation directe, la perception d'une distraction américaine pourrait accélérer les stratégies de couverture des partenaires, les incitant à diversifier leurs relations de sécurité, leurs échanges commerciaux et leurs modes d'approvisionnement technologique.

Depuis que les États-Unis ont relevé les droits de douane sur les produits chinois en 2025, la Chine a également augmenté de façon substantielle ses exportations vers des marchés non américains et tissé de nouvelles relations commerciales, notamment avec les marchés émergents. Par exemple, de 2022 à août 2025, la part de la Chine dans les exportations de technologies propres vers les économies émergentes est passée de 23 % à 31 %, ¹⁷ soulignant l'influence croissante de la Chine sur les marchés mondiaux de l'énergie, qui pourrait devenir encore plus significative après le choc énergétique actuel.

Même si les exportations chinoises vers les États-Unis ont reculé de 20 % entre 2024 et 2025, la Chine a augmenté ses exportations globales de près de 200 milliards de dollars. Selon le JPMorganChase Center for Geopolitics, le dernier plan quinquennal du gouvernement chinois « présente la démondialisation et la concurrence comme les principaux moteurs de l'économie mondiale et, en conséquence, donne la priorité à la résilience des chaînes d'approvisionnement, à l'autosuffisance technologique et à la modernisation militaire ».¹⁸

¹⁶ Green Finance and Development Center, 2025. La Chine a investi environ 30 milliards de dollars depuis 2020 dans la région d'Amérique latine via l'initiative BRI, ce qui exclut les principaux investissements régionaux hors BRI, dont 53 milliards de dollars au Brésil en 2025 et 2,3 milliards de dollars en IDE net au Mexique entre 2017 et 2024, afin de soutenir les corridors commerciaux et les relations d'approvisionnement en matières premières qui renforcent la profondeur stratégique de la Chine.

¹⁷ BloombergNEF, août 2025.

¹⁸ Derek Chollet, « Window on the World », JPMC Center for Geopolitics, 2 avril 2026.



Les États-Unis (et leurs alliés) ripostent, façonnant des écosystèmes distincts

Les États-Unis réagissent activement. Près d'une décennie de politique tarifaire plus protectionniste a réduit de manière significative les importations directes américaines en provenance de Chine (même si certains produits chinois atteignent les États-Unis via des pays tiers).

Washington a également coordonné avec des alliés clés—notamment les Pays-Bas et le Japon—pour restreindre l'exportation d'équipements de semi-conducteurs avancés vers la Chine, et a incité plusieurs partenaires (dont le Royaume-Uni, le Canada et l'Australie) à exclure le leader technologique chinois Huawei de leurs réseaux critiques, invoquant des préoccupations de sécurité nationale. L'IA sera centrale dans l'évolution de la relation sino-américaine. Les puces Nvidia, conçues aux États-Unis et fabriquées à Taïwan, demeurent parmi les technologies les plus stratégiques de l'économie mondiale. Les politiques américaines d'exportation se sont de plus en plus orientées vers des restrictions calibrées sur certains produits avancés, avec des licences délivrées au cas par cas sous conditions strictes.

Les rapports selon lesquels des laboratoires chinois d'IA auraient tenté d'acquérir des puces restreintes par des canaux illicites¹⁹ soulignent un point clé pour les investisseurs : l'industrie nationale chinoise des semi-conducteurs progresse mais semble encore en retard sur le segment de pointe. Combler cet écart est désormais une priorité nationale en Chine, bénéficiant d'un soutien massif en capitaux et en politiques publiques.

Les États-Unis ont également commencé à contrer l'influence chinoise en Amérique latine. À la suite du raid américain ayant capturé le président vénézuélien Nicolás Maduro, dans le but d'installer un régime plus favorable à l'Amérique, la Cour suprême du Panama a également jugé inconstitutionnelle l'exploitation des canaux par CK Hutchinson, une société hongkongaise, rendant le contrôle au Panama. Il s'agit d'un changement substantiel. Le Panama était l'un des partenaires stratégiques les plus proches de la Chine dans la région.

La fragmentation comme catalyseur de « champions nationaux »

Au-delà des préoccupations immédiates de sécurité, le risque plus profond pour les investisseurs est une consolidation progressive d'un bloc économique centré sur la Chine, en concurrence avec un bloc aligné sur les États-Unis—chacun avec ses propres normes, chaînes d'approvisionnement et listes de fournisseurs « de confiance ». Il est important de noter que la Chine n'a pas besoin d'évincer complètement les États-Unis pour en tirer profit. Elle peut gagner si les partenaires commerciaux des États-Unis se contentent de couvrir leurs risques, en tissant des liens plus étroits avec Pékin, en adoptant des normes influencées par la Chine ou en orientant des investissements supplémentaires vers des chaînes d'approvisionnement alignées sur la Chine.

Pour les marchés, l'implication est structurelle : à mesure que les écosystèmes de production et d'échanges se bifurquent, les rendements refléteront de plus en plus l'alignement géopolitique et l'intégration stratégique, et non plus seulement la croissance et la rentabilité. L'accès aux marchés, les conditions de financement et l'intensité concurrentielle pourront diverger entre blocs.

¹⁹ Thomas Howell, Sujai Shivakumar et Charles Wessner, « Balancing the Ledger : Export Controls on U.S. Chip Technology to China », Center for Strategic and International Studies, 21 février 2024.

Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

1. Les marchés émergents pourraient en bénéficier

La fragmentation pourrait représenter une opportunité à long terme pour les marchés émergents. Le cadre macroéconomique est en place : des indicateurs clés, tels que le ratio dette/PIB des marchés émergents, l'inflation et les comptes courants, se sont nettement renforcés. Le volume moyen des réserves pétrolières des importateurs émergents a doublé depuis la fin de 2021. Les taux d'intérêt réels dans presque toutes les économies émergentes sont supérieurs à ceux des États-Unis.²⁰

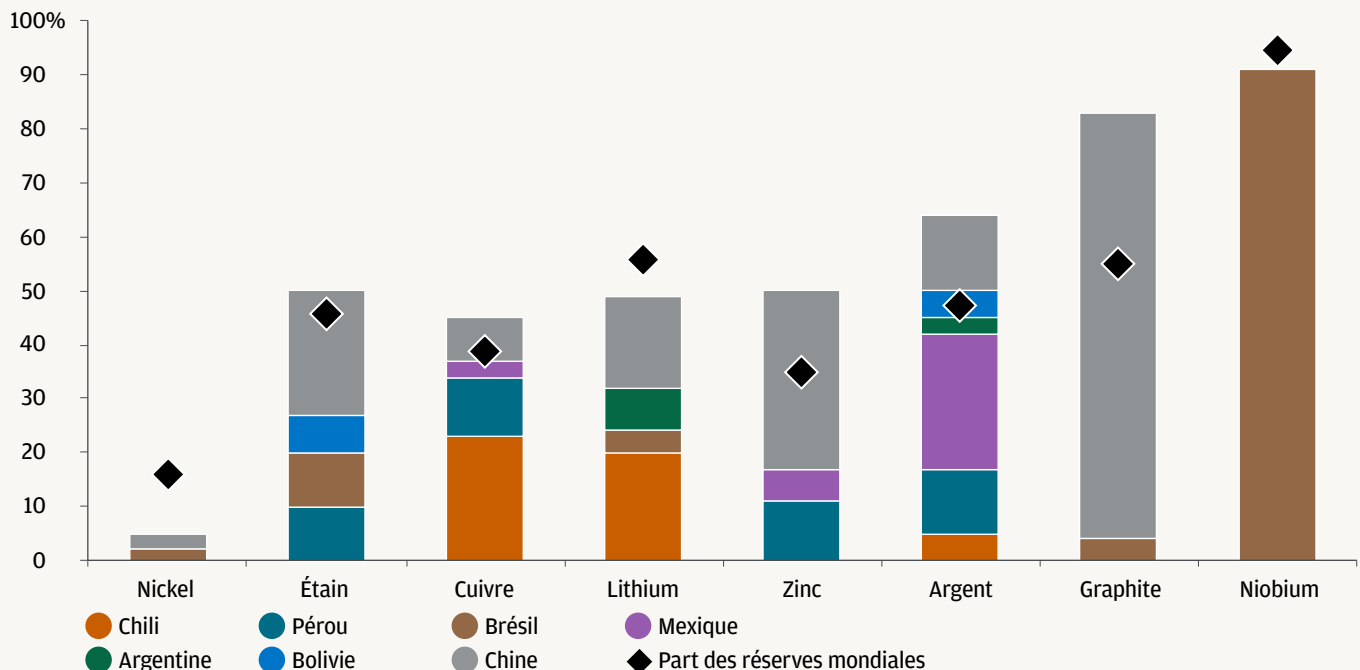
Ces amortisseurs aident à expliquer pourquoi le crédit et les devises des marchés émergents ont surperformé ceux de l'Europe lors du choc énergétique. Une économie mondiale plus fragmentée pourrait générer un nouveau pouvoir de négociation pour les marchés émergents—en particulier pour les économies productrices de ressources et celles disposant d'une capacité manufacturière évolutive ou d'une géographie stratégique.

L'Amérique latine détient une concentration unique d'intrants pour l'IA et la transition énergétique, abritant plus de 40 % du cuivre mondial et près de 60 % des réserves connues de lithium. La région est également riche en nickel, terres rares, ressources agricoles et énergétiques. Les IDE ont doublé en vingt ans, le Brésil étant la principale destination. Les atouts démographiques de la région, ainsi que la robustesse de ses infrastructures logistiques et de chaîne d'approvisionnement, pourraient aussi lui permettre de monter en gamme.

Les banques centrales latino-américaines ont fait preuve d'une grande maîtrise dans la gestion de l'inflation, parfois avec plus de succès que leurs homologues des marchés développés.²¹

LES PAYS ÉMERGENTS DÉTIENNENT CE DONT LE MONDE A BESOIN

Part de l'Amérique latine dans la production et les réserves de certains minerais, %



Source : Mineral Commodity Summaries, U.S. Department of the Interior, U.S. Geological Survey. Données au 31 décembre 2022.

²⁰ Parallèlement, le ratio dette/PIB des économies de notre indice de référence des marchés émergents a également diminué, passant de 65 % en 2022 à 60 % aujourd'hui, et l'inflation moyenne est tombée sous les 4 %, selon Bridgewater Associates.

²¹ Malgré des déficits budgétaires élevés et une forte consommation intérieure, les pays d'Amérique latine ont maîtrisé la flambée post-COVID de l'inflation en, en moyenne, 13 mois – soit huit mois plus rapidement que les États-Unis et l'Europe. Brésil, Mexique, Colombie, Chili et Pérou ont géré leur inflation avec plus d'efficacité.

L'engagement envers la politique monétaire et les cibles d'inflation, entre autres facteurs, a permis une appréciation soutenue des monnaies locales, conduisant à un régime de volatilité plus faible. Enfin, le cycle politique en Amérique latine pointe vers le retour de gouvernements plus pragmatiques et favorables aux entreprises, en contraste avec leurs prédécesseurs plus à gauche ou populistes. Un retour à l'État de droit et à la sécurité des investissements pourrait relancer l'investissement domestique et entraîner une hausse des IDE, alors que les entreprises mondiales tirent parti des avantages compétitifs de la région pour approvisionner un monde avide de ce que l'Amérique latine a à offrir.

Les économies du Golfe mettent à profit la solidité de leur bilan et leur abondance énergétique pour bâtir une base industrielle à moindre coût adaptée à l'ère de l'IA. Depuis 2019, l'Arabie saoudite a fait de la construction de centres de données IA une priorité et ambitionne de capter une part significative des contributions de l'IA à l'économie régionale.²² Des signes récents de succès incluent un partenariat de 3 milliards de dollars entre Humain et Blackstone pour un centre de données.²³

Les dirigeants du Golfe devront relever des défis—rareté de l'eau et géopolitique volatile, entre autres. Plusieurs centres de données Amazon à Bahreïn, par exemple, ont subi des dommages lors du conflit. Ces évolutions pourraient également engendrer une vague de dépenses de sécurité susceptible de rassurer les investisseurs internationaux en technologie et en finance quant à la sécurité de leurs actifs. Un scénario positif serait un Moyen-Orient plus sûr et plus stable.

L'Asie de l'Est domine la capacité de fabrication des infrastructures critiques pour l'IA, notamment la production avancée de semi-conducteurs à Taiwan (TSMC fabrique la majeure partie de l'offre mondiale), la puissance mémoire de la Corée du Sud (75 % de la capacité mondiale)²⁴ et l'extraction (70 %) et le traitement (90 %) des terres rares par la Chine.²⁵

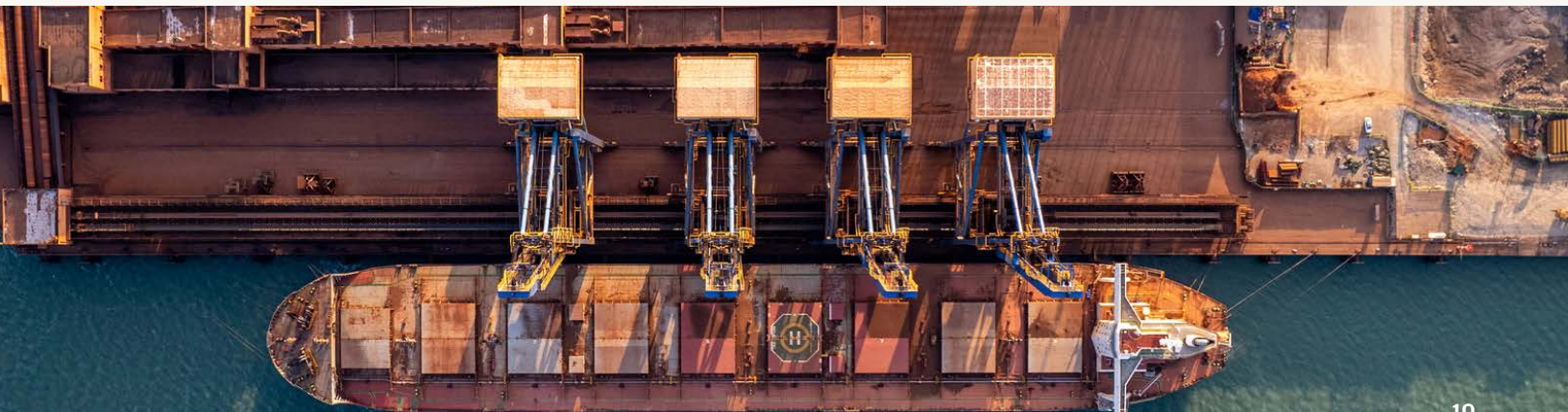
Si le cycle d'investissement dans l'IA se poursuit—sous l'effet de l'intensification des besoins de calcul des modèles agentiques, de l'expansion continue des centres de données par les hyperscalers ou de l'adoption de la robotique—la demande pour ces produits pourrait reproduire les schémas des supercycles passés. Cela positionnerait les fabricants est-asiatiques pour capter une valeur disproportionnée grâce au volume de leurs exportations et à leur pouvoir de fixation des prix sur les intrants critiques de la chaîne d'approvisionnement de l'IA.

²² En 2019, le royaume a créé l'Autorité saoudienne des données et de l'intelligence artificielle.

²³ Parmi les jalons majeurs : 1,79 milliard de dollars d'investissements saoudiens en IA annoncés lors de la conférence technologique LEAP 2025 à Riyad ; le programme de main-d'œuvre Mostaqbali d'Oracle devrait former 50 000 Saoudiens en IA d'ici 2027 ; des collaborations avec Alibaba Cloud et le projet Humain-Blackstone englobent trois grands complexes dont le coût devrait être inférieur de 30 % à celui des États-Unis, et d'autres initiatives.

²⁴ Jihye Lee, « La Corée met en garde contre l'impact d'un conflit prolongé au Moyen-Orient sur l'industrie des semi-conducteurs », Wall Street Journal, 5 mars 2026.

²⁵ Gracelin Baskaran, « Les nouvelles restrictions chinoises sur les terres rares et les aimants menacent les chaînes d'approvisionnement de défense américaines », Center for Strategic and International Studies, 9 octobre 2025.



Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

2. Les marchés développés pourraient trouver un équilibre entre mondialisation et autonomie

Bien qu'elle soit intrinsèquement coûteuse, la fragmentation mondiale n'est pas nécessairement un facteur négatif. Le scénario le plus constructif : les économies sacrifient intentionnellement une partie des gains de croissance et d'efficacité en échange de sécurité et de résilience, tout en restant économiquement et financièrement liées à des partenaires de confiance. La fragmentation viendrait alors affiner, plutôt que démanteler, la mondialisation, permettant une meilleure gestion du risque géopolitique.

On peut observer cette « fragmentation sélective » en Europe et sur le continent américain. En Europe, les gouvernements coordonnent déjà davantage leurs politiques de sécurité. Après des années de sous-investissement, cela a entraîné une hausse marquée des dépenses de défense, désormais multipliées par deux – voire par trois – par rapport à 2014. Une étape supplémentaire pourrait consister en une intégration des achats publics et des chaînes d'approvisionnement en matière de défense.²⁶

Les marchés de capitaux pourraient également jouer un rôle, et participent déjà à la construction de la résilience stratégique. L'Initiative Sécurité et Résilience (SRI) de 1 500 milliards de dollars sur 10 ans de JPMorganChase, lancée l'an dernier, vise à financer des secteurs tels que l'informatique quantique, la santé, l'IA et les infrastructures énergétiques.²⁷

Le Canada, les États-Unis et le Mexique pourraient servir de baromètres pour cette fragmentation sélective. Ce bloc économique de longue date génère un commerce régional d'environ 2 000 milliards de dollars par an.²⁸ Les chaînes de valeur nord-américaines, interdépendantes, alimentent un écosystème de production transfrontalier profondément intégré²⁹ dans lequel les importations d'un pays sont souvent transformées en produits finis dans un autre.

En 2025, le Mexique a dépassé la Chine en tant que premier exportateur de produits technologiques avancés vers les États-Unis. Pour la première fois, les exportations liées aux centres de données ont dépassé celles du secteur automobile.³⁰

Les avantages concurrentiels du bloc incluent la proximité, la taille, l'abondance d'énergie et de matières premières, la sophistication manufacturière, la profondeur des marchés de capitaux et des cadres juridiques partagés. Une éventuelle renégociation de l'accord USMCA sera à surveiller.

Si la fragmentation évolue favorablement, la mondialisation ne disparaît pas. Les chaînes d'approvisionnement deviennent plus fiables, le capital est orienté vers la résilience et les blocs commerciaux alignés économiquement approfondissent leur intégration.

²⁶ « Dépenses de défense des pays de l'OTAN (2014-2025) », Organisation du traité de l'Atlantique Nord, 3 juin 2025.

²⁷ JPMorganChase prévoit que le SRI déploiera jusqu'à 10 milliards de dollars via des investissements directs en actions et en capital-risque. L'initiative plus large vise à mobiliser le financement et l'activité sur les marchés de capitaux dans les secteurs stratégiques.

²⁸ Bureau du représentant américain au commerce, 2022.

²⁹ Par exemple, 63 % des importations américaines en provenance du Mexique et 72 % de celles du Canada sont des produits industriels utilisés dans la fabrication. National Association of Manufacturers, 12 novembre 2025.

³⁰ Bureau du recensement des États-Unis, février 2026.

Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

3. Un marché hausser structurel pour les actifs chinois

Depuis une décennie, les actions chinoises sous-performent leurs homologues régionales—l'indice MSCI China a généralement été à la traîne du MSCI Asia hors Chine—alors même que le PIB chinois progressait de 5 à 6 % par an, et que les autorités déployaient un soutien substantiel, notamment via des dépenses d'infrastructures et des mesures d'assouplissement. La croissance ne s'est pas traduite par la performance boursière.

Mais il existe deux raisons majeures pour les investisseurs mondiaux de considérer les actions chinoises : les valorisations et l'IA.

L'indice MSCI China se négocie à son plus fort rabais par rapport au MSCI Asia hors Chine depuis près de 20 ans. Avec des attentes déprimées et des positions légères, les actions chinoises—seules dans la région—offrent une exposition aux bénéficiaires de l'IA. Cet avantage pourrait alimenter un nouveau marché haussier pour les actions chinoises.

Le gouvernement a réalisé des investissements massifs pour se positionner en leader de l'IA, allouant des dizaines de milliards de dollars à des instituts de recherche et des infrastructures associées. La Chine forme environ 40 % des diplômés mondiaux en STEM,³¹ et sept des dix principales inventions en IA générative proviennent de Chine.³²

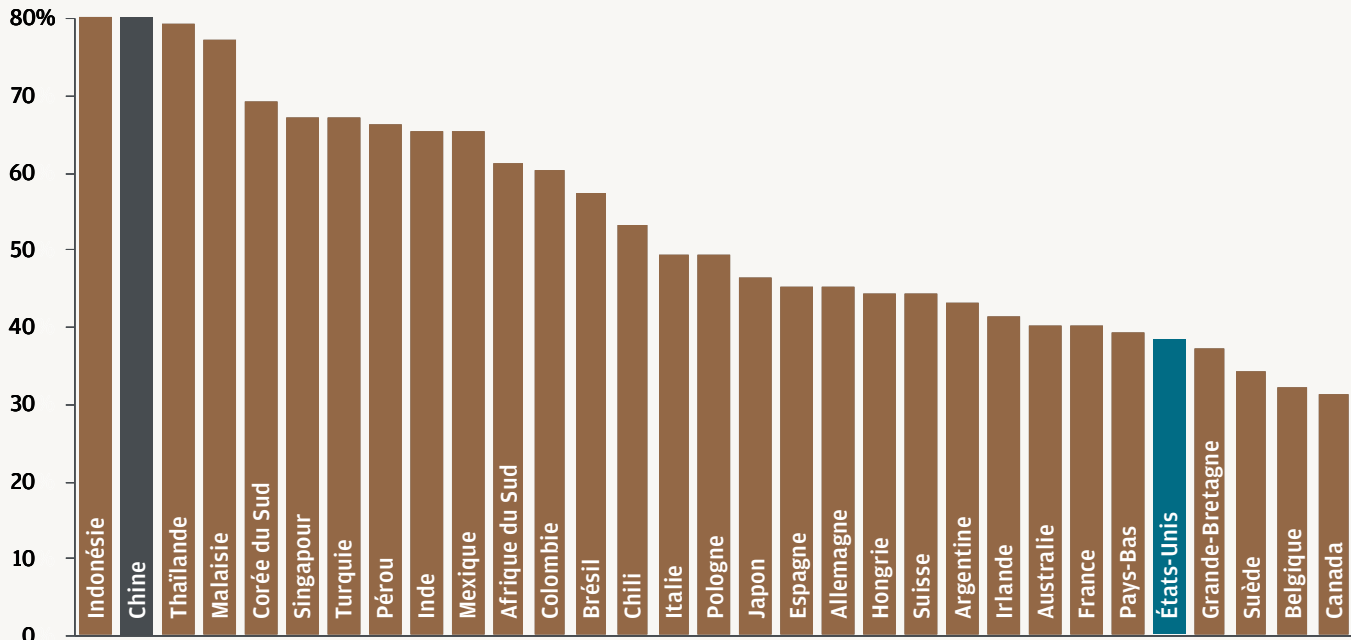
³¹ Center for Security and Emerging Technology, 27 novembre 2023.

³² Organisation mondiale de la propriété intellectuelle, « Generative Artificial Intelligence. Patent Landscape Report », 2024.



LES CONSOMMATEURS CHINOIS SEMBLENT PLUS OPTIMISTES QUE LES AMÉRICAINS À PROPOS DE L'IA

Pourcentage de personnes enthousiastes à l'égard des produits et services utilisant l'IA



Source : Ipsos AI monitor. Données du 19 avril au 3 mai 2024.

Sur un autre plan, la Chine semble devancer les marchés développés : une enquête a révélé que 80 % des répondants en Chine se disent enthousiastes à propos des produits et services liés à l'IA, contre 38 % aux États-Unis. Historiquement, la croissance de la productivité dépend de la rapidité d'adoption des nouvelles technologies. Lorsqu'une technologie est perçue comme une menace, un pays a tendance à réguler, retarder l'adoption et protéger les acteurs en place. La Chine semble prête à intégrer rapidement l'IA dans le travail, la consommation et la vie quotidienne. Les hyperscalers chinois, Baidu, Tencent et Alibaba, adoptent également une stratégie très différente de leurs concurrents américains, en partie parce qu'ils restent exclus de l'achat de composants de pointe.

Au lieu de privilégier les investissements massifs dans l'infrastructure, ils mettent l'accent sur l'applicabilité commerciale et l'efficacité. Par exemple, ils accélèrent la diffusion de l'IA dans les produits finis, tels que les véhicules électriques de BYD.³³ Peut-être le plus grand avantage de la Chine dans la course à l'IA réside-t-il dans l'énergie. Le coût de l'électricité y est environ moitié moindre qu'aux États-Unis, et le pays a concentré ses efforts sur l'augmentation des capacités. Le charbon représente près de 60 % de la consommation énergétique chinoise, mais les nouvelles capacités éoliennes, solaires, hydroélectriques et nucléaires ont ajouté plus de six mille milliards de kilowattheures depuis 2005. Les kilowattheures additionnels équivalent à 1,35 fois la consommation totale d'électricité des États-Unis en 2025.³⁴

Si le cycle de marché récompense le déploiement réel et la productivité, et si les décideurs chinois adoptent une posture plus favorable aux entreprises, les actions chinoises pourraient être bien positionnées pour en bénéficier.

³³ Brian Buntz, « BYD et DeepSeek prévoient d'intégrer les fonctionnalités de conduite autonome 'God's Eye' dans des véhicules à moins de 10 000 dollars », R&D World, 11 février 2025.

³⁴ Antonio De Pinho, « The Power Divide: China, U.S. and the Future of the Grid », VanEck, 2 décembre 2025.

Implications pour les investisseurs

Nous avons toujours soutenu que les chocs géopolitiques, bien que dévastateurs sur le plan humain et inévitables pour l'attention des investisseurs, ont tendance à infliger des dommages limités et non durables aux portefeuilles diversifiés. Cette évaluation demeure valable, en particulier lorsqu'un conflit ne perturbe pas matériellement l'approvisionnement énergétique.

Bien que le conflit au Moyen-Orient présente des risques baissiers évidents, nous pensons que les marchés ont raison de progresser malgré la persistance des perturbations sur l'offre d'énergie. Selon nous, les risques sont orientés en faveur d'une résolution, tant du conflit géopolitique que de la volatilité des marchés, car les décideurs américains et chinois partagent le désir commun de maintenir des prix de l'énergie bas.

Lors de la correction de 10 % des marchés actions américains dans le mois qui a suivi le début du conflit au Moyen-Orient, le multiple cours/bénéfices (P/E) du S&P 500 est passé sous la barre des 20x et les révisions de bénéfices ont continué de progresser. L'indice de volatilité VIX a franchi le seuil de 30, un niveau historiquement associé à de solides performances à venir. Notre analyse historique montre que les investisseurs ayant acheté le S&P 500 lorsque le VIX clôturait au-dessus de 30 ont enregistré des rendements positifs dans 70 à 83 % des cas, avec un gain moyen de 12,4 % sur les six mois suivants.³⁵

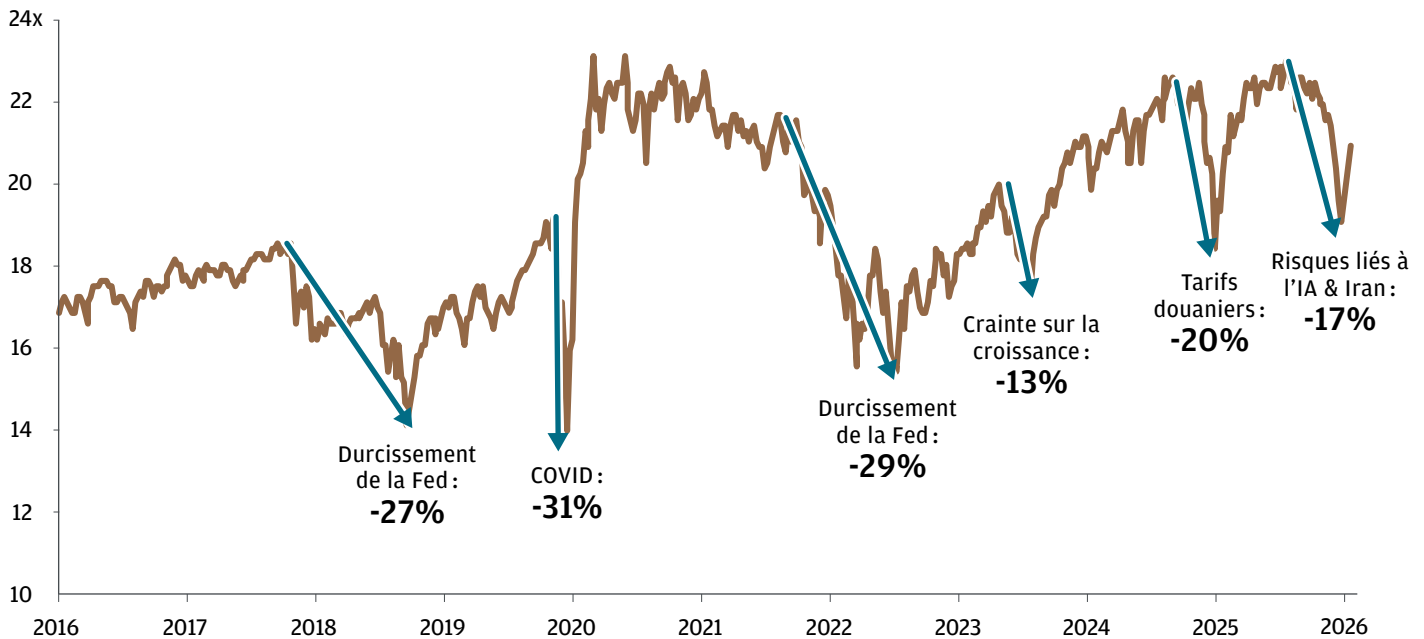
Les valeurs de petite et moyenne capitalisation pourraient également rebondir une fois les inquiétudes sur les prix de l'énergie dissipées. Nous considérons cela comme une opportunité pour les investisseurs de long terme d'accroître leur exposition aux actions américaines. Au-delà du rôle de catalyseur à court terme, le thème structurel de la fragmentation mondiale devient également un moteur important des rendements d'actifs.

Les décideurs mondiaux continuent de s'éloigner d'une focalisation exclusive sur l'efficacité et la réduction des coûts, au profit du renforcement de la résilience et de la sécurité domestiques—à une époque où l'accès à l'énergie, aux routes commerciales sûres et aux matériaux critiques ne peut plus être tenu pour acquis. Ce mouvement vers la résilience s'accompagnera probablement d'un activisme budgétaire accru et de déficits souverains plus larges.

³⁵ Notre analyse historique a examiné les 724 cas où le VIX a clôturé au-dessus de 30 au cours des 30 dernières années, à l'exception des deux plus récents. La probabilité d'un rendement positif est passée de 70 % un mois après que le VIX ait dépassé 30 à 83 % à six mois.

LES VALORISATIONS SE SONT AJUSTÉES À DES NIVEAUX PLUS ATTRACTIFS

Ratio C/B du S&P 500 sur 12 mois glissants



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 20 avril 2026.

Nous pensons que ces évolutions pourraient, à terme, contribuer à bâtir une base plus solide pour la croissance mondiale et soutenir les flux de capitaux, même si la phase d'ajustement sera probablement inégale et ponctuée de chocs. Nous proposons cinq recommandations aux investisseurs de long terme pour traverser cette transition :

◇ Préparez-vous à une poursuite potentielle du rallye des marchés émergents

Les marchés émergents ont surperformé leurs homologues développés de 11 points de pourcentage, mais restent en retard de 500 points de base par an sur les cinq dernières années. La période difficile pour les marchés émergents pourrait toucher à sa fin. Les fondations structurelles se traduisent désormais par une croissance bénéficiaire.

En 2026, les bénéfices des entreprises émergentes devraient croître de 46 %, tandis que les multiples P/E se sont corrigés à 11,8x, toujours en deçà des moyennes historiques de long terme. Les rendements des obligations souveraines émergentes dépassent 6,5 %, alors même que les banques centrales de ces marchés ont adopté des politiques plus orthodoxes. Les taux d'intérêt réels dans presque toutes les économies émergentes sont supérieurs à ceux des États-Unis. À mesure que les conflits au Moyen-Orient évoluent, les investisseurs mondiaux pourraient commencer à considérer les actions et la dette émergentes comme des moteurs potentiels de performance, compte tenu de leur soutien structurel, de l'amélioration de leurs fondamentaux et de valorisations relativement attractives.

Deux marchés émergents en particulier, Taïwan et la Corée, sont au cœur des chaînes d'approvisionnement mondiales de semi-conducteurs et devraient bénéficier du cycle d'investissement dans l'IA. Par ailleurs, la fragmentation et la réindustrialisation devraient continuer de soutenir les prix des matières premières, améliorant les termes de l'échange pour plusieurs économies émergentes.

Ensemble, ces forces soutiennent les opportunités tant sur les marchés actions que sur la dette publique émergente. Dans un monde d'alliances mouvantes, les marchés émergents pourraient avoir une occasion rare de capter du capital, de la production et du pouvoir de fixation des prix, plutôt que de simplement absorber la volatilité.

Au-delà du contexte tactique, nous pensons que les investisseurs devraient considérer les actifs émergents dans leur allocation d'actifs.

◇ Se positionner pour la prochaine phase d'investissement axée sur la sécurité

La persistance des conflits au Moyen-Orient renforce notre conviction que l'économie mondiale s'oriente vers la sécurité et la résilience. L'Europe a déjà commencé à investir dans sa propre sécurité. La Pologne, exposée à un risque géographique accru, consacre 4,5 à 5 % de son PIB à la défense.

Nous pensons que de telles dépenses pourraient augmenter dans les États du Golfe, en Corée et au Japon. Les investisseurs doivent reconnaître que les dépenses de défense sont soutenues par les bilans souverains et verrouillées par des engagements de traités et des cycles de commandes pluriannuels. Le client défense ne change pas, et la visibilité sur les revenus des entreprises du secteur s'étend sur une décennie.

Les marchés privés financent la prochaine génération de technologies de défense et spatiales : la défense représente désormais environ 8 % de l'ensemble du capital-risque mondial, soit le double de sa part en 2020.

Ces nouveaux acteurs soutenus par le capital-risque, tels que SpaceX, Anduril et Palantir, progressent rapidement dans le classement des sous-traitants du Département de la Défense. Les investissements dans les systèmes autonomes ont progressé de 143 % en 2025.

Les décideurs politiques devraient également constituer des stocks de ressources critiques et subventionner l'expansion de la production domestique, y compris dans l'énergie et les infrastructures, afin de réduire les vulnérabilités futures. Dans un environnement marqué par des contraintes d'offre et des risques géopolitiques, les prix des matières premières – et les actions des producteurs de matières premières – devraient conserver un soutien structurel.

◇ Privilégier les champions nationaux

Dans un monde plus fragmenté, nous nous attendons à ce que les opportunités se concentrent sur un ensemble plus restreint d'entreprises privilégiées au sein de chaque écosystème de confiance. La fragmentation peut créer des champions nationaux dans tous les blocs, aujourd'hui axés sur l'indépendance des chaînes d'approvisionnement, la fabrication stratégique, les systèmes de défense, la technologie, les infrastructures et les ressources énergétiques.

Depuis le début de l'année, les attentes de bénéfices ont doublé pour un panier d'entreprises identifiées comme champions nationaux mondiaux. Le défi pour les portefeuilles consiste à identifier les entreprises les plus solides, tout en gérant la volatilité accrue et le risque politique inhérents à l'investissement dans un monde plus fragmenté.

◇ Se préparer à une inflation plus divergente et à une volatilité accrue des devises

Plusieurs forces structurelles associées à la fragmentation – constitution de stocks de ressources, expansion budgétaire liée aux dépenses de sécurité, risques d'approvisionnement énergétique, réduction de la mobilité de la main-d'œuvre – devraient se traduire par des déficits souverains plus larges, une volatilité accrue de l'inflation et une plus grande dispersion des devises. Il devient donc essentiel pour les investisseurs mondiaux de diversifier leurs expositions en devises.

Une façon d'y parvenir est d'allouer une part de portefeuille à l'or. Nos analyses suggèrent que les investisseurs pourraient allouer entre 3 % et 6 % de leurs portefeuilles à ce métal précieux.

◇ Rester focalisé sur les thématiques en Europe et en Chine

Notre perspective sur les actifs européens demeure sélective et nous privilégions l'exposition aux actions via les marchés privés plutôt que publics. La hausse des dépenses de défense et d'infrastructures devrait soutenir les bénéfices des industriels domestiques et autres champions nationaux. Nous éviterions le secteur automobile et les biens de consommation courante. Les marchés semblent également anticiper un resserrement monétaire de la BCE plus agressif qu'il ne le sera probablement.

En Chine, nous devenons plus positifs sur certains segments de l'écosystème IA, mais pour modifier substantiellement notre vue, il faudrait une adhésion politique plus affirmée en faveur des entreprises.

Partie 2

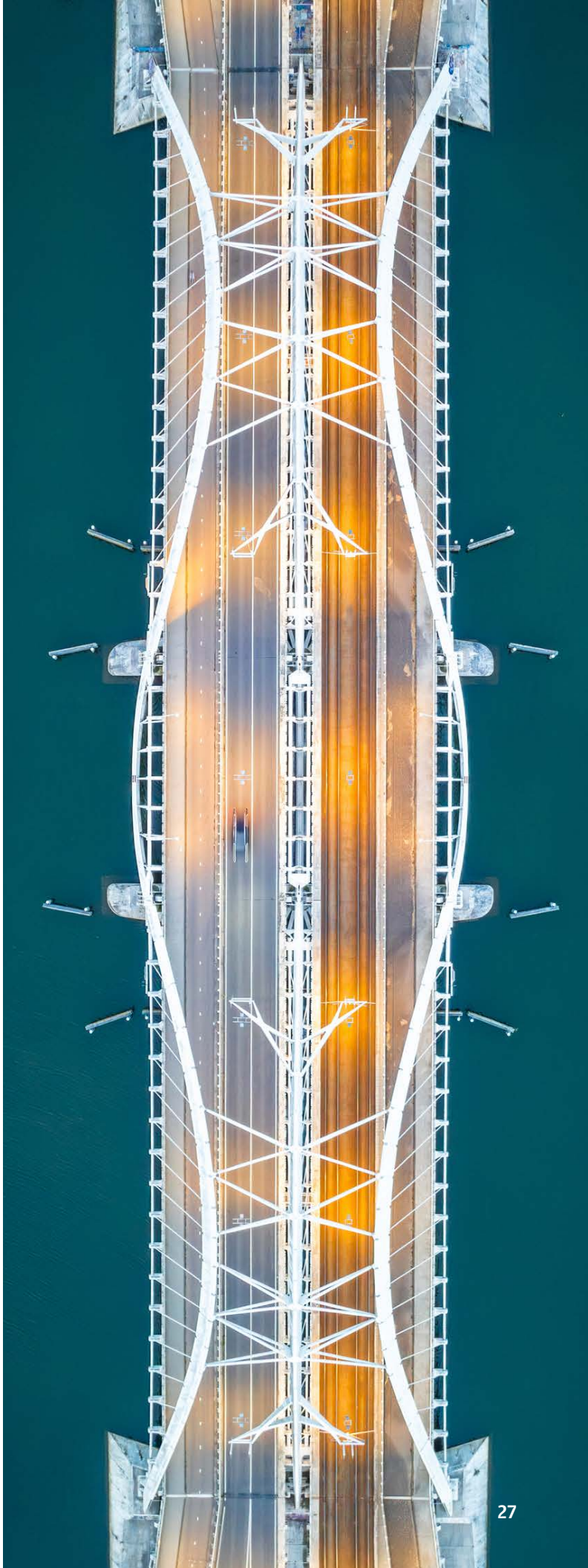
Inflation : une menace persistante pour le pouvoir d'achat



Le choc des prix de l'énergie survenu en mars, lié au conflit au Moyen-Orient, n'a fait qu'exacerber le basculement structurel de l'inflation. Tout au long des années 2020, l'inflation a représenté un risque bien plus important qu'avant la période pré-COVID-19 pour les investisseurs cherchant à préserver et à accroître leur pouvoir d'achat et à atteindre leurs objectifs de long terme.

Les prix à la consommation aux États-Unis ont augmenté de plus de 25 % en cumulé depuis le début de la décennie, tandis que les obligations de base n'ont généré qu'un rendement de 6 %. Pourtant, nos clients détiennent près de 20 % de leurs actifs sous gestion en liquidités et en obligations arrivant à échéance dans l'année. L'inflation américaine évoluait déjà autour de 3 % avant le choc énergétique, et l'écart entre les rendements des liquidités et le taux d'inflation continue de se réduire.

Cette érosion devrait s'aggraver à mesure que le dernier choc d'approvisionnement énergétique se propage dans l'économie. Plus préoccupant encore, ce choc s'inscrit dans une série d'événements « exceptionnels » qui ont exercé une pression haussière sur les prix. Nous sommes donc amenés à poser une question critique : votre plan d'investissement à long terme est-il adapté à un monde d'inflation plus élevée et plus volatile ? Et les actifs qui le composent sont-ils fragiles ou résilients face à ces risques ?

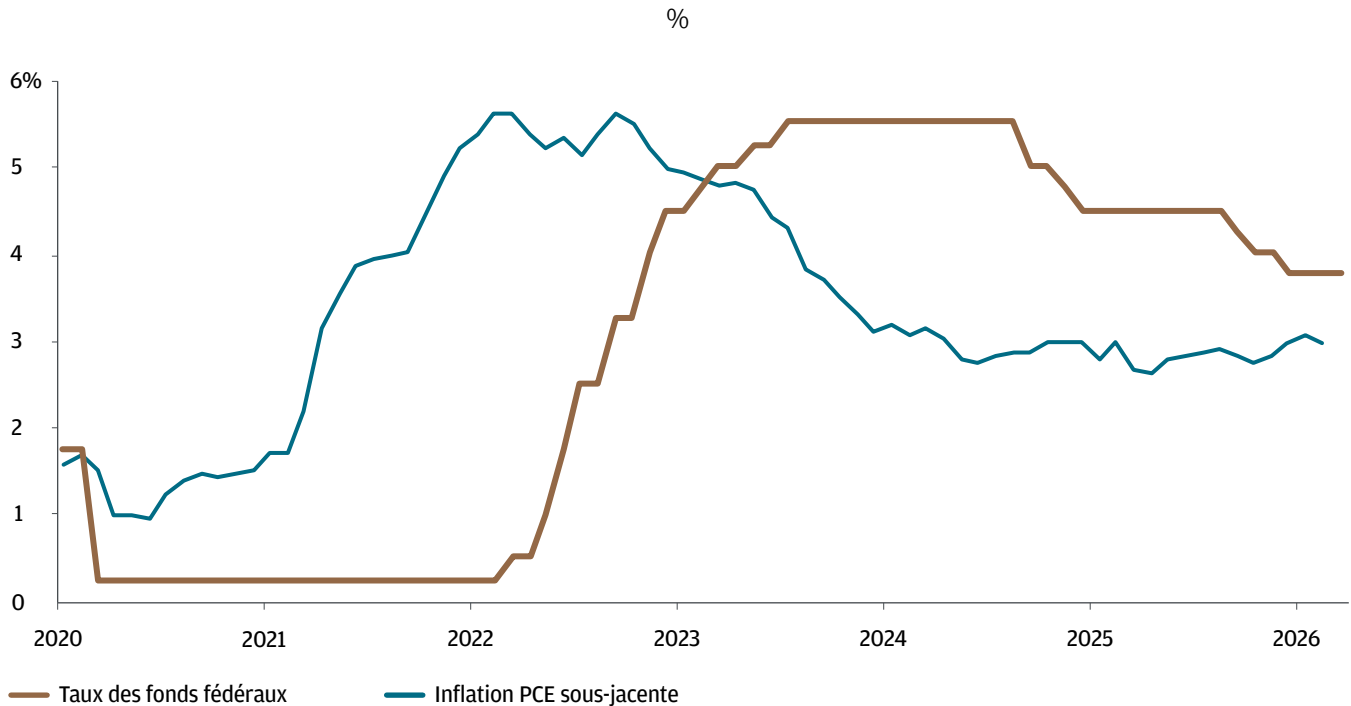


INFLATION : UNE MENACE PERSISTANTE POUR LE POUVOIR D'ACHAT

Notre conviction que l'inflation sera plus volatile qu'avant la pandémie, et plus sujette à des chocs haussiers, nous conduit à anticiper une corrélation plus forte entre actions et obligations—ce qui plaide fortement en faveur d'actifs offrant un profil de volatilité inférieur à celui des actions, mais capables de bien se comporter dans des environnements plus inflationnistes.

Nous pensons que les portefeuilles alignés sur un plan fondé sur des objectifs, intégrant des actifs réels et reposant sur des stratégies de gestion active—comme le font les hedge funds diversifiés—seront plus résilients que ceux qui n'en tiennent pas compte. Que l'inflation s'aggrave ou qu'un scénario plus bénin se matérialise, les investisseurs doivent disposer d'une large palette d'outils.

L'INFLATION ÉTAIT DÉJÀ À 3 % AVANT LE CHOC DES PRIX DE L'ÉNERGIE



Source : Bloomberg Finance L.P. Données PCE au 28 février 2026. Données sur le taux des fonds fédéraux au 18 mars 2026.

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

1. Les années 2020 pourraient rééditer les années 1970

Une leçon inquiétante des années 1970, et un risque aujourd'hui, est que les chocs de prix peuvent rapidement devenir la norme lorsqu'ils se succèdent à un rythme soutenu. Depuis que la pandémie de COVID-19 a fait bondir l'inflation, l'économie américaine a absorbé quatre autres catalyseurs inflationnistes : l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les droits de douane, les variations brutales de la politique migratoire et désormais le conflit au Moyen-Orient.

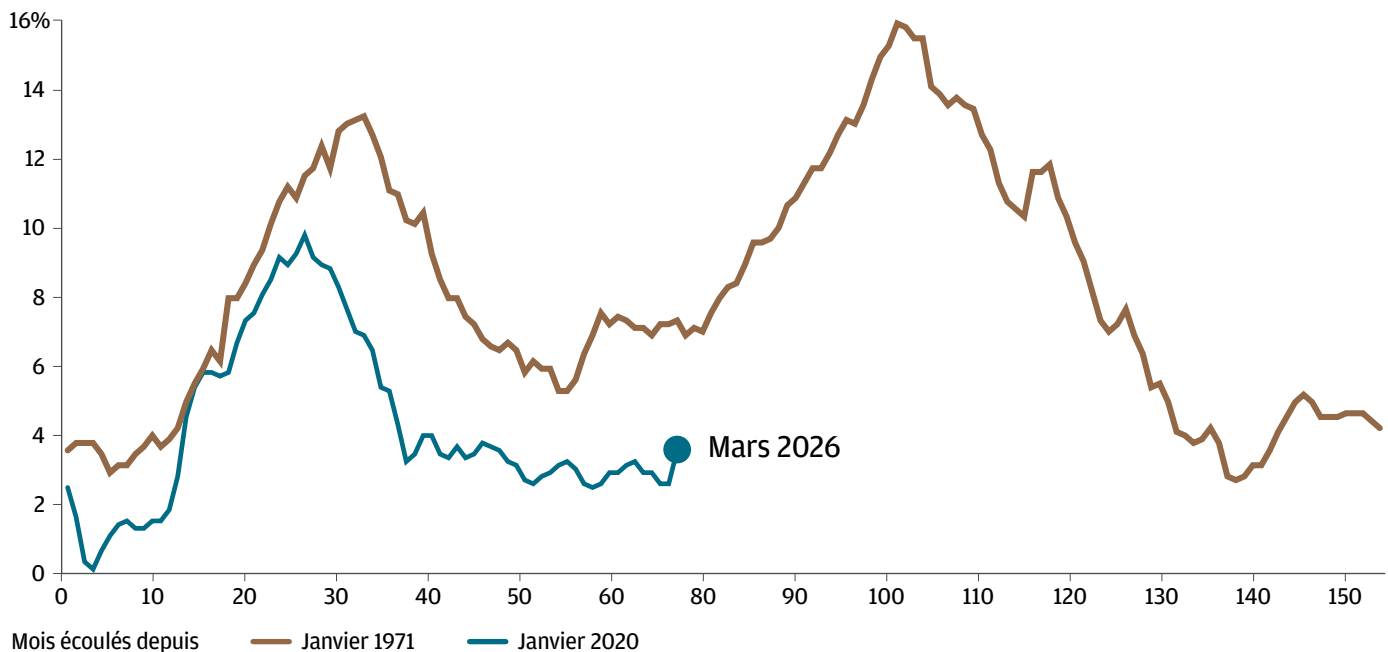
Chaque choc a d'abord été présenté comme temporaire, mais a rapidement été suivi d'un nouveau choc avant que les effets du précédent ne se soient dissipés. Ces épisodes répétés d'inflation pourraient redéfinir la perception du « normal » pour les ménages et les entreprises, comme ce fut le cas dans les années 1970, lorsque l'inflation progressait à chaque nouveau choc. Avec le temps, des hausses de prix qui paraissaient exceptionnelles sont devenues familières. Des attentes modifiées peuvent s'ancrent dans les salaires, les contrats et les politiques tarifaires des entreprises.³⁷

Dans les années 1970, la politique de « guns and butter » (armes et beurre) s'est heurtée à une économie déjà en surchauffe. Aujourd'hui, la construction d'infrastructures pour l'IA, le réarmement et la politique industrielle sont de plus en plus présentés comme des nécessités stratégiques, rendant les gouvernements et les hyperscalers potentiellement moins sensibles aux prix.

Cela pourrait entretenir une demande persistante, même si certains coûts s'envolent. Un autre parallèle possible : les contraintes d'offre. Le caractère plus intensif en ressources de l'économie américaine dans les années 1970³⁸ a amplifié les effets des chocs sur les matières premières dans l'ensemble des secteurs.

LES ANNÉES 1970 ONT CONNU DEUX VAGUES DISTINCTES D'INFLATION

Indice des prix à la consommation, variation annuelle, %



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 27 février 2026.

³⁷ Cette section s'appuie sur le rapport The Undershoot de Matthew Klein et l'analyse de l'inflation de Bridgewater Associates.

³⁸ Outre le pétrole après la guerre arabo-israélienne de 1973, les pics de matières premières dans les années 1970 ont touché le gaz naturel, les métaux industriels, l'or et l'argent, le café et le sucre.

INFLATION : UNE MENACE PERSISTANTE POUR LE POUVOIR D'ACHAT

Aujourd'hui, les tensions sur l'offre sont différentes, mais pourraient s'avérer tout aussi contraignantes. Les sujets critiques, tels que la capacité du réseau électrique et les équipements spécialisés, peuvent devenir des goulets d'étranglement qui amplifient l'inflation à mesure que la demande d'investissement s'accélère. Au cours de l'année écoulée, le prix des assemblages de circuits imprimés a bondi de 80 %.³⁹

Hier comme aujourd'hui, un choc sur les prix de l'énergie constitue un risque classique, en particulier si les perturbations géopolitiques s'étendent sur plusieurs trimestres, voire années.

La politique monétaire ne parvient pas à contenir l'inflation

Le double pic du cycle inflationniste des années 1970 s'est aggravé lorsque la Fed a assoupli prématurément sa politique, maintenant des taux réels trop bas trop longtemps. Même si les structures et priorités diffèrent aujourd'hui, nous n'anticipons pas une répétition, mais si la Fed commettait la même erreur, cela pourrait libérer un risque inflationniste sous-estimé qui demeure latent : la valeur nette immobilière non exploitée. Les ménages américains ont

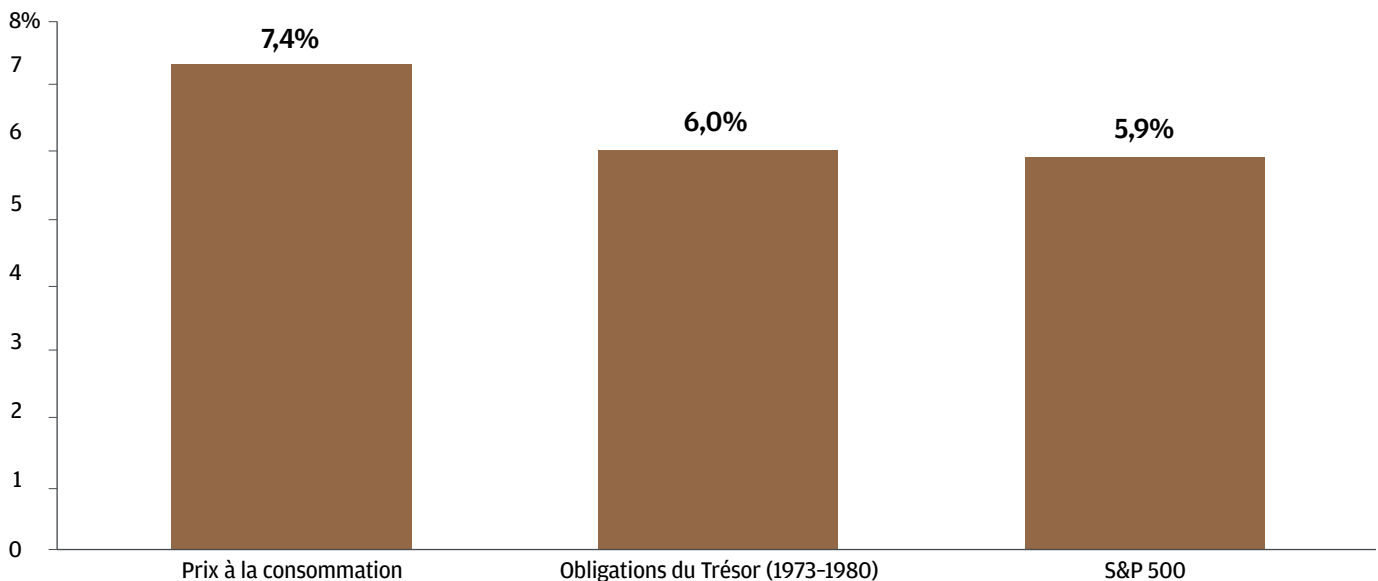
accumulé environ 66 000 milliards de dollars de richesse nette supplémentaire, dont 16 000 milliards en valeur immobilière non mobilisée, depuis fin 2019 – soit plus de trois fois les dépenses annuelles de consommation personnelle.⁴⁰

Si les taux hypothécaires baissaient sensiblement, les consommateurs pourraient commencer à extraire et à dépenser cette valeur, stimulant potentiellement la consommation bien au-delà de la capacité des entreprises à augmenter leur production, ce qui entraînerait une hausse des prix et déclencherait une vague de dépenses inflationnistes difficile à contenir. Plus les consommateurs et les entreprises deviennent insensibles à l'inflation, plus il devient difficile – et douloureux – de la maîtriser.

Dans les années 1970, les rendements des actions et des obligations américaines n'ont pas réussi à dépasser la hausse des prix à la consommation. Les perspectives d'inflation à court terme sont préoccupantes, d'autant plus que les responsables politiques américains (hors Fed) semblent séduits par une stratégie consistant à faire tourner l'économie à plein régime grâce à des déficits budgétaires plus larges.⁴¹

DANS LES ANNÉES 1970, L'INFLATION A DÉPASSÉ LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS

Rendement annualisé, 1970-1980, %



Source : Bloomberg Finance L.P. Remarque : Les obligations du Trésor sont représentées par l'indice Bloomberg US Treasury, données à partir du 31 janvier 1973.

³⁹ Bureau of Labor Statistics, « Producer Price Index », 18 mars 2026.

⁴⁰ La composante immobilière du bilan des Américains représente à elle seule environ 16 000 milliards de dollars de gains en capitaux non exploités, qui n'ont pas été monétisés (c'est-à-dire dépensés et injectés dans l'économie, stimulant la demande). Réserve fédérale, « Financial Accounts of the United States (Z.1) », Tableau B.101.

⁴¹ Le Japon sert de modèle. Le ratio dette/PIB est passé de 220 % il y a cinq ans à 190 % aujourd'hui. L'inflation s'est accélérée à un rythme de 1,5 %-2,0 % et la croissance des salaires s'est raffermie. Les décideurs semblent enfin avoir généré une reflation après 30 ans de stagnation. Les actions japonaises ont atteint un nouveau sommet pour la première fois depuis 1989. Le coût a été supporté par le yen et les épargnants domestiques. Les rendements des obligations japonaises à long terme ont bondi depuis 2022, atteignant les niveaux les plus élevés depuis la fin des années 1990. Le yen est à son plus bas face au dollar américain depuis 1989. Et avant le retour de l'inflation en 2022, les rendements obligataires japonais étaient de -2,5 % par an.

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

2.

Un choc des prix de l'énergie pourrait se conjuguer à une inflation persistante

Considérez le contexte inflationniste avant que le conflit au Moyen-Orient ne commence à perturber l'approvisionnement énergétique et à déclencher des flambées de prix. L'inflation était déjà tenace. Les prix à la consommation sous-jacents aux États-Unis et les salaires du secteur privé augmentaient d'environ 1 à 1,5 point de pourcentage par an de plus qu'avant la pandémie.

L'indice des prix à la consommation des dépenses personnelles (PCE), la mesure privilégiée par la Fed, a nettement accéléré en 2025 et, en janvier 2026, les prix affichaient une hausse de 3,1 % sur un an, au-dessus de l'objectif de la Fed. Dans ce rapport, l'inflation était soutenue dans les services de consommation discrétionnaire, tels que les restaurants à service à table et les services de soins personnels—des catégories largement isolées des effets de l'offre mondiale et des droits de douane. Cette inflation persistante traduit une demande intérieure robuste et la volonté des consommateurs de payer des prix plus élevés. Par ailleurs, l'Employment Cost Index, autre mesure de la progression des salaires, reste supérieur aux niveaux d'avant COVID. En l'absence d'une hausse de l'épargne des ménages, cela signifie une croissance plus rapide des dépenses, alimentant le versant demande de l'inflation.

Le choc des prix du détroit d'Ormuz est ensuite survenu, alors que l'inflation revenait au niveau souhaité par la Fed.⁴² Les coûts plus élevés du carburant ont commencé à se répercuter dans l'économie via le transport, la logistique et les intrants manufacturiers, tout en affectant directement les budgets des ménages et les anticipations d'inflation. Selon les recherches de la Fed, chaque hausse soutenue de 10 dollars par baril du prix du pétrole augmente l'inflation d'environ 30 à 35 points de base.⁴³

Une hausse soutenue d'environ 40 dollars par baril (par rapport aux prix d'avant le conflit) impliquerait, selon les calculs de la Fed, une inflation supérieure de près d'un point de pourcentage.

⁴² Maximiliano A. Dvorkin, Fernando Leibovici et Ana María Santacreu, « How Tariffs Are Affecting Prices in 2025 », Federal Reserve Bank of St. Louis, 16 octobre 2025.

⁴³ Federal Reserve Board, « FEDS Notes », T4 2025.



Le choix difficile des décideurs

Si la dynamique actuelle de l'inflation n'est pas aussi préoccupante qu'en 2022, la possibilité d'une répétition mérite attention. En 2022, l'indice PCE de base évoluait à 5,2 % lorsque la Russie a envahi l'Ukraine en février, déclenchant une hausse de 60 % des prix du pétrole. La Fed a réagi en relevant les taux d'intérêt de 425 points de base sur l'année. Le S&P 500 a terminé 2022 en baisse de 20 % ; les obligations de base ont perdu 13 %.

La plupart des portefeuilles en ont subi les conséquences. Les hedge funds macro ont affiché un rendement de 9 %—l'une des rares classes d'actifs à avoir résisté au cycle de hausse des taux.

Le FOMC pourrait être contraint à un choix difficile : maintenir son biais accommodant (comme le préfèrent plusieurs membres, la Secrétaire au Trésor et le Président), au risque d'alimenter une inflation encore plus forte et des rendements obligataires à long terme plus élevés, maintenir les taux stables, ou revenir à une hausse des taux qui risquerait de déstabiliser les marchés financiers, alors que des tensions apparaissent dans certains segments du crédit. L'histoire montre que les hausses de taux des banques centrales en réponse à un choc sur les prix de l'énergie sont des précurseurs classiques de récession.⁴⁴

⁴⁴ Wataru Miyamoto, Thuy Lan Nguyen et Dmitriy Sergeev, « How Oil Shocks Propagate: Evidence on the Monetary Policy Channel », Federal Reserve Bank of San Francisco, 8 mars 2024.



Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

1. Le relâchement du marché du travail contrecarre la hausse des prix

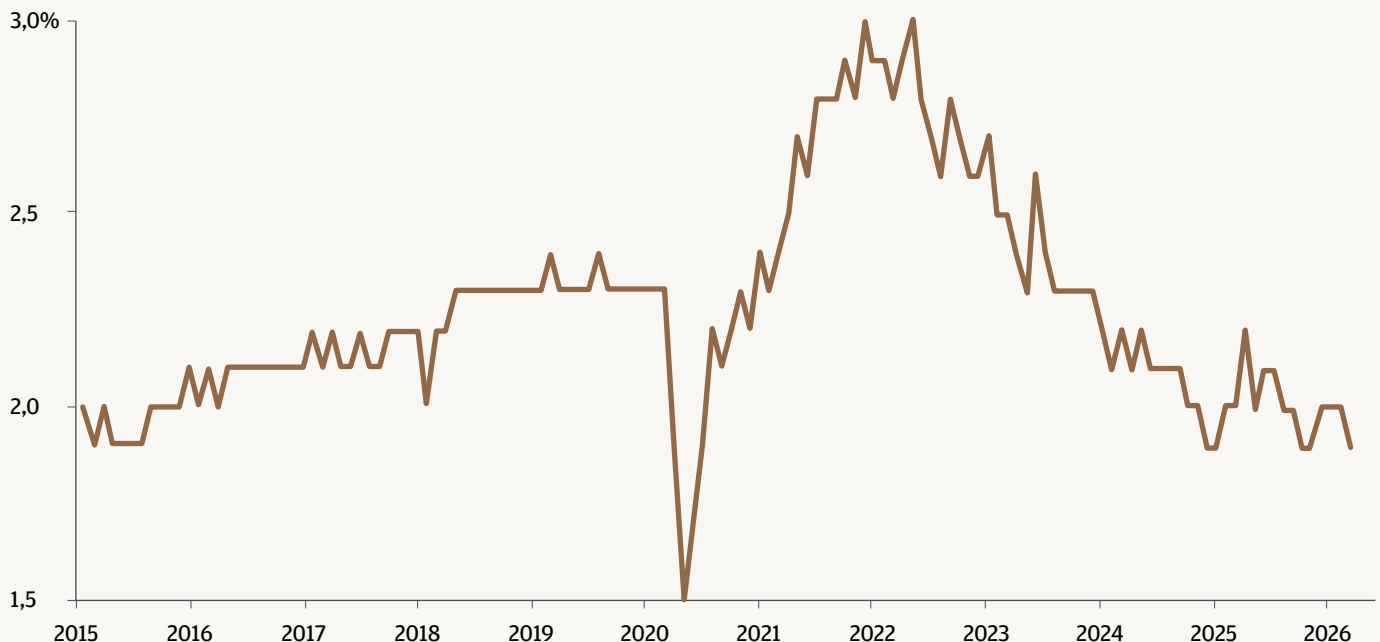
Nous observons des signes indiquant que le marché du travail conserve une certaine marge de manœuvre. Un marché du travail tendu produirait normalement des taux élevés de mobilité professionnelle et des hausses de salaires importantes pour les travailleurs changeant d'employeur. Récemment, tant le taux de démission que la prime salariale pour les nouveaux entrants continuent de signaler un marché du travail caractérisé par une faible embauche et peu de licenciements.⁴⁵

Il n'existe aucune preuve d'une spirale salaires-prix inflationniste comme celle qui a marqué 2022. Et la menace perçue de l'IA, bien qu'elle n'impacte pas encore largement l'emploi, devrait modérer les attentes salariales. La réduction de l'immigration pourrait théoriquement pousser les salaires à la hausse, mais rien ne l'indique pour l'instant.⁴⁶

Le nombre de salariés à temps partiel ne trouvant pas de poste à temps plein augmente, les licenciements et suppressions de postes progressent, et la baisse du taux de démission indique que les travailleurs sont moins confiants pour changer d'emploi en vue d'une meilleure rémunération ou de meilleures conditions.⁴⁷ Ces dynamiques tendent à contenir la croissance des salaires et, par extension, à limiter l'inflation des services. La demande de main-d'œuvre est sans doute le meilleur indicateur que l'inflation, bien que persistante, sera probablement contenue.

UN MARCHÉ DU TRAVAIL TENDU EXERCE UNE PRESSION BAISSIÈRE SUR L'INFLATION

Taux de démission JOLTS aux États-Unis, désaisonnalisé, %



Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Données au 27 février 2026.

⁴⁵ Rapport JOLTS, 31 mars 2026.

⁴⁶ Simon Mongey, « L'immigration n'explique pas la baisse de la croissance de l'emploi », Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1er octobre 2025.

⁴⁷ Bureau of Labor Statistics, « Employment Situation Summary (Household Survey) », mars 2026.

Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

2.

Les droits de douane et les chocs énergétiques pourraient s'avérer temporaires ; la désinflation immobilière est durable

Si les prix plus élevés ont indéniablement affecté les ménages américains dans l'alimentation, l'électricité et les biens de consommation de base, on peut raisonnablement avancer que les droits de douane et l'énergie—des facteurs idiosyncratiques—sont les principaux moteurs de l'inflation.

De juin à août 2025, les droits de douane ont représenté environ 0,5 point de pourcentage de l'inflation annuelle du PCE.⁴⁸ Sans les droits de douane, le PCE global aurait été de 2,35 %, et non de 2,85 %. À mesure que l'effet de transmission des droits de douane s'estompe, ou si la politique tarifaire s'assouplit (par voie judiciaire, négociations commerciales ou décision administrative), cette source de pression sur les prix pourrait disparaître, apportant un soulagement significatif.

L'inflation immobilière a reculé. Représentant 17,7 % du PCE de base, elle est tombée à un peu plus de 3 % début 2026, contre 5 % sur un an fin 2024. Les prix des logements restent élevés et l'accessibilité demeure limitée, mais la hausse des coûts immobiliers (y compris des loyers) est actuellement plus modérée. L'offre de maisons individuelles à vendre s'est normalisée, ralentissant la progression des prix.⁴⁹

L'accessibilité dégradée, en partie à cause de taux hypothécaires élevés, devrait également contenir la demande d'acheteurs et l'inflation des prix immobiliers. Les marchés des appartements sont encore moins inflationnistes : les taux de vacance ont dépassé les niveaux de 2019 et continuent d'augmenter après un boom de construction récemment achevé.⁵⁰ Cette détente devrait continuer à freiner l'inflation liée au logement jusqu'en 2026.

⁴⁸ Environ 0,4 point de pourcentage d'inflation annualisée du PCE de base. Federal Reserve Bank of St. Louis, 22 octobre 2025.

⁴⁹ Bureau of Labor Statistics, « Consumer Price Index », février 2026 ; National Association of Realtors « Existing Single-Family Home Inventory », février 2026.

⁵⁰ Bureau du recensement des États-Unis, « Housing Vacancies and Homeownership Survey », T4 2025.



Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

3. La concurrence mondiale pourrait plafonner l'inflation

Même si l'inflation domestique reste tenace à la marge, la concurrence mondiale pourrait contribuer à l'ancrer. La concurrence intense de la Chine et d'autres producteurs à bas coût peut être un puissant facteur désinflationniste. Les dynamiques de production, notamment en Chine, signalent une pression continue sur les prix des biens.

La structure des investissements post-pandémie en Chine s'est orientée vers la capacité industrielle, contribuant à la surcapacité, à une concurrence par les prix et à la déflation des prix à la production.⁵¹

Jusqu'en mars, les prix à la production en Chine étaient en baisse depuis la fin de 2022.⁵² Les exportations de biens de la Chine ont largement dépassé la tendance pré-pandémique tandis que les importations stagnaient. Les pressions concurrentielles se sont intensifiées tant sur le marché domestique que pour les partenaires commerciaux de la Chine et sur les marchés tiers.⁵³ Dans leur dernier plan quinquennal, les décideurs ont réaffirmé leur engagement en faveur de cette stratégie axée sur les exportations.

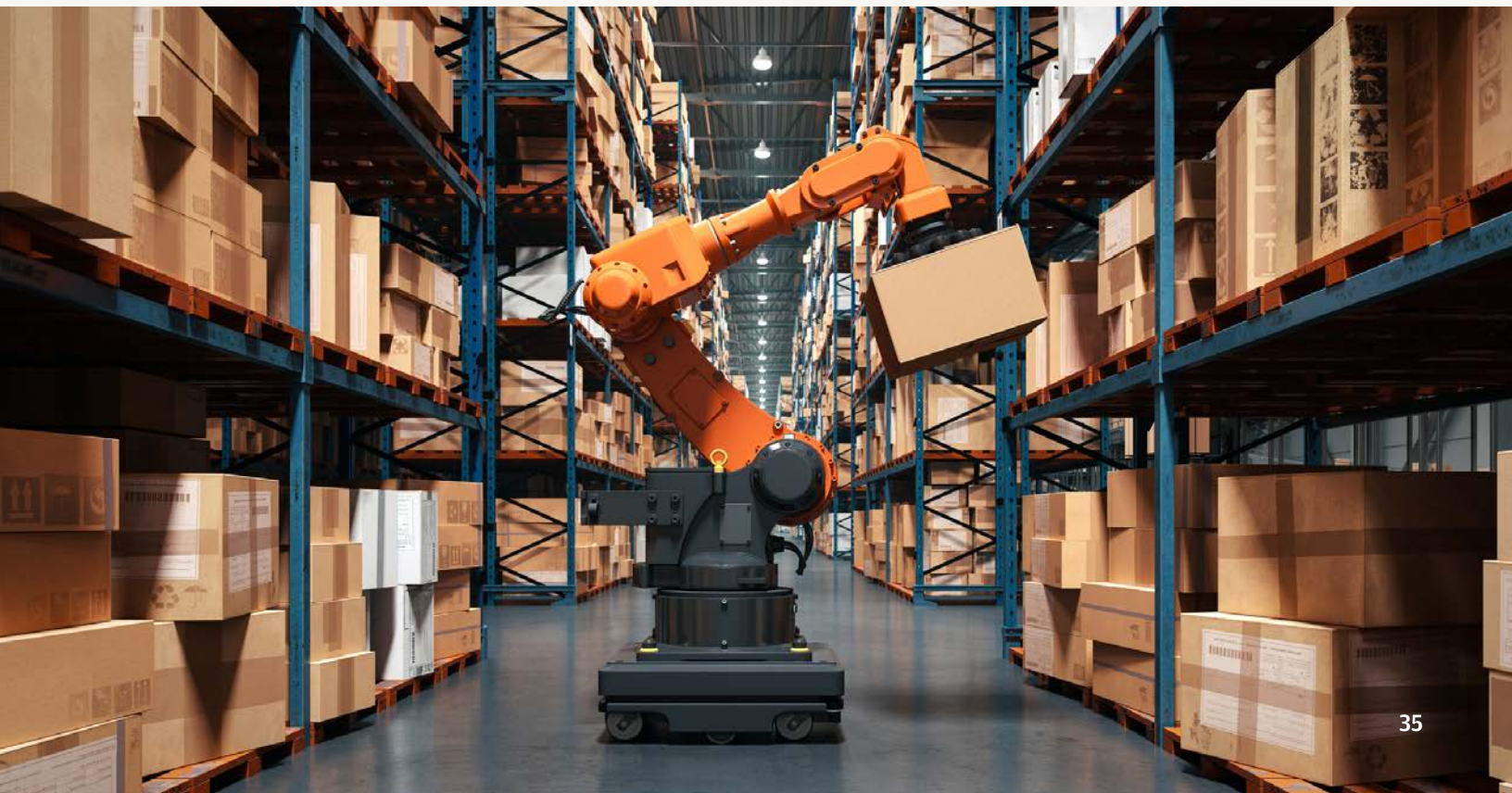
Le phénomène ne se limite pas à la Chine. Par exemple, le prix des vêtements importés aux États-Unis depuis la Chine et l'Amérique latine a reculé en 2025.⁵⁴ Les dynamiques concurrentielles mondiales peuvent l'emporter sur les pressions tarifaires.

⁵¹ J. Scott Davis et Brendan Kelly, « La surcapacité manufacturière chinoise stimule la production, les craintes de stagnation », Federal Reserve Bank of Dallas, 30 décembre 2025.

⁵² Bureau national des statistiques de Chine, « Producer Price Index », 28 février 2026.

⁵³ Banque centrale européenne, « Bulletin économique de la BCE », juillet 2025.

⁵⁴ Bureau of Labor Statistics, « Import Price Index by Origin », décembre 2025.



Implications pour les investisseurs

Préserver le pouvoir d'achat est un objectif central pour de nombreux investisseurs et familles. Une inflation plus élevée rend cet objectif plus difficile à atteindre. Elle érode la richesse réelle plus rapidement, et une inflation élevée est associée à une corrélation accrue entre actions et obligations, ce qui accroît la fragilité d'un portefeuille traditionnel.

Un épisode inflationniste de type années 1970 est possible, mais peu probable. Il existe très peu de signes d'une spirale salaires-prix sur le marché du travail. Toutefois, comme indiqué, une inflation plus élevée pourrait s'ancrer durablement. Les taux sur les liquidités et les obligations à court terme compensent à peine—et ce, avant impôts. Pour gérer ce risque persistant et souvent silencieux pour le patrimoine, nous suggérons quatre actions :

◇ Planifier avec discernement

Un environnement d'inflation plus élevée nécessite de définir clairement ses objectifs et de concevoir intentionnellement une allocation d'actifs pour les atteindre, en tenant compte des flux de trésorerie et de la fiscalité. Première étape : comprendre comment différents scénarios d'inflation et de marché pourraient impacter la valeur future du portefeuille.

Chaque situation familiale est unique, d'où l'importance de tester la robustesse de vos objectifs face à un panel de scénarios de marché. À partir de là, cartographier les points de décision et séquencer les actions possibles peut aider à garantir que le patrimoine est non seulement préservé en termes réels, mais aussi déployé efficacement au service des objectifs pour lesquels il a été constitué.

◇ Envisager les actions liées aux matières premières, les infrastructures et l'immobilier

Les prix des matières premières sont des prix d'intrants et ont tendance à offrir de solides performances lorsque l'inflation progresse.⁵⁵ Par extension, les actions des producteurs et transporteurs de matières premières surperforment généralement en période d'inflation. Aujourd'hui, le secteur des ressources naturelles est particulièrement intéressant, en partie parce que les dépenses d'investissement n'ont guère dépassé l'inflation depuis une décennie. L'offre future risque donc d'être limitée.

Un panier d'actions liées aux ressources naturelles que nous suivons offre actuellement un rendement total pour l'actionnaire de près de 5,5 %. Son ratio P/E est nettement inférieur à celui du marché dans son ensemble. Les infrastructures mondiales constituent une classe d'actifs sous-estimée, bien qu'elles aient généré des rendements annualisés de 8 à 12 % sous divers régimes d'inflation.⁵⁶ Un facteur clé : des flux de trésorerie contractuels de long terme, résiliants à l'inflation. L'énergie représente désormais près de 60 % de l'indice de référence,⁵⁷ contre 20 % il y a dix ans. Bien que les flux vers les fonds d'infrastructures aient récemment augmenté, le secteur reste sous-investi.

Près de 80 % des family offices interrogés récemment déclarent n'avoir aucune exposition,⁵⁸ et il en va de même pour 86 % de nos clients de la banque privée américaine.⁵⁹

L'immobilier mondial peut également servir de couverture contre l'inflation, grâce à des clauses d'indexation des loyers et à des révisions fréquentes des baux. Ces mécanismes de réajustement permettent de préserver les revenus alors que la valeur des biens progresse avec le coût du foncier, de la main-d'œuvre et des matériaux.⁶⁰

Nous observons les premiers signes de reprise dans l'immobilier de base après plusieurs années de repli.

⁵⁵ Ari Levine, Yao Hua Ooi et Matthew Richardson, « Commodities for the Long Run », National Bureau of Economic Research, novembre 2016.

⁵⁶ MSCI, Bloomberg, données disponibles en juin 2025.

⁵⁷ Indice MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset.

⁵⁸ J.P. Morgan Private Bank, « 2026 Global Family Office Report », février 2026.

⁵⁹ Pour les portefeuilles clients d'une valeur minimale de 5 millions de dollars.

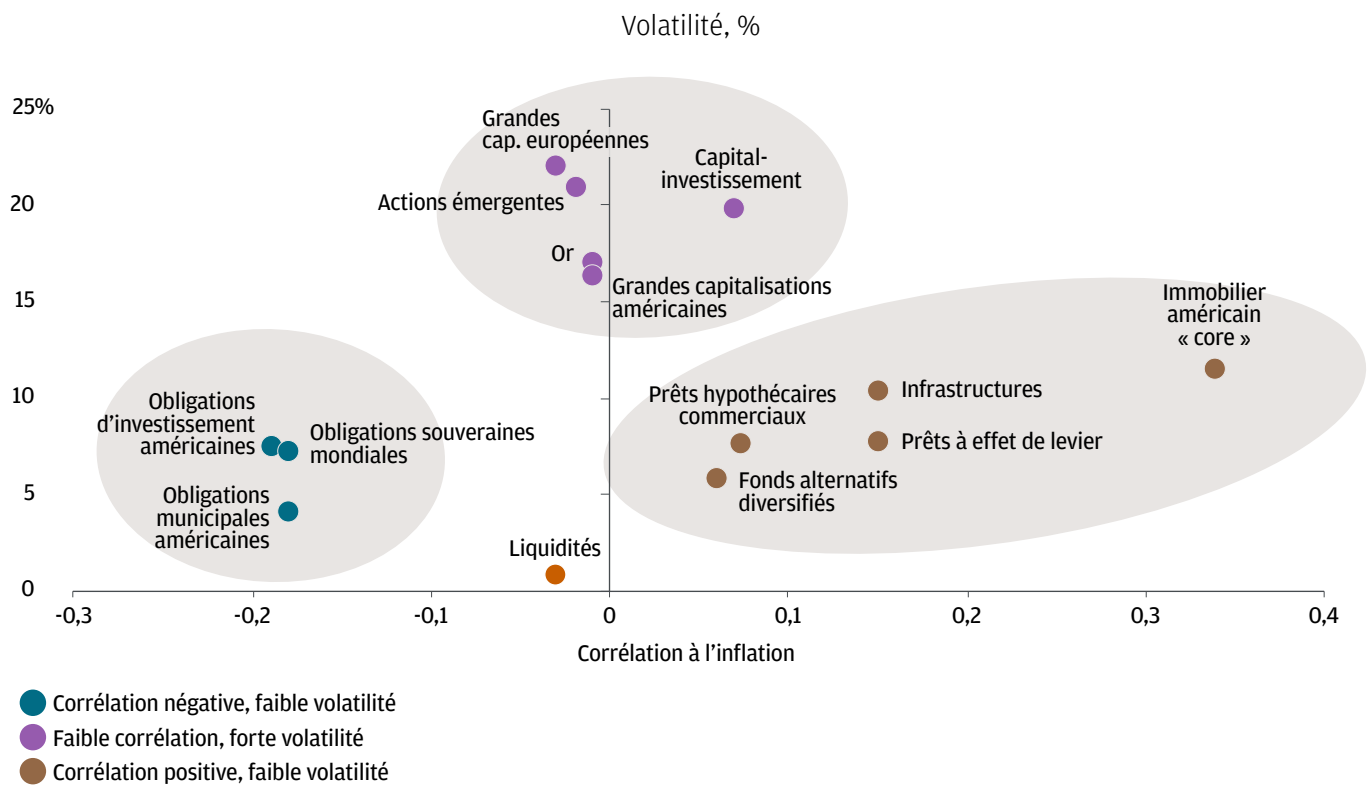
⁶⁰ Martin Hoesli, Jan Muckenaupt et Bing Zhu, « Listed Real Estate as an Inflation Hedge Across Regimes », Journal of Real Estate Finance and Economics, octobre 2023.



◇ Se concentrer sur les stratégies de hedge funds et alternatives liquides moins corrélées

Nous pensons que les stratégies de hedge funds, telles que « Relative Value & Macro », peuvent contribuer à réduire le risque global du portefeuille grâce à leur faible corrélation avec les actions et les obligations. Certaines alternatives liquides offrent des stratégies actives similaires. Les hedge funds macro se sont montrés résilients en 2022, alors que les actions et les obligations ont subi des pertes importantes. Selon nos données, les clients de la banque privée américaine sont généralement sous-exposés à cette classe d'actifs : 94 % d'entre eux ne détiennent pas de hedge funds dans leurs portefeuilles.⁶¹

POUR ATTÉNUER LE RISQUE D'INFLATION, LES INVESTISSEURS DEVRAIENT ENVISAGER DE SE CONCENTRER SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES, LES ACTIFS RÉELS ET CERTAINES STRATÉGIES ALTERNATIVES

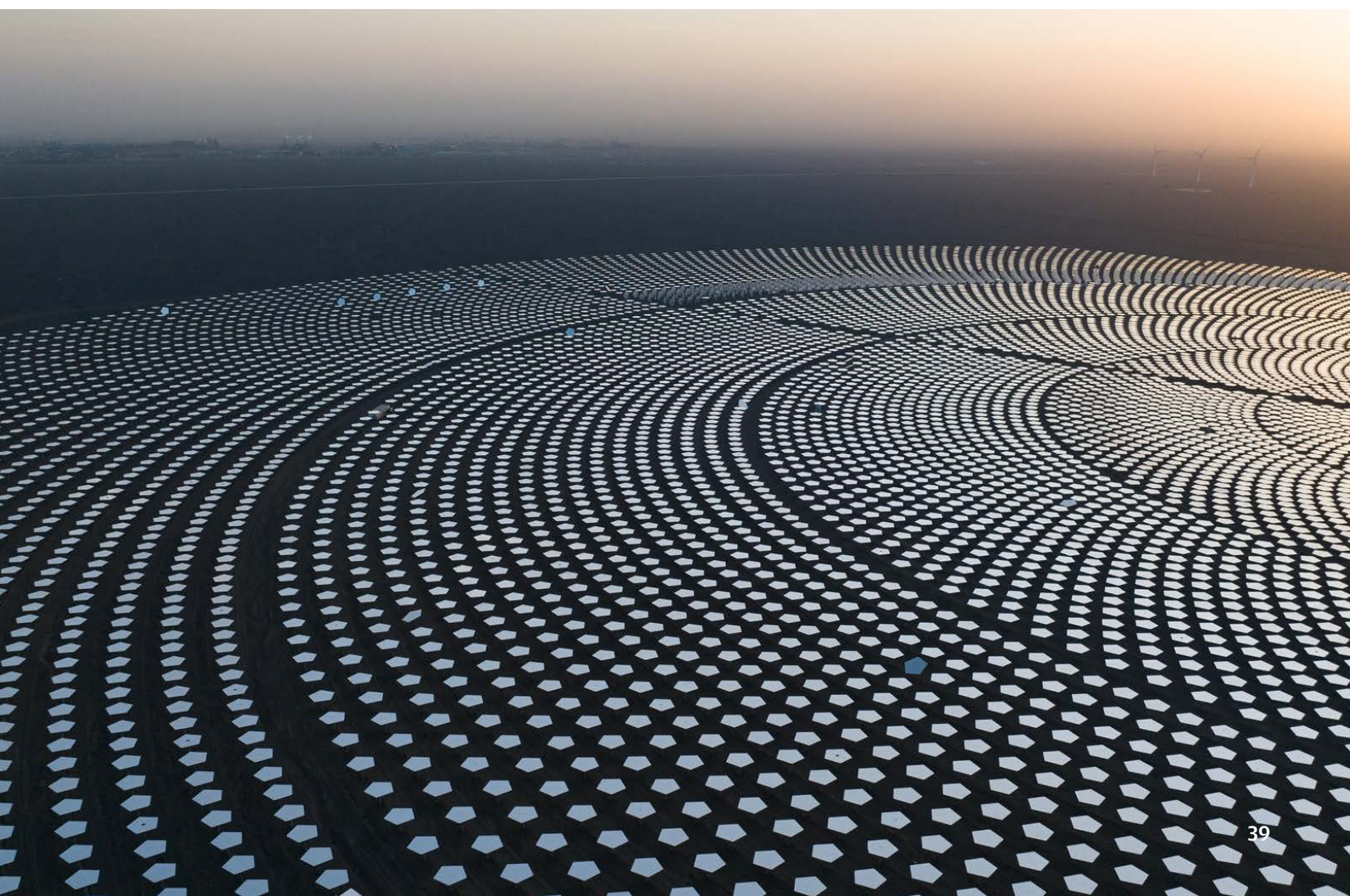


Source : J.P. Morgan Asset Management Long-Term Capital Market Assumptions. Données au 30 septembre 2025.

⁶¹ Pour les portefeuilles clients d'une valeur minimale de 5 millions de dollars.

Partie 3

Intelligence artificielle :
ne sous-estimez pas
le supercycle ni son
potentiel désinflationniste





L'intelligence artificielle pourrait s'avérer une force désinflationniste puissante, car elle réduit le coût de l'expertise et offre la possibilité d'accroître la production économique sans recourir à une main-d'œuvre supplémentaire.

Mais le potentiel de l'IA à générer un boom désinflationniste est actuellement éclipsé par des récits plus pessimistes. Les modèles d'IA continuent de progresser, les entreprises augmentent leurs prévisions de dépenses d'investissement pour les centres de données, et les valorisations des sociétés privées s'étendent. Pourtant, le discours dominant parmi les acteurs du marché se concentre sur deux risques majeurs liés à l'IA, que nous appelons les « scénarios maximalistes IA » : elle pourrait nuire à l'économie en remplaçant rapidement la main-d'œuvre, entraînant une hausse du chômage ; et elle pourrait peser sur le marché actions en perturbant les modèles économiques établis.

Ceux qui anticipent ces scénarios maximalistes IA visualisent clairement ce qui pourrait mal tourner : rien de moins qu'une crise économique comparable à la crise financière mondiale ou à la Grande Dépression.

Les investisseurs devront également composer, dans les prochains trimestres, avec ce qui pourrait être trois des plus grandes introductions en bourse de l'histoire, toutes dans l'écosystème IA.

Jusqu'à présent, la plupart des observateurs se sont concentrés sur ce qui pourrait mal tourner avec l'IA en 2026. Nous pensons que les investisseurs de long terme seront récompensés s'ils se positionnent sur ce qui pourrait bien se passer.

L'histoire économique et financière regorge d'exemples de tâches professionnelles et de fonctions déplacées par la technologie. À travers tout cela, l'innovation a accru le potentiel de l'économie, le niveau de vie des ménages, la capacité bénéficiaire des entreprises et les valorisations boursières. Les investisseurs sous-estiment le scénario le plus positif pour les actifs risqués, dans lequel les marchés identifient et récompensent les bénéficiaires de la productivité induite par l'IA, tandis que l'économie évolue à un rythme permettant une redistribution ordonnée des emplois sur le marché du travail.

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

1. L'IA pourrait bouleverser le marché du travail

L'un des arguments les plus forts avancés par des voix influentes sur le marché est que l'IA est sur le point de remplacer la main-d'œuvre. Le PDG d'Anthropic, par exemple, a averti que l'IA pourrait éliminer la moitié des emplois de bureau débutants aux États-Unis dans les un à cinq ans à venir, et pourrait faire grimper le taux de chômage à 10-20 %⁶², soit 10 à 25 millions de pertes d'emplois sans compensation par de nouveaux postes.⁶³

Une obsolescence du travail à cette échelle serait une catastrophe économique. Le taux de chômage américain a culminé à 25 % pendant la Grande Dépression et n'a dépassé 10 % que deux fois depuis la Seconde Guerre mondiale.⁶⁴

Nous voyons de plus en plus de preuves que, à mesure que la performance des modèles s'améliore rapidement, les modèles d'IA peuvent remplacer de nombreuses tâches. L'ère agentique, où les outils d'IA peuvent accomplir des tâches de manière autonome, semble arriver. L'un des derniers modèles d'Anthropic, Opus 4.6, peut accomplir des tâches complexes et itératives qui prendraient plus de 12 heures à un expert humain. Il y a seulement quelques mois, en décembre 2025, le meilleur modèle d'IA ne pouvait pas réaliser des tâches de 6 heures.⁶⁵

Claude Code a généré un chiffre d'affaires annualisé impressionnant de 6 milliards de dollars pour Anthropic rien qu'en février 2026.⁶⁶ Chez C.H. Robinson (une société de logistique de transport), les agents IA peuvent désormais fournir des devis en 30 secondes, là où il fallait auparavant 15 minutes à un employé. Un sondage récent a révélé que 88 % des dirigeants interrogés déclarent que leur entreprise pilote ou déploie à grande échelle des agents IA autonomes.⁶⁷

L'effectif de Microsoft a atteint un pic en 2022 et a diminué de 6 % depuis. Les enquêtes de Challenger, Grey & Christmas suggèrent que l'IA a été responsable de près de 55 000 suppressions de postes aux États-Unis en 2025.⁶⁸ Amazon, UPS, Salesforce, Workday, IBM et PayPal ont tous cité l'intelligence artificielle comme raison majeure de licenciements au cours de l'année écoulée.

L'ampleur de la perturbation potentielle est claire. Les études économiques et les enquêtes sectorielles montrent que les personnels administratifs et de soutien de bureau (plus de 21 millions de travailleurs), les commerciaux (plus de 13 millions), les professionnels des opérations commerciales et financières (huit à neuf millions) et les agents de service client ou de centres d'appels (trois millions) exercent des tâches parmi les plus exposées à l'automatisation par l'IA.⁶⁹

Comme lors de nombreuses autres transitions technologiques et économiques, l'adoption de l'IA pourrait imposer de sérieuses difficultés aux personnes dont les emplois sont automatisés.

⁶² Mike Allen et Jim VandeHei, « Behind the Curtain : A white-collar bloodbath », Axios, 28 mai 2025.

⁶³ En supposant que la taille de la population active soit restée constante.

⁶⁴ Bureau of Labor Statistics, mars 2026.

⁶⁵ METR, « Task-Completion Time Horizons of Frontier AI Models », 31 mars 2026. Lorsqu'il s'agit d'une tâche nécessitant deux heures pour un expert humain, Claude la termine avec succès 80 % du temps. Ce taux de réussite tombe à 50 % pour des tâches plus complexes nécessitant 12 heures. Autrement dit, pour que l'IA réussisse une tâche 99 % du temps, celle-ci devra être relativement simple selon le temps d'un expert humain.

⁶⁶ Shirin Ghaffary, « Anthropic Nears \$20 Billion Revenue Run Rate Amid Pentagon Feud », Bloomberg Finance L.P., 3 mars 2026. Claude Code permet aux utilisateurs d'écrire du code en langage naturel.

⁶⁷ PwC, « AI Agent Survey », mai 2025.

⁶⁸ Challenger, Grey & Christmas, décembre 2025.

⁶⁹ Organisation internationale du travail, « Research Brief », février 2026.

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

2. L'IA pourrait perturber les modèles économiques existants plus rapidement qu'anticipé

Les marchés du travail pourraient également subir des effets de second ordre liés à la perturbation des modèles économiques des entreprises par l'IA. Les acteurs du marché estiment avoir identifié le secteur le plus vulnérable : les logiciels SaaS historiques. De nombreuses entreprises SaaS sont suivies par l'indice S&P Expanded Technology Software (IGV).

Fait remarquable, environ la moitié des titres de l'indice ont perdu plus de 50 % par rapport à leurs plus hauts historiques. Cette année, le panier de valeurs suivi par J.P. Morgan Securities, considéré comme vulnérable à la disruption IA, a reculé de près de 20 %.

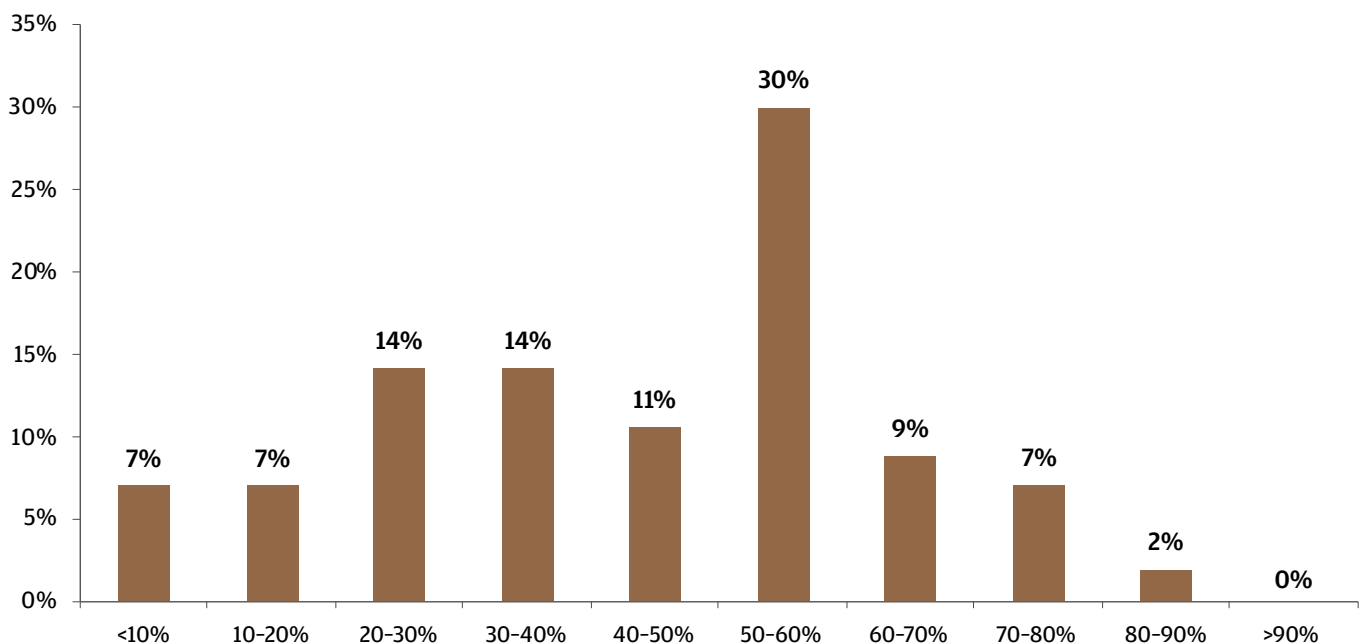
Le secteur des logiciels historiques souffre des conséquences d'une sur-embauche lors du boom COVID, de la hausse des taux d'intérêt et de la disruption continue du modèle d'abonnement par l'IA (paiement à l'utilisateur). La société médiane de l'indice IGV affiche une marge opérationnelle GAAP de seulement 4 %.

Près de 4,5 millions de personnes travaillent dans l'ingénierie logicielle et près de 50 millions dans le développement logiciel dans le monde.⁷⁰ Ils pourraient être les premiers à ressentir les conséquences des avancées de l'IA.

Comme mentionné, les outils d'IA menacent le modèle d'abonnement qui faisait autrefois l'attrait des entreprises SaaS. D'abord, l'IA pourrait réduire le nombre d'employés nécessaires pour accomplir les tâches nécessitant une licence logicielle. Ensuite, les outils d'IA pourraient potentiellement prendre en charge ces tâches.⁷¹ Certaines entreprises logicielles pourraient bien rebondir. Mais pour l'instant, le secteur illustre les risques et opportunités liés à des positions concentrées sur certaines actions.

LOGICIELS : DES PERTES CATASTROPHIQUES SOUS LA SURFACE

Part des membres de l'indice IGV selon leur baisse par rapport aux sommets historiques, %



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 20 avril 2026.

⁷⁰ Bureau of Labor Statistics et SlashData, 31 décembre 2025.

⁷¹ Par exemple, la société SaaS historique ServiceNow propose une plateforme pour les flux de travail informatiques d'une organisation : réinitialisation de mot de passe, connexion à distance, intégration des nouveaux employés. Un outil d'IA pourrait facturer par résultat, et non (comme c'est le cas actuellement) par utilisateur.

Impact de l'IA sur le capital-investissement et le crédit privé

Les marchés du crédit et du capital-investissement privés semblent également vulnérables. Le marché du prêt direct affiche une exposition d'environ 21 % aux logiciels, qui grimpe à près de 40 % si l'on inclut les emprunteurs technologiques et de services aux entreprises.⁷² La technologie représente environ 30 % des portefeuilles mondiaux de capital-investissement en buyout et près de la moitié des portefeuilles de capital-risque.⁷³

Les défauts observés n'ont pas encore augmenté, mais les marchés montrent des signes de tension. Les sociétés cotées de développement commercial (BDC) ont chuté près des plus bas du cycle précédent,⁷⁴ les spreads sur les prêts à effet de levier dans le secteur logiciel se sont élargis et les gestionnaires d'actifs alternatifs cotés ont perdu plus de 20 % depuis le début de l'année. Le sentiment dégradé et la normalisation des rendements sur les prêts directs ont entraîné un rythme de rachats supérieur à la moyenne dans les BDC privés non cotés.

À quel point la situation pourrait-elle devenir difficile pour les logiciels et le crédit privé ? Les défauts sur les prêts à effet de levier (au niveau de l'indice) ont culminé à environ 13 % lors de la crise financière mondiale. Si le taux de défaut dans le secteur logiciel atteignait 15 %, et que les valeurs de recouvrement ne dépassaient pas 40 %, les pertes sur le crédit privé pourraient atteindre 2 % (sans levier).⁷⁵ En tenant compte de l'effet de levier, les pertes pourraient totaliser 4 %, avec un rendement initial d'environ 9 %.⁷⁶

Si le crédit privé adossé à des logiciels devait subir une telle pression, la valeur des capitaux propres des sociétés logicielles non cotées serait encore plus affectée.

Certains acteurs du marché craignent que les tensions sur le crédit ne s'étendent au-delà du secteur logiciel. Pour l'instant, la pression sur le crédit privé semble concentrée sur les petits emprunteurs (25 à 50 millions de dollars d'EBITDA) et certains secteurs (distribution, automobile).⁷⁷

Dans le secteur logiciel, les défauts pourraient augmenter sur un horizon de trois à cinq ans à mesure que la disruption IA se propage, mais l'impact sera inégal – les plateformes critiques, à usage intégré et basé sur l'utilisation, devraient être plus résilientes que les outils génériques, facilement remplaçables ou les modèles d'abonnement (paiement par utilisateur). Il est essentiel de noter que nous ne pensons pas que ces zones de tension représentent un risque systémique : le crédit privé ne représente qu'environ 9 % de l'ensemble des financements d'entreprise et les liens avec les banques restent modestes. Il semble néanmoins raisonnable de s'attendre à une certaine contagion sur les marchés de la dette au sens large.

⁷² J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions ; Goldman Sachs ; J.P. Morgan Securities Credit Research, février 2026.

⁷³ MSCI Global, 30 septembre 2025.

⁷⁴ Dans la métrique couramment utilisée pour les BDC, la décote du prix par rapport à la valeur d'actif net (NAV) était de 17 %. Cette métrique mesure la différence entre le prix de marché par action et le prix par action (NAV), suggérant que les investisseurs achètent les actifs du fonds à un prix inférieur à leur valeur déclarée.

⁷⁵ JPM Investment Bank North America Credit Research, « Default Monitor », avril 2026.

⁷⁶ Suppose une hypothèse simplifiée d'un tour de levier au niveau du portefeuille. Federal Reserve Board ; Prequin ; PitchBook ; Empirical Research Partners Analysis, mars 2026.

⁷⁷ Proskauer ; J.P. Morgan Global Alternative Investment Solutions, février 2026.

Les géants technologiques font face à une nouvelle ère de scepticisme

Parallèlement, de nombreux investisseurs craignent que le profil des géants technologiques ne soit en train de changer durablement. Les hyperscalers⁷⁸ disposent actuellement des flux de trésorerie nécessaires pour financer leur construction intensive de centres de données. Mais cela aussi évolue rapidement.⁷⁹

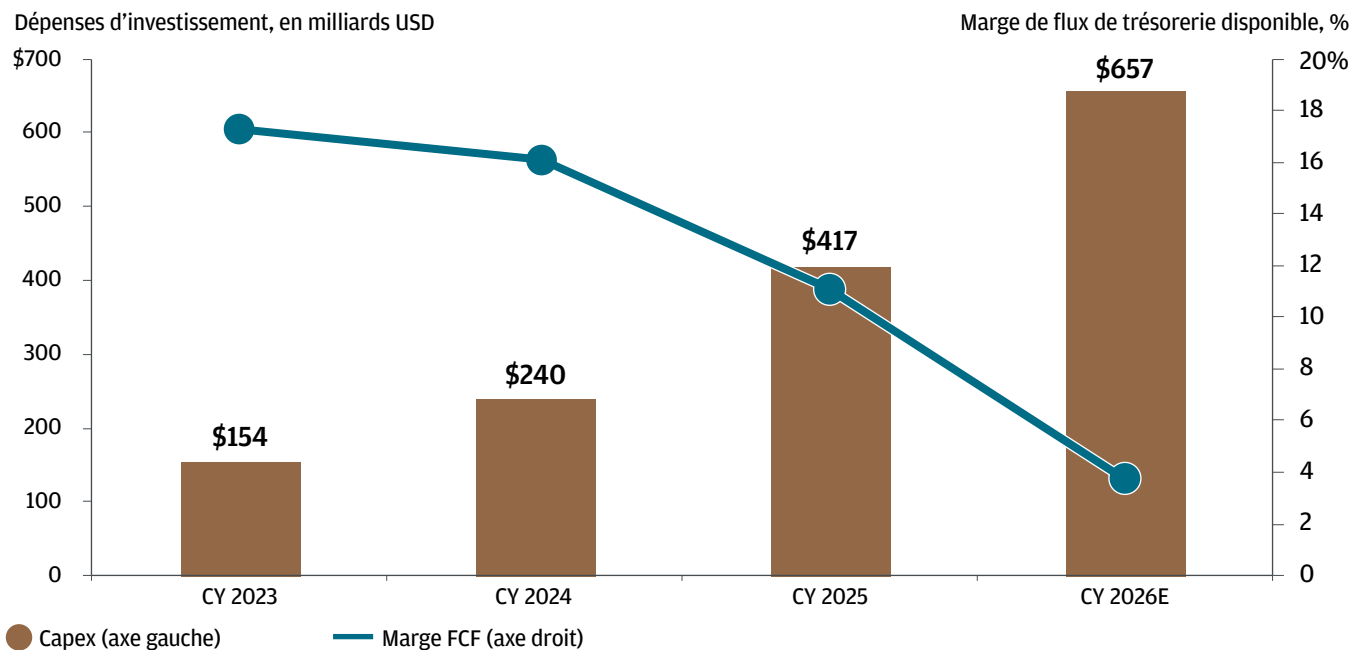
Certains investisseurs s'inquiètent du fait que les investissements des hyperscalers dans des actifs lourds modifient de façon permanente les caractéristiques qui faisaient leur attrait initial. Les dirigeants des hyperscalers sont convaincus que l'IA actuelle—y compris les outils agentiques pour les entreprises et les outils de productivité pour les consommateurs soutenus par la publicité—offre des opportunités de revenus justifiant les coûts.

Le marché anticipe ce futur avec plus de prudence.

Les flux de trésorerie disponibles des hyperscalers ont culminé en 2024 à près de 240 milliards de dollars et devraient tomber à 73 milliards d'ici la fin 2026. Le ratio P/E prospectif de Microsoft est passé d'un sommet de 35x à l'ère de l'IA à 22,5x aujourd'hui. De plus, la compression des multiples pour les leaders méga-cap (pas seulement les hyperscalers) s'accompagne d'une augmentation de l'endettement et d'une possible réduction des programmes de rachat d'actions et de versement de dividendes. Le rendement agrégé des flux de trésorerie disponibles des hyperscalers semble devoir passer sous 4 %, contre 18 % en 2023.

Pendant des années, les investisseurs ont justifié les valorisations élevées des leaders méga-cap par leur faible levier, leurs taux de distribution élevés (dividendes et rachats), leurs modèles opérationnels légers en actifs et leurs marges élevées. Le supercycle d'investissement dans l'IA remet en cause ces postulats.

LES HYPERSCALERS DÉPENSENT LEUR FLUX DE TRÉSORERIE



Source: FactSet. Données au 20 avril 2026.

⁷⁸ Les hyperscalers sont des fournisseurs de services cloud capables de fournir des ressources informatiques à une échelle et une vitesse adaptées aux plus grandes entreprises et services internet mondiaux. Les cinq principaux hyperscalers sont Microsoft, Meta, Oracle, Google et Amazon. D'autres incluent Alibaba, Apple, IBM, ByteDance et CoreWeave.

⁷⁹ Par exemple, Microsoft doit achever le centre de données le plus puissant du monde d'ici septembre 2027. Le site, à Mount Pleasant, Wisconsin, devrait coûter un peu plus de 100 milliards de dollars en 2025, consommer plus d'énergie que toute la ville de Los Angeles et abriter 5,2 millions de GPU H100 équivalents.

Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

3.

Les introductions en bourse pourraient marquer le sommet du cycle

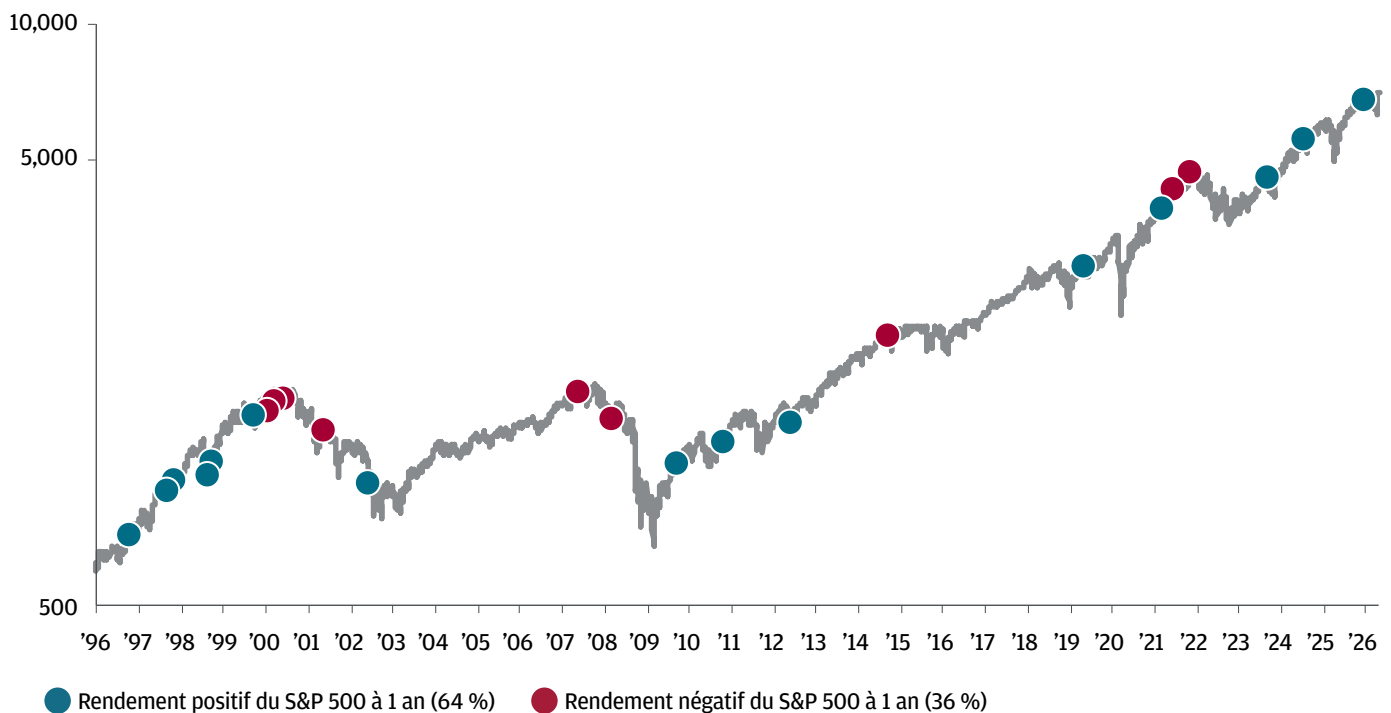
Peut-être le test le plus exigeant à ce jour pour l'avenir de l'IA en tant que thème d'investissement sera le calendrier des introductions en bourse à venir. Cet été, SpaceX, connue pour ses ambitions de placer des centres de données dans l'espace, devrait probablement réaliser la plus grande introduction en bourse de l'histoire. Les marchés de prédiction attribuent une probabilité de 1 sur 2 à une introduction en bourse d'Anthropic avant 2027 et de 1 sur 3 à une IPO d'OpenAI.⁸⁰ Si les marchés publics valident les valorisations des marchés privés, voire les amplifient, cela renforcerait la confiance dans les investissements en infrastructures IA. Cependant, l'histoire récente des IPO de grande envergure envoie des signaux préoccupants.⁸¹

Historiquement, une activité accrue de deals a coïncidé avec des pics de prix sur les marchés actions. En 2007, les IPO, les émissions secondaires et les opérations de capital-investissement et de capital-risque ont représenté 4,5 % de la capitalisation boursière américaine, le pourcentage le plus élevé jamais enregistré. Un an plus tard, les investisseurs ont dû affronter la crise financière mondiale de 2008—la pire année pour les actions depuis les années 1930.

De même, en 2021, les émissions et deals ont à nouveau dépassé 4 % de la capitalisation boursière totale américaine. Puis, en 2022, le marché a dû faire face à un choc de hausse des taux de la Fed et à un choc énergétique lié à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les rendements annuels des actions ont reculé de 20 %.

LES GRANDES INTRODUCTIONS EN BOURSE COÏNCIDENT-ELLES AVEC LES SOMMETS DE MARCHÉ ?

Le S&P 500 et les 25 plus grandes IPO, échelle logarithmique



Source : Renaissance Capital, Bloomberg Finance L.P. Données au 20 avril 2026.

⁸⁰ Les marchés de prédiction sont des plateformes d'échange où les participants achètent et vendent des contrats basés sur l'issue d'événements futurs, tels que des élections, des données économiques ou des sports, reflétant les attentes collectives quant aux probabilités.

⁸¹ Cette section s'appuie sur les recherches de Michael Goldstein et de l'équipe d'Empirical Research Partners.

INTELLIGENCE ARTIFICIELLE : NE SOUS-ESTIMEZ PAS LE SUPERCYCLE NI SON POTENTIEL DÉINFLATIONNISTE

Les performances des IPO lors de leur première journée offrent également un aperçu du risque de surchauffe. De façon contre-intuitive, une forte performance lors du premier jour des grandes IPO peut être un signe inquiétant pour le marché dans son ensemble. Lorsque la demande des investisseurs particuliers pour les nouvelles actions devient insatiable, cela peut signaler une euphorie que les fondamentaux ne pourront pas suivre.

Pendant la bulle internet de la fin des années 1990 et à nouveau en 2021, les IPO ont affiché des gains moyens de 50 % le premier jour. En 2025, les marchés ont connu une petite renaissance de l'activité sur les marchés de capitaux : les IPO ont progressé de 35 % le premier jour. L'histoire montre que lorsque de grandes entreprises entrent en bourse, cela peut signaler un marché actions proche de son sommet.

Ces nouveaux titres cotés ont généralement sous-performé par la suite. En considérant 18 des 25 plus grandes IPO américaines de l'histoire (pour lesquelles nous disposons de données complètes), la médiane de ces géantes a sous-performé le S&P 500 de 30 % lors de sa première année en bourse. Douze des 18 ont reculé sur leur première année. Le rendement médian du S&P 500 sur un an lors des années suivant ces IPO géantes n'a été que de 3 % – bien inférieur à la moyenne de l'indice (près de 10 %).

En résumé : 36 % de ces 25 plus grandes IPO ont signalé un rendement négatif sur un an pour l'indice.

Nous suivrons de près la demande et la réaction du marché face aux IPO de SpaceX et d'autres pour évaluer le sentiment de risque actuel et l'environnement de valorisation.



Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

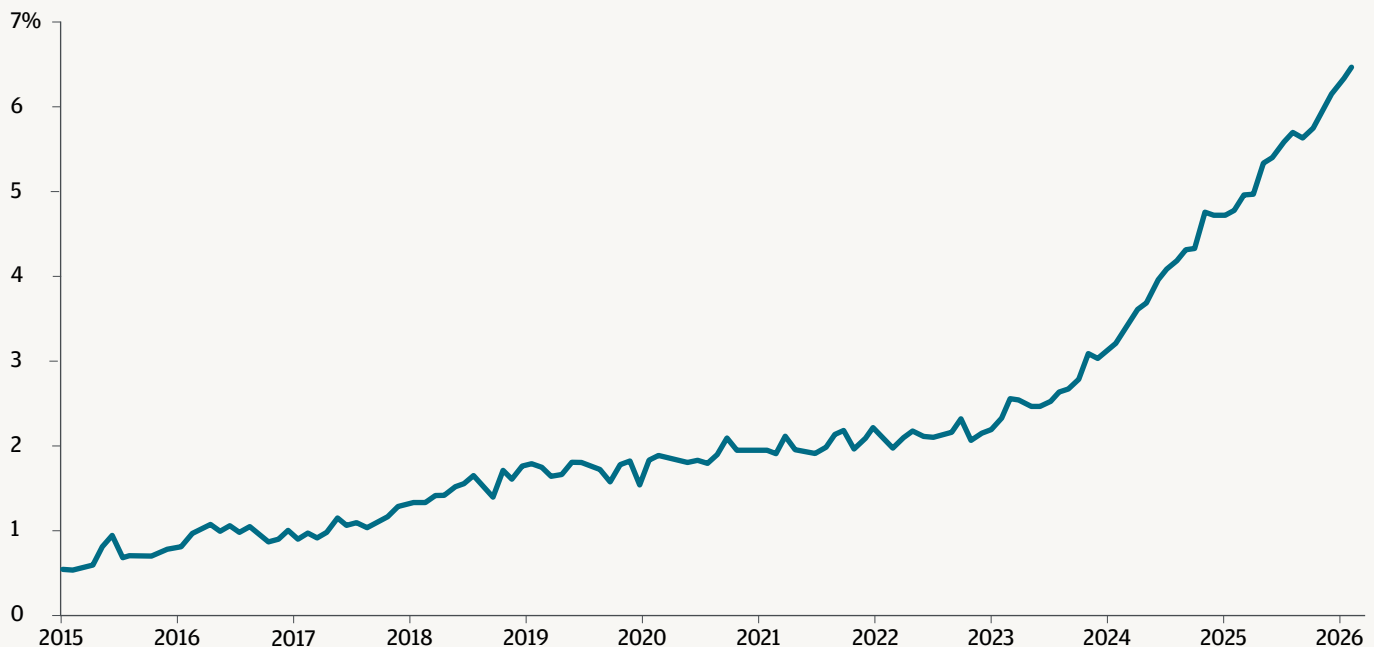
1. Le cycle d'investissement dans l'IA pourrait continuer à soutenir l'expansion

En 2025, l'investissement dans l'IA a alimenté la croissance économique mondiale. Le PIB de Taïwan a progressé de plus de 7 %, son rythme le plus rapide depuis 2010 (au quatrième trimestre, le taux dépassait 12,5 %), et ses exportations ont atteint un record de 640 milliards de dollars.⁸² TSMC, la société qui produit la grande majorité des puces Nvidia Corp., a contribué à hauteur de 5 à 6 % au PIB taïwanais en 2025.⁸³ Les exportations coréennes ont dépassé 700 milliards de dollars pour la première fois en 2025, et un quart du total était lié aux semi-conducteurs.⁸⁴

Après prise en compte des importations, les investissements IA ont ajouté 25 points de base à la croissance réelle du PIB américain au premier semestre de l'année dernière.⁸⁵ Au quatrième trimestre 2025, les investissements des sociétés privées dans les fabricants d'ordinateurs et d'équipements personnels ont progressé de 75 % sur un an. La construction de centres de données a presque quadruplé en part de l'ensemble de la construction non résidentielle depuis 2022.⁸⁶

LA CONSTRUCTION DE DATA CENTERS CONTINUE D'EXPLOSER

Dépenses de construction de data centers en part du total des dépenses de construction non résidentielle, %



Source : U.S. Census Bureau, Haver Analytics. Données au 31 janvier 2026.

⁸² Direction générale du budget de Taïwan, « Comptabilité et statistiques », décembre 2025.

⁸³ Gary Chen, « Silicon shield to 'global TSMC' », Taipei Times, 10 mars 2026.

⁸⁴ Banque de Corée, décembre 2025.

⁸⁵ Natixis Investment Managers, « Why AI spend isn't really the sole growth driver », 5 novembre 2025.

⁸⁶ Bureau du recensement des États-Unis, janvier 2026.

Tout indique que le cycle d'investissement IA peut se poursuivre tout au long de 2026. Après la saison des résultats du quatrième trimestre (janvier et février 2026), les cinq principaux hyperscalers (Microsoft, Meta, Oracle, Google et Amazon) ont relevé leurs prévisions de dépenses d'investissement pour 2026 de 130 milliards de dollars. Les analystes de Wall Street s'attendent désormais à ce qu'ils dépensent plus de 650 milliards de dollars ensemble d'ici la fin 2026, la majorité pour étendre leur capacité IA dans le cloud.

Même Oracle—qui a été scrutée par les analystes pour sa stratégie d'investissement financée par la dette et les capitaux propres—vient d'annoncer une croissance de 30 milliards de dollars de son carnet de commandes, entièrement liée à des clients qui paient leurs propres GPU.⁸⁷ Oracle pourrait ne pas avoir à lever de nouveaux capitaux pour honorer ses contrats clients.

Les flux de trésorerie disponibles des hyperscalers sont en baisse. Mais le chiffre d'affaires de leurs activités cloud s'accélère, donnant le feu vert à leurs directions pour poursuivre leurs investissements IA agressifs.

⁸⁷ Les GPU sont des unités de traitement graphique, des puces informatiques spécialisées à haute performance qui alimentent l'entraînement des modèles d'IA. Ben Thomson, « Oracle Earnings, Oracle's Cloud Growth, Oracle's Software Defense », Stratechery, 11 mars 2026.



Des preuves limitées d'un impact négatif sur le marché du travail

Alors que les investissements technologiques stimulent la croissance du PIB, il existe très peu de preuves que l'IA nuit actuellement au marché du travail.

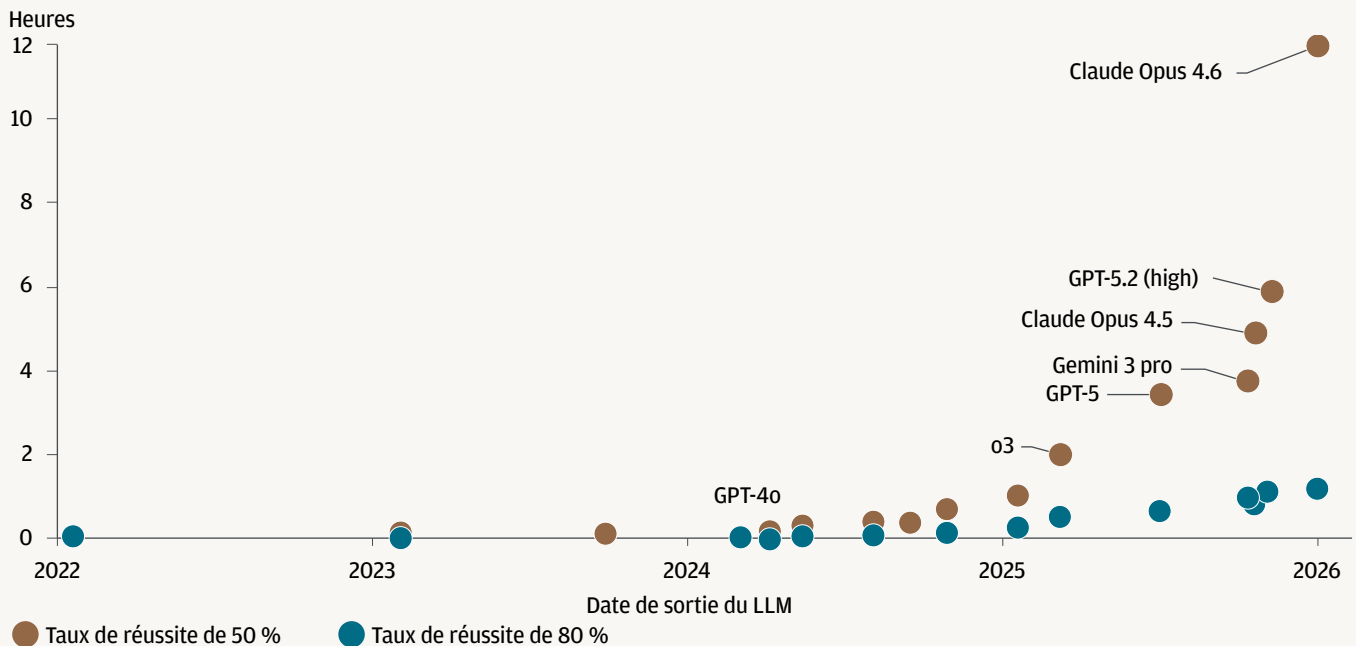
L'IA est efficace, par rapport au travail humain, pour des tâches telles que la génération de devis de transport, le remplissage automatique de formulaires à partir de documents sources, la priorisation des courriels entrants, la réponse aux questions courantes des clients et la traduction de documents. Mais un emploi est un portefeuille de tâches. Les prix de marché pour le travail humain et les GPU, ainsi que les données empiriques sur le marché du travail, suggèrent que les modèles d'IA agentique ne surpassent pas encore les travailleurs du savoir. Un salarié qualifié coûte environ 50 dollars de l'heure. Un GPU Nvidia H100 se loue environ 2,50 dollars de l'heure.⁸⁸

Cela signifie qu'un GPU atteint la parité de coût avec un humain même s'il lui faut plus de 20 heures pour reproduire une heure de production humaine—ce qui constitue une incitation économique majeure à passer du travail humain à l'IA, même en tenant compte des marges des sociétés de modèles.⁸⁹

L'absence de déplacement massif de travailleurs aujourd'hui démontre que les outils d'IA ne peuvent pas encore reproduire l'ensemble des tâches qui composent un emploi, et que les entreprises n'ont pas encore trouvé comment intégrer au mieux les modèles d'IA actuels, encore inégaux. Le taux de réussite de Claude Opus 4.6 d'Anthropic n'est que de 50 % pour des tâches complexes qui prendraient 12 heures à un expert humain. Trois données du marché du travail appuient l'idée que l'impact de l'IA sur l'emploi reste limité.

L'AMÉLIORATION DES MODÈLES D'IA EST RAPIDE, MAIS DES QUESTIONS DE FIABILITÉ PERSISTENT

Temps nécessaire aux humains pour accomplir des tâches que l'IA réalise à 50 % ou 80 % de réussite



Source: Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, METR. Données de mars 2026.

⁸⁸ SemiAnalysis GPU Rental Price Index, avril 2026.

⁸⁹ Les applications des entreprises modèles fonctionnent sur le matériel GPU.

Premièrement, une analyse récente de la Fed de Dallas n'a trouvé aucune corrélation entre la progression récente des salaires et la vulnérabilité des métiers à l'IA.⁹⁰ Deuxièmement, les offres d'emploi pour les ingénieurs logiciels ont récemment augmenté, malgré le fait que le codage est un domaine où l'IA concurrence le plus le travail humain.⁹¹ Troisièmement, seulement un quart de 1 % des licenciements dans le secteur privé en 2025 ont été attribués à l'IA.⁹²

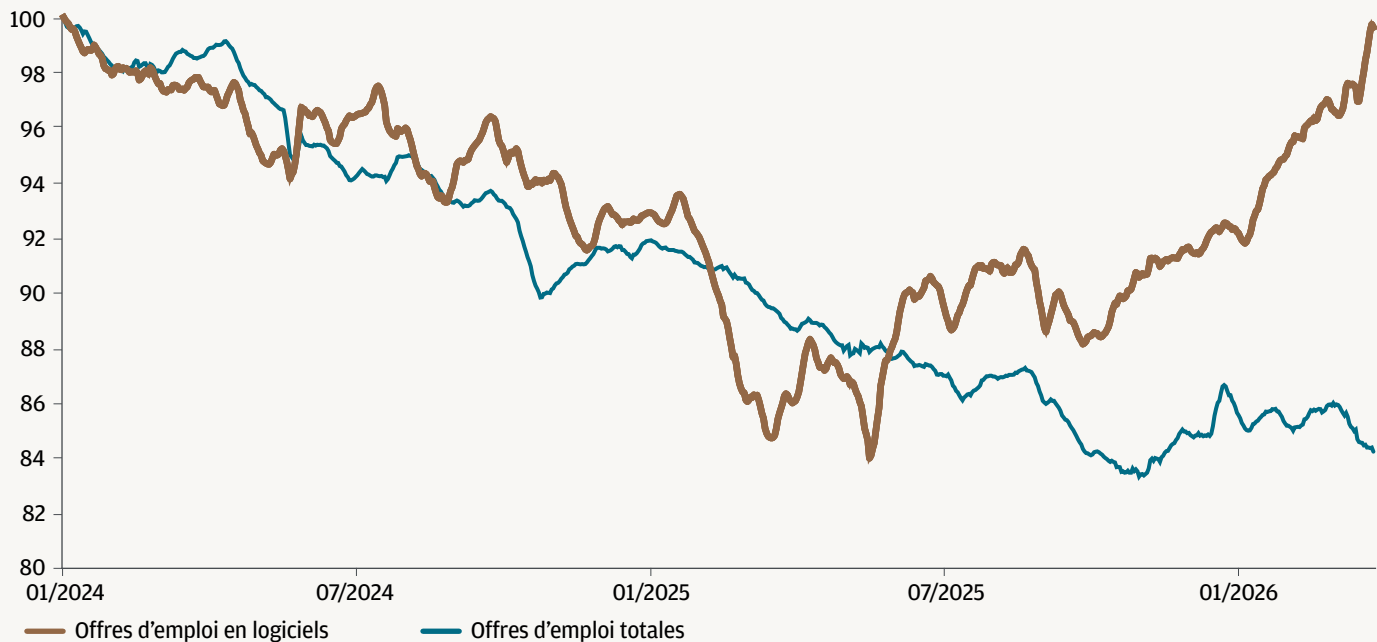
L'automatisation du travail de bureau prendra des années. Les travailleurs ne se contentent pas d'exécuter : ils raisonnent. Ils décident quoi faire face à des instructions vagues ou incomplètes.

Ils mobilisent des années, voire des décennies, de formation, d'intuition sociale, d'intelligence émotionnelle, de reconnaissance de schémas et de connaissance institutionnelle pour décider s'il faut s'excuser, résoudre un problème ou l'escalader. L'intégration complète de l'IA dans l'économie nécessitera également des années pour construire les infrastructures nécessaires et lever les obstacles institutionnels et réglementaires.

Ces éléments confortent l'idée que l'IA sera, dans l'ensemble, davantage un accélérateur de productivité qu'un destructeur d'emplois.

LA DEMANDE POUR LES MÉTIERS LIÉS AUX LOGICIELS AUGMENTE ALORS QUE LE MARCHÉ DU TRAVAIL GÉNÉRAL RALENTIT

Offres d'emploi Indeed, 1er janvier 2024 = 100



Sources: Indeed, Bloomberg Finance L.P. Données au 27 mars 2026.

⁹⁰ Scott Davis, « L'IA aide et remplace simultanément les travailleurs, selon les données sur les salaires », Federal Reserve Bank of Dallas, 24 février 2026.

⁹¹ Indeed, 27 mars 2026.

⁹² Rapport JOLTS ; Challenger, Grey & Christmas, décembre 2025.

Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

2.

L'IA pourrait générer des gains de productivité et une expansion des marges, soutenant les valorisations

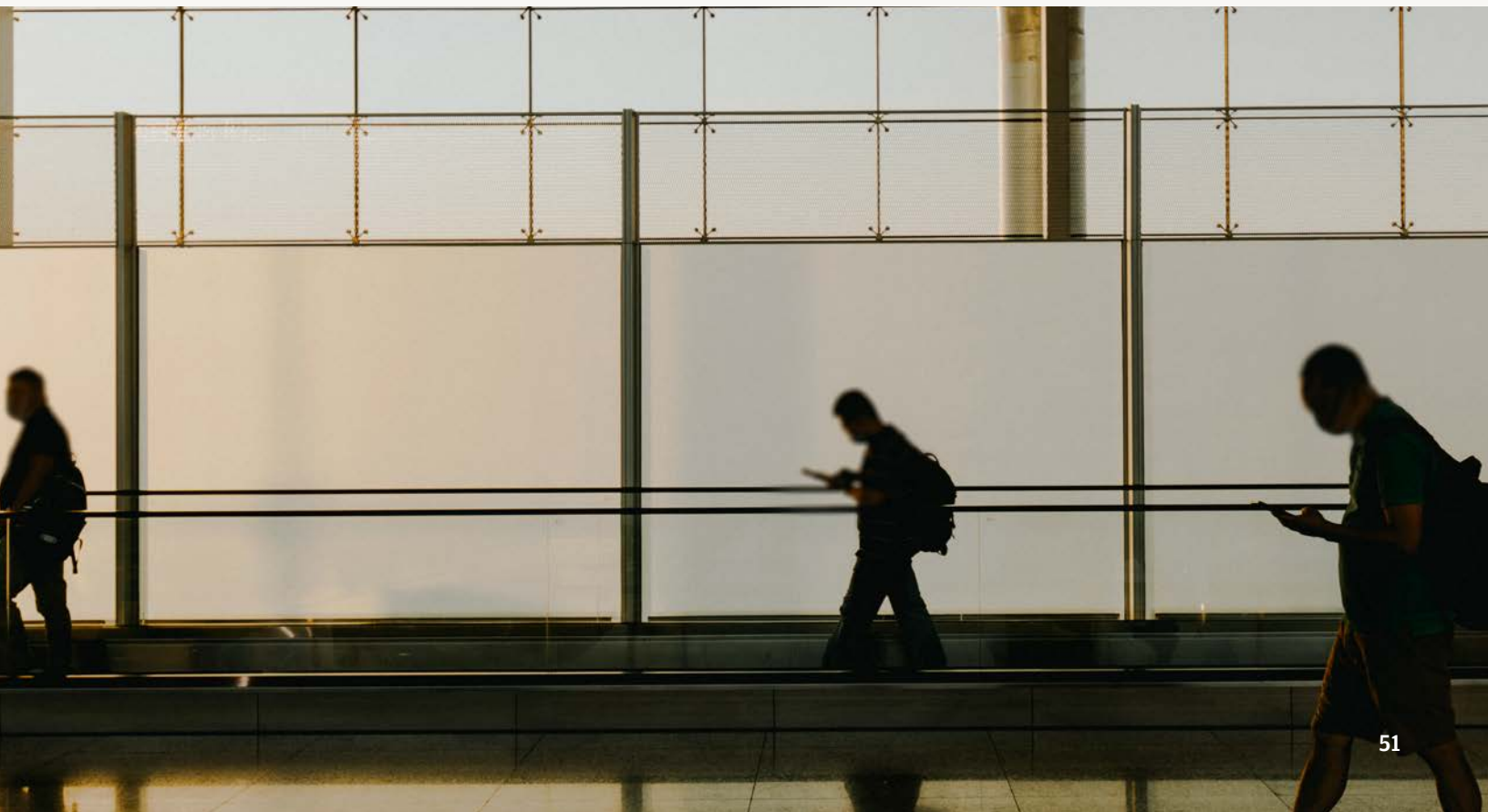
Les outils d'IA excellent dans l'automatisation de tâches permettant aux travailleurs du savoir et aux entreprises d'être plus productifs.

Les marges des entreprises du S&P 500 ont atteint un sommet historique de 13,3 % au quatrième trimestre 2025, et les analystes anticipent qu'elles pourraient dépasser 15,5 % d'ici 2027. L'adoption de l'IA sera probablement un facteur clé de cette évolution. Les entreprises utilisant l'IA affichent des marges moyennes plus élevées (17 %) que celles qui ne l'utilisent pas (13 %) et voient leurs marges progresser plus rapidement.⁹³

Le maintien de ces marges dépendra toutefois de plusieurs facteurs. Les entreprises qui iront au-delà de la simple adoption de l'IA pour obtenir une véritable adhésion des employés—par la montée en compétences et une transition transparente de la main-d'œuvre—seront mieux positionnées pour générer des gains durables.

L'intégration complète de la technologie IA semble améliorer le profil fondamental d'une entreprise. Cela devrait soutenir la capacité bénéficiaire et les valorisations.

⁹³ J.P. Morgan Wealth Management Solutions et 22V, 1er avril 2026.



L'agonie et l'extase : les cycles catastrophiques de destruction ne sont pas nouveaux dans la technologie

La disruption inhérente aux transitions technologiques est à la fois attendue et insuffisante pour inquiéter les investisseurs de long terme et bien diversifiés.

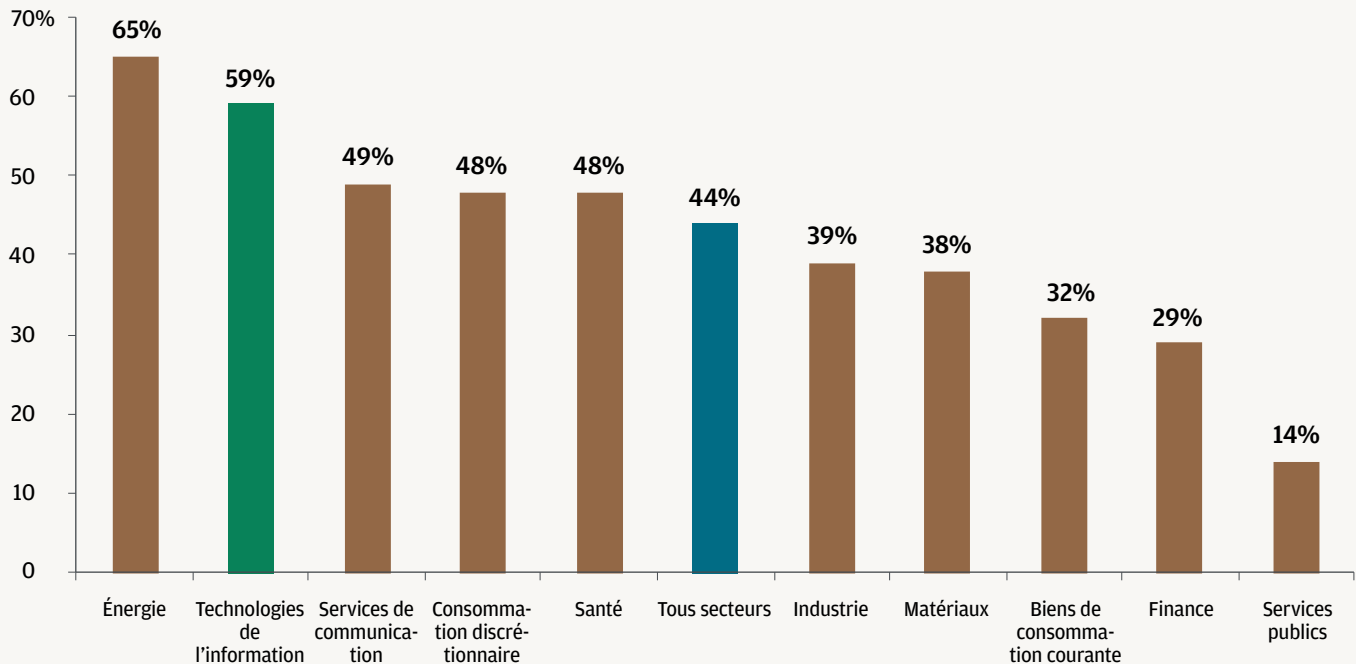
Près de 45 % de toutes les actions composant le Russell 3000 depuis 1980 ont perdu 70 % ou plus de leur valeur maximale sans jamais se redresser (ce que nous définissons comme une perte catastrophique). Le secteur technologique est effectivement marqué par ce type de cycle : la part des valeurs technologiques ayant subi des pertes catastrophiques atteint 59 % depuis 1980.

Si le SaaS rejoint la liste des secteurs dont les modèles économiques ont été bouleversés—comme la première génération de la téléphonie mobile, le commerce de détail physique ou la presse écrite—les gains économiques générés par les entreprises qui bénéficient du changement technologique seront probablement si importants qu'ils compenseront largement les pertes.

Depuis 1980, les titres du décile supérieur de performance ont contribué à eux seuls à l'intégralité du rendement total du Russell 3000.

LA DESTRUCTION CRÉATRICE EST UNE CARACTÉRISTIQUE DE L'INVESTISSEMENT EN ACTIONS INDICIELLES

Pourcentage total d'entreprises ayant subi une « perte catastrophique » 1980-2020 par secteur du S&P 500



Sources : Michael Cembalest, *The Agony & The Ecstasy*. FactSet, Bloomberg Finance L.P. J.P. Morgan Wealth Management. Données à septembre 2020.

Remarque : « Perte catastrophique » désigne une baisse de 70 % du prix depuis le sommet, non récupérée.

Qu'est-ce qui pourrait bien se passer ?

3.

L'IA pourrait accroître la productivité, permettant des taux d'intérêt plus bas et une réduction du ratio dette/PIB

Dans le meilleur des cas, l'IA ne se contente pas de stimuler l'innovation, mais catalyse un boom désinflationniste porté par une productivité accrue à l'échelle de l'économie. Si l'IA continue de se diffuser dans l'économie, elle pourrait relever la tendance de la productivité, ralentir la croissance des coûts unitaires et contenir les pressions inflationnistes sous-jacentes.

Bien que nous n'attendions pas une amélioration définitive de la productivité liée à l'IA avant la fin de la décennie, la croissance de la productivité américaine semble déjà se raffermir. Après les dernières révisions, la productivité du travail non agricole aux États-Unis progresse d'environ 3 % sur un an.⁹⁴ Cette vigueur porte la moyenne sur cinq ans à 2 %, une nette amélioration par rapport au rythme de 1,5 % de l'après-crise financière mondiale.

L'inflation n'aurait donc pas besoin de reculer fortement pour permettre à la Fed de baisser les taux d'intérêt—il suffirait qu'elle soit moins volatile et moins sujette aux surprises haussières. Les responsables de la Fed pourraient alors maintenir des taux directeurs plus bas, réduisant l'incertitude et les primes de risque.

⁹⁴ Bureau of Labor Statistics, décembre 2025.



Le premier canal par lequel l'IA pourrait contenir l'inflation est la possibilité d'accroître la production horaire du travail plus vite que la rémunération horaire—plus de production par heure—tout en maintenant une croissance positive des salaires. Dans de larges pans de l'économie, cela permettrait aux entreprises de répondre à la demande sans avoir à augmenter les prix pour préserver leurs marges. Les responsables de la Fed se concentrent de plus en plus explicitement sur les liens entre innovation, productivité et leur double mandat (plein emploi et stabilité des prix).

De plus, les agents IA qui augmentent la production potentielle pourraient contrer le risque que posent aux économies développées le vieillissement démographique et des politiques migratoires plus restrictives.

Le second bénéfice de la productivité accrue grâce à l'IA, et le second canal par lequel elle pourrait contenir l'inflation, est d'ordre fiscal. Le ratio dette/PIB est largement déterminé par l'écart entre le taux de croissance nominal de l'économie et le coût effectif de la dette publique, auquel s'ajoute le déficit primaire. Une productivité plus forte accroît la croissance réelle (et le PIB nominal), tandis qu'une volatilité moindre de l'inflation peut soutenir une trajectoire monétaire plus basse sur le long terme.⁹⁵

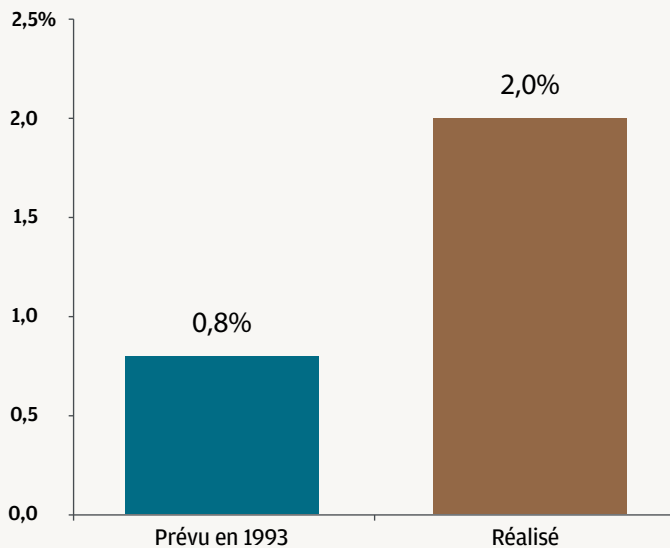
Cela importe car les États-Unis partent d'un niveau élevé d'endettement : le Congressional Budget Office prévoit que la dette publique, équivalente à environ 100 % du PIB en 2025, atteindra 118 % du PIB en 2035 selon la législation actuelle.⁹⁶ Même des améliorations modestes et durables de la productivité tendancielle pourraient infléchir cette trajectoire.⁹⁷

Une croissance nominale du PIB plus forte se traduit aussi par des recettes fiscales plus élevées pour le gouvernement fédéral, améliorant sa capacité à couvrir les intérêts.

Le meilleur précédent historique pourrait être le boom de productivité des années 1990. En 1993, les prévisions tablaient sur une croissance de la productivité de 0,8 % et un ratio dette/PIB de 61 % en 2000. En réalité, grâce à l'essor du PC et d'Internet, les résultats à l'aube du millénaire ont été une croissance de la productivité de 2 % et un ratio dette/PIB de 34 %.

LE BOOM DE PRODUCTIVITÉ PORTÉ PAR LA TECH DANS LES ANNÉES 1990 A DÉPASSÉ LES ATTENTES

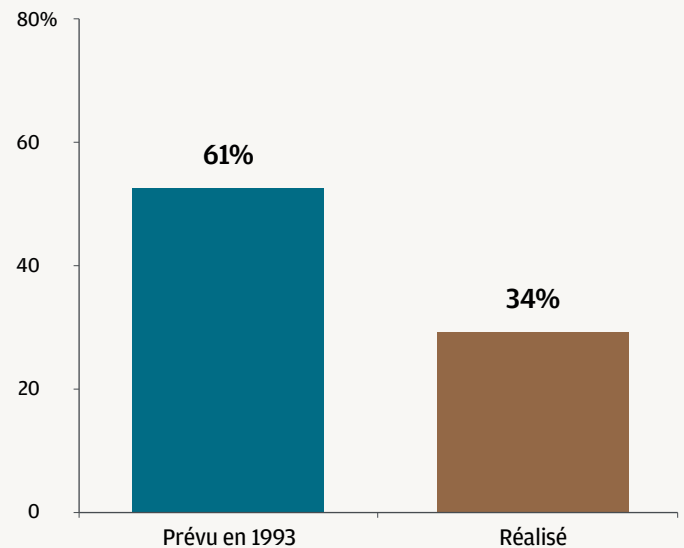
Croissance de la productivité en 2000, %



Source : U.S. Congressional Budget Office.

UNE PRODUCTIVITÉ PLUS ÉLEVÉE A FAIT BAISSER LE TAUX D'ENDETTEMENT

Dettes/PIB des États-Unis en 2000, %



Source : U.S. Congressional Budget Office.

⁹⁵ En améliorant l'arithmétique (r - g) qui détermine si la dette se stabilise ou s'accumule. R est le taux d'intérêt réel ; g est le taux de croissance réel. Lorsque r < g, le ratio dette/PIB de l'économie peut se stabiliser ou diminuer.

⁹⁶ Bureau du budget du Congrès, « The Budget and Economic Outlook : 2025 to 2035 », janvier 2025.

⁹⁷ En augmentant le dénominateur du PIB et en allégeant la pression des coûts d'intérêt à la marge.

Implications pour les investisseurs

Nous pensons que le discours dominant sur le supercycle IA est devenu trop pessimiste.

Que Wall Street puisse être baissier—sur une technologie qui suscite une adoption record chez les ménages et les entreprises, des investissements sans précédent dans l'énergie et les infrastructures, et des gains de productivité observables, tout en remodelant potentiellement la santé, l'éducation, les défis démographiques et la soutenabilité de la dette—en dit plus sur la façon dont les marchés appréhendent le changement structurel que sur la technologie elle-même.

Il est souvent plus facile d'identifier ce que la technologie va perturber et remplacer que d'imaginer le futur qu'elle rend possible. L'utilisation industrielle de l'électricité a levé la contrainte de la puissance limitée, permettant des niveaux de production qu'un économiste de 1886 aurait eu du mal à concevoir. L'ordinateur a levé la contrainte de l'information limitée, rendant possibles des formes d'échelle et de coordination qu'un économiste de 1966 n'aurait jamais pu modéliser.

De même, l'IA lève aujourd'hui la contrainte de l'expertise finie. Les acteurs de marché en 2026 peinent à appréhender son potentiel, car il est difficile à valoriser. À notre avis, les éléments disponibles plaident pour investir dans la poursuite du supercycle IA, tout en reconnaissant que la disruption a des conséquences pour le travail comme pour les modèles économiques. Ceci est d'autant plus pertinent que près de 50 % du S&P 500 est exposé au secteur technologique, incluant les « Magnificent Seven ».⁹⁸

⁹⁸ Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta Platforms, Nvidia et Tesla.

Nous préconisons une approche diversifiée pour capter ce potentiel :

◇ **Continuer à investir dans les entreprises qui bénéficient de la construction des centres de données**

Les secteurs qui contrôlent les goulets d'étranglement physiques limitant le développement des infrastructures IA devraient continuer à bien se comporter. Les entreprises de la chaîne d'approvisionnement des semi-conducteurs, les fabricants d'équipements de réseau et d'optique, ainsi que les actifs de production et de transmission d'énergie, profitent tous de l'augmentation des dépenses d'investissement. Il s'agit d'un thème mondial. Ces entreprises se distinguent par des fondamentaux particulièrement attractifs. Elles ne se contentent pas de remplir le critère de la « règle de 40 » populaire dans le private equity technologique, elles le redéfinissent. Nvidia, le plus grand gagnant du cycle IA à ce jour, est une entreprise à la « règle de 140 ».

Pourtant, les investisseurs intègrent peut-être déjà un pic des ventes. Au moment de la rédaction, l'action Nvidia se négociait avec une décote de 40 % par rapport à sa moyenne sur 10 ans en termes de ratio P/E prospectif.

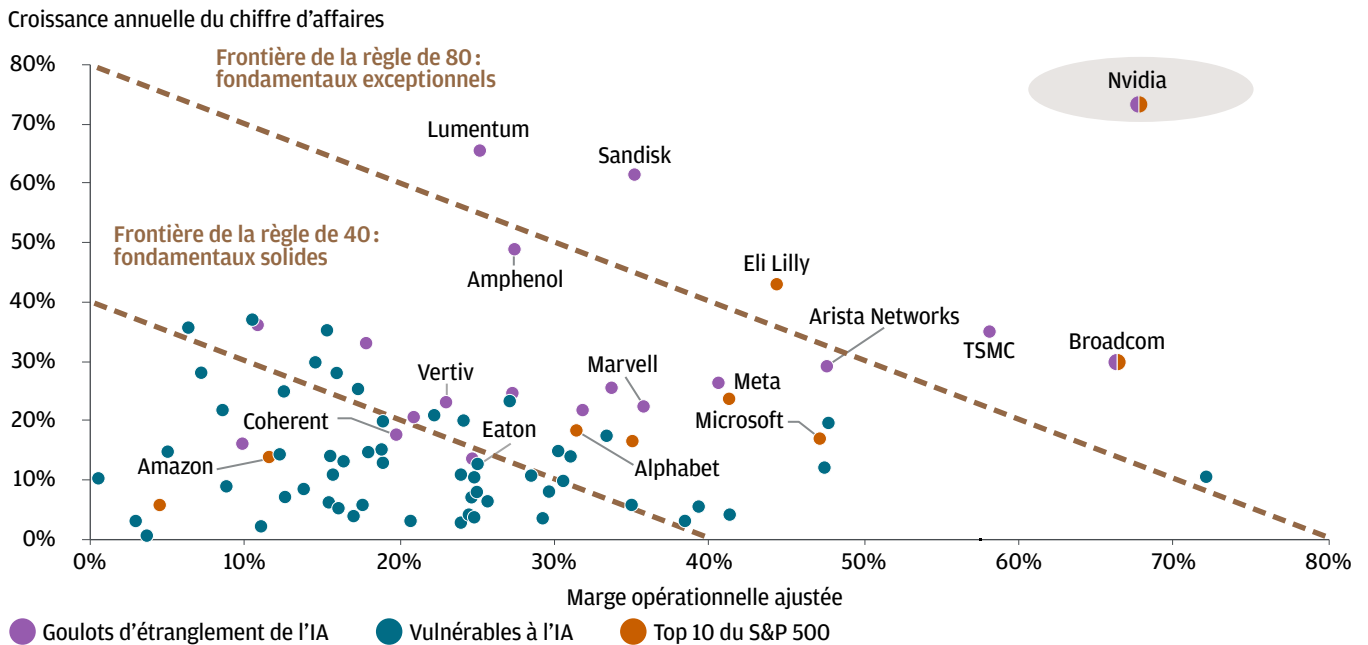
◇ **Se concentrer sur les opportunités dans la production, la transmission et le stockage d'énergie**

Le délai d'attente pour connecter les fabricants au réseau électrique est de trois à cinq ans. Le carnet de commandes pour les technologies de production « derrière le compteur », de fabricants comme GE Vernova et Caterpillar, s'étend jusqu'à la fin de la décennie. Ces entreprises hésiteront probablement à augmenter leur capacité, compte tenu des conséquences de l'exubérance du secteur de l'énergie lors de la bulle technologique de la fin des années 1990. L'IA est très consommatrice d'électricité, et les actifs liés à l'énergie devraient en bénéficier.

Nous privilégions la mise en œuvre de cette idée via des fonds d'investissement privés en infrastructures, qui détiennent directement des actifs de production, de transmission et de stockage d'énergie. Les services publics cotés et les produits structurés liés à certaines entreprises sont également à considérer.

LES BÉNÉFICIAIRES DE L'IA AFFICHENT GÉNÉRALEMENT DES FONDAMENTAUX SOLIDES

Croissance annuelle du chiffre d'affaires vs marge opérationnelle ajustée



Source : Bloomberg Finance L.P. FactSet. Données au 20 avril 2026. Remarque : Pour les entreprises ne publiant pas de marge opérationnelle ajustée, la marge opérationnelle a été utilisée. Les données proviennent du trimestre le plus récent disponible.

99 La règle des 40 stipule que lorsque la somme de la marge opérationnelle d'une entreprise et de son taux de croissance du chiffre d'affaires dépasse 40, son action devrait se négocier à des prix premium et générer des rendements excédentaires.

100 La production derrière le compteur signifie que la capacité de production d'énergie est installée, produite et utilisée sur site par une entreprise, une usine ou un client résidentiel, plutôt que d'être envoyée sur le réseau électrique, de sorte que l'énergie est générée et consommée avant d'atteindre le compteur de facturation d'un fournisseur.

101 Une thèse similaire sur l'énergie a émergé lors de la bulle internet. À l'époque, les entreprises produisant des turbines à gaz naturel ont augmenté leur capacité et ont fini par souffrir lors de l'éclatement de la bulle.



◇ Envisager les hyperscalers, certains se négociant à un rabais par rapport au marché

Nous pensons également que les hyperscalers sont bien positionnés pour bénéficier de la poursuite de l'adoption de l'IA, même si les acteurs du marché se montrent plus sceptiques quant à l'ampleur de leurs plans d'investissement. Les dirigeants d'entreprise continuent d'affirmer que la demande de capacité cloud pour les applications, projets et sociétés d'IA dépasse l'offre disponible. Le coût d'accès à la demande à la puissance de calcul IA (location de GPU) a augmenté de 40 % depuis octobre 2025.¹⁰²

L'essor des modèles d'IA agentique et de raisonnement devrait encore accroître la demande, au bénéfice des fournisseurs de tokens¹⁰³ (par exemple, Microsoft Azure, Google Cloud).¹⁰⁴

◇ Explorer les opportunités sur les marchés privés

Nous continuons d'identifier certains des exemples les plus convaincants d'entreprises développant des applications IA grand public et professionnelles sur les marchés privés. D'ici quelques années, il ne serait pas surprenant que certaines de ces start-ups deviennent les nouveaux géants technologiques cotés. Nous sommes particulièrement attentifs aux thématiques émergentes de l'« IA physique », notamment la robotique.

◇ Si notre scénario s'avère erroné, les actions hors États-Unis et la dette de base pourraient amortir les portefeuilles fortement exposés aux États-Unis

Les actions non américaines présentent globalement une exposition moindre au secteur technologique et à l'IA. La résilience des actions hors États-Unis lors de l'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000 suggère qu'elles pourraient mieux résister en cas de retournement de l'IA.¹⁰⁵

Un scénario de krach de l'IA profiterait également à la dette de base. Il est difficile d'imaginer que l'expansion économique résiste à un effondrement du cycle d'investissement IA, et les obligations pourraient surperformer lors d'un ralentissement de la croissance. Dans les cinq années qui ont suivi le pic de la bulle internet en 2000, la dette de base a généré un rendement annuel de 5,9 %, tandis que les actions mondiales n'ont progressé que de 2,7 % par an.

¹⁰² SemiAnalysis, avril 2026.

¹⁰³ Les fournisseurs de tokens sont des plateformes cloud hyperscale qui vendent l'accès à des modèles de langage et des systèmes de raisonnement à grande échelle sur une base d'utilisation, facturée par token traité (token d'entrée, de sortie et de raisonnement), et qui fournissent l'infrastructure informatique, réseau et orchestration nécessaire pour exécuter ces modèles à grande échelle.

¹⁰⁴ À titre d'illustration, le ratio valeur d'entreprise sur EBITDA de Microsoft est tombé à 12x pour la première fois depuis 2018, alors même que l'EBITDA a été multiplié par 3,7 sur cette période.

¹⁰⁵ De la fin de l'année 2000 à la fin de l'année 2005, les actions des marchés développés hors États-Unis ont surperformé les actions américaines de 25 points de pourcentage.



Conclusion

Les chocs et déséquilibres créent des points d'entrée pour les investisseurs patients

Nous avons abordé 2026 en suivant trois thèmes—fragmentation, inflation et IA — car nous étions convaincus qu'ils constitueraient les principaux moteurs de performance des portefeuilles, non seulement cette année mais au-delà. Nous le pensons toujours. Plusieurs chocs ont revalorisé le risque sur ces trois thèmes, et ces déséquilibres créent des points d'entrée pour les investisseurs patients.

Cette édition de nos *Perspectives* met en avant ce qui pourrait bien ou mal se passer, et là où les acteurs de marché pourraient mal évaluer l'équilibre. Mais notre objectif n'est pas de prédire les chocs. Il s'agit de construire des portefeuilles qui vous permettent de rester investi avec intention : d'aligner votre portefeuille sur votre plan, de rééquilibrer lors des déséquilibres et de maintenir une approche disciplinée de réévaluation lorsque les conditions évoluent.

Votre équipe J.P. Morgan est à vos côtés pour vous accompagner, vous et votre famille.

EXECUTIVE SPONSORS

Clay Erwin

Global Head of Investment Sales & Trading

Stephen Parker

Co-Head of Global Investment Strategy

Grace Peters

Co-Head of Global Investment strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Senior EMEA Strategist

Kriti Gupta

Senior U.S. Strategist

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Joshua Lewin

Head of APAC Investment Strategy

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Sitara Sundar

Head of Alternative Investment Strategy

Brigid Whelan

Head of Investment Content Strategy

Alexander Wolf

Global Head of Macro & FICC Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

DÉFINITIONS DES INDICES ET DES TERMES

Les indices sont présentés à titre purement illustratif. Un indice n'est pas géré, n'est pas un produit d'investissement et ne peut être considéré pour un investissement direct. Les rendements des indices ne reflètent pas la déduction des frais ou des dépenses, et supposent la réinvestissement des dividendes et des intérêts. Tous les indices sont libellés en dollars américains, sauf indication contraire. Les indices constituent, par nature, des outils de comparaison ou de prévision intrinsèquement faibles. Ils offrent une représentation hypothétique à utiliser comme référence (« benchmark »).

Actifs alternatifs: Catégories d'investissement en dehors des marchés traditionnels d'actions et d'obligations, incluant le capital-investissement, le crédit privé, les fonds spéculatifs (« hedge funds »), les actifs réels et d'autres stratégies qui présentent souvent des caractéristiques de risque, de rendement et de liquidité différentes des marchés publics.

Initiative « Belt and Road » (Nouvelles Routes de la Soie): Stratégie mondiale d'infrastructure et d'investissement lancée par la Chine pour renforcer le commerce, le transport et la connectivité économique à travers l'Asie, l'Europe, l'Afrique et d'autres régions, via des projets de développement à grande échelle.

Portefeuilles de rachat (« buyout »): Portefeuilles de capital-investissement axés sur l'acquisition de participations majoritaires dans des entreprises établies, généralement avec effet de levier, dans le but d'améliorer les opérations, la rentabilité et la valeur à long terme avant la sortie.

Indice Cliffwater du prêt direct: Indice mesurant la performance des fonds de prêt direct, qui octroient des prêts à des entreprises de taille moyenne. Il offre une perspective 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.

Fournisseurs de services cloud: Entreprises fournissant des ressources informatiques telles que le stockage de données, la puissance de calcul, le réseau et des services logiciels via Internet, permettant aux utilisateurs d'accéder à une infrastructure technologique évolutive à la demande.

Indice des prix à la consommation (CPI): Mesure de l'inflation qui suit l'évolution moyenne, dans le temps, des prix payés par les consommateurs pour un panier représentatif de biens et services, couramment utilisée pour évaluer les variations du coût de la vie.

Obligations « core »: Catégorie d'investissements en obligations généralement composée de titres de haute qualité et de catégorie investissement, tels que les titres d'État et les obligations d'entreprises de premier ordre, souvent utilisée comme allocation fondamentale dans des portefeuilles diversifiés.

Spreads de crédit: Différence de rendement entre une obligation et un titre d'État de maturité comparable, reflétant la rémunération supplémentaire exigée par les investisseurs pour le risque de crédit.

Ratio dette/PIB: Mesure de la dette publique d'un pays par rapport à son produit intérieur brut, couramment utilisée pour évaluer la viabilité budgétaire et la capacité du gouvernement à honorer ses obligations.

Actions des marchés développés (DM): Titres de sociétés de pays à économie avancée, marchés financiers établis et standards de vie élevés, tels que les États-Unis, l'Europe occidentale et le Japon.

Prêt direct: Forme de crédit privé dans laquelle des prêteurs non bancaires octroient des prêts directement à des entreprises, souvent de taille moyenne, en dehors des marchés publics traditionnels d'obligations ou de prêts syndiqués.

Actions des marchés émergents (EM): Titres de sociétés de pays en développement, en transition vers une industrialisation et une intégration de marché accrues, souvent caractérisés par un potentiel de croissance et une volatilité plus élevés.

Indice du coût de l'emploi: Indicateur publié par le Bureau of Labor Statistics des États-Unis qui suit les variations du coût du travail, incluant salaires, rémunérations et avantages payés par l'employeur, fournissant une perspective sur les tendances de l'inflation salariale.

Investissement direct étranger (IDE): Investissement réalisé par une entreprise ou un individu d'un pays dans des opérations commerciales ou des actifs d'un autre pays, impliquant généralement un intérêt de gestion durable et une relation économique à long terme.

Flux de trésorerie disponible: Trésorerie générée par les opérations d'une entreprise après prise en compte des dépenses d'investissement, souvent utilisée comme indicateur de flexibilité financière et de capacité à financer des dividendes, le remboursement de la dette ou des réinvestissements.

Indice FTSE EPRA NAREIT Global REITs: Indice qui suit la performance des fonds d'investissement immobilier cotés (REITs) à l'échelle mondiale, offrant une vue complète du marché immobilier mondial à travers divers secteurs et régions.

Groupe des Sept (G-7): Forum informel de sept grandes économies avancées—Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Royaume-Uni et États-Unis—qui se réunissent pour discuter de politique économique, de questions mondiales et de coopération internationale.

Unités de traitement graphique (GPU) : Puces informatiques spécialisées conçues pour gérer efficacement des tâches de traitement parallèle, largement utilisées dans les centres de données et les applications d'intelligence artificielle pour accélérer les calculs complexes.

Fonds spéculatifs (« hedge funds ») : Véhicules d'investissement collectif qui emploient une large gamme de stratégies, incluant positions longues/courtes, effet de levier et produits dérivés, dans le but de générer des rendements moins corrélés aux classes d'actifs traditionnelles.

Indices Hedge Fund Research, Inc. (HFRI) : Ensemble d'indices qui suivent la performance de diverses stratégies de fonds spéculatifs, fournissant des références pour la performance des hedge funds selon des styles tels que equity hedge, event-driven, macro et relative value.

Introductions en bourse (IPO) : Processus par lequel une société privée propose ses actions au public pour la première fois, devenant une société cotée en bourse.

Logiciel en tant que service (SaaS) « legacy » : Entreprises de logiciels établies qui fournissent des applications via des modèles d'abonnement hébergés dans le cloud, souvent facturés par utilisateur ou par licence.

Spreads des prêts à effet de levier : Différence de rendement entre les prêts à effet de levier et les taux de référence, reflétant la rémunération exigée par les investisseurs pour prêter à des entreprises moins bien notées.

Gaz naturel liquéfié (GNL) : Gaz naturel refroidi à l'état liquide pour faciliter le stockage et le transport, couramment utilisé sur les marchés mondiaux de l'énergie pour faciliter le commerce international.

Fonds spéculatifs macro : Fonds spéculatifs qui cherchent à tirer profit des grandes tendances économiques en investissant dans diverses classes d'actifs—actions, obligations, devises et matières premières—selon des vues macroéconomiques.

Magnificent Seven : Le groupe « Magnificent Seven » désigne des sociétés influentes du marché boursier américain : Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA et Tesla.

Indice MSCI All-Country World (ACWI) : Indice ajusté du free float et pondéré par la capitalisation boursière, mesurant la performance des marchés actions développés et émergents à l'échelle mondiale.

Indice MSCI Asia ex-China : Indice mesurant la performance des marchés actions des pays asiatiques, à l'exclusion de la Chine, offrant une exposition à la région tout en isolant les dynamiques spécifiques au marché chinois.

Indice MSCI China : Indice offrant une couverture complète des grandes et moyennes capitalisations de diverses catégories d'actions chinoises, incluant A shares, H shares, B shares, Red chips, P chips et cotations étrangères, représentant environ 85 % du marché actions chinois.

Indice MSCI USA : Indice mesurant la performance des segments de grandes et moyennes capitalisations du marché actions américain, offrant une large représentation des tendances du marché boursier américain.

Champions nationaux : Entreprises jouant un rôle stratégique dans leur économie domestique, bénéficiant souvent de la taille, du soutien politique ou d'un positionnement stratégique dans des secteurs clés.

Indice NCREIF Property—ODCE : Référence qui suit la performance des fonds immobiliers core ouverts aux États-Unis, axés sur des propriétés commerciales diversifiées et génératrices de revenus.

PIB nominal : Valeur totale des biens et services produits par une économie, mesurée aux prix du marché actuels, sans ajustement pour l'inflation.

OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) : Organisation internationale composée principalement de pays développés, qui promeut des politiques visant à améliorer le bien-être économique et social par la recherche, l'analyse et la coopération internationale.

Marge opérationnelle : Mesure de la rentabilité calculée comme le résultat opérationnel divisé par le chiffre d'affaires, indiquant l'efficacité de la gestion des activités principales d'une entreprise.

Indice des dépenses de consommation personnelle (PCE) : Mesure complète des prix payés pour des biens et services par les résidents américains, largement utilisée par la Réserve fédérale comme indicateur de l'inflation.

Multiple cours/bénéfice (P/E) : Indicateur de valorisation calculé en divisant le cours de l'action par le bénéfice par action, utilisé pour évaluer combien les investisseurs sont prêts à payer pour les bénéfices.

Décote cours/valeur liquidative (BDCs) : Différence en pourcentage entre le cours de marché d'une action d'une business development company et sa valeur liquidative par action, souvent utilisée pour évaluer la valorisation par rapport aux actifs sous-jacents.

Ratio cours/ventes : Indicateur de valorisation qui compare la valeur de marché d'une entreprise à son chiffre d'affaires, souvent utilisé lorsque les bénéfices sont volatils ou négatifs.

Crédit privé: Prêts non bancaires accordés à des entreprises via des négociations privées, offrant une exposition à des revenus à taux variable et généralement une liquidité moindre que les marchés publics de la dette.

Capital-investissement: Investissements dans des sociétés non cotées ou rachats de sociétés cotées, généralement visant la création de valeur à long terme par des améliorations opérationnelles et une croissance stratégique.

Indice des prix à la production (PPI): Mesure de l'inflation qui suit les variations des prix reçus par les producteurs de biens et services, souvent considérée comme un indicateur précoce des pressions sur les prix à la consommation.

Russell 3000: Indice large actions mesurant la performance d'environ 3 000 sociétés américaines, représentant la majorité du marché actions investissable aux États-Unis.

S&P 500®: Considéré comme le principal indicateur du marché actions américain, cet indice inclut 500 grandes sociétés de divers secteurs, se concentrant sur le segment des grandes capitalisations et représentant environ 80 % de la capitalisation totale du marché.

Indice S&P Expanded Technology Software (IGV): Indice qui suit la performance des sociétés de logiciels cotées aux États-Unis dans le secteur technologique, utilisé comme référence pour les actions du secteur logiciel.

Fournisseurs de tokens: Plateformes cloud hyperscale qui commercialisent l'accès à de grands modèles de langage et autres systèmes d'IA sur une base d'utilisation, généralement facturés par token traité, fournissant l'infrastructure et la capacité de calcul sous-jacentes.

Rendement du Treasury américain à 10 ans: Taux d'intérêt payé par le gouvernement américain sur son bon du Trésor à 10 ans, servant de référence clé pour les taux d'intérêt et les attentes des investisseurs.

ACEUM (Accord États-Unis-Mexique-Canada): Accord commercial qui régit les relations économiques entre les trois pays, remplaçant l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA).

Capital-risque: Forme de capital-investissement qui investit dans des sociétés en phase de démarrage et à forte croissance, généralement en échange d'une participation au capital et avec un potentiel de risque et de rendement plus élevé.

Indice de volatilité VIX: Mesure de la volatilité attendue du marché actions, dérivée des prix des options sur le S&P 500, souvent considérée comme un indicateur d'incertitude du marché.

JPMAM Hypothèses de Marché à Long Terme **(JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions)**

Compte tenu de la complexité des arbitrages entre risque et rendement, nous conseillons à nos clients de s'appuyer à la fois sur leur discernement et sur des approches quantitatives d'optimisation pour définir leurs allocations stratégiques. Veuillez noter que toutes les informations présentées reposent sur une analyse qualitative. Il n'est pas recommandé de s'y fier exclusivement. Ces informations ne constituent pas une recommandation d'investissement dans une classe d'actifs ou une stratégie particulière, ni une promesse de performance future. Il convient de noter que ces hypothèses sur les classes d'actifs et les stratégies sont purement passives—elles ne tiennent pas compte de l'impact de la gestion active. Les références à des rendements futurs ne sont ni des promesses ni même des estimations des rendements réels qu'un portefeuille client pourrait obtenir. Les hypothèses, opinions et estimations sont fournies à titre illustratif uniquement. Elles ne doivent pas être considérées comme des recommandations d'achat ou de vente de titres. Les prévisions de tendances des marchés financiers, fondées sur les conditions actuelles, reflètent notre jugement et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Nous estimons que les informations fournies ici sont fiables, mais nous n'en garantissons ni l'exactitude ni l'exhaustivité. Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et n'est pas destiné à fournir, ni ne doit être utilisé comme, un conseil comptable, juridique ou fiscal. Les résultats des hypothèses sont présentés à des fins d'illustration/discussion uniquement et sont soumis à des limitations importantes.

Les estimations de rendement « attendu » ou « alpha » sont sujettes à l'incertitude et à l'erreur. Par exemple, des modifications des données historiques utilisées pour l'estimation entraîneront des implications différentes pour les rendements des classes d'actifs. Les rendements attendus pour chaque classe d'actifs dépendent d'un scénario économique ; les rendements réels, si le scénario se réalise, pourraient être supérieurs ou inférieurs, comme cela s'est produit par le passé, de sorte qu'un investisseur ne doit pas s'attendre à obtenir des rendements similaires à ceux présentés ici. Les références à des rendements futurs, que ce soit pour des stratégies d'allocation d'actifs ou des classes d'actifs, ne constituent pas des promesses de rendements réels pour un portefeuille client. En raison des limites inhérentes à tous les modèles, les investisseurs potentiels ne doivent pas s'appuyer exclusivement sur le modèle pour prendre une décision. Le modèle ne peut tenir compte de l'impact que des facteurs économiques, de marché et autres peuvent avoir sur la mise en œuvre et la gestion continue d'un portefeuille d'investissement réel. Contrairement aux résultats de portefeuilles réels, les résultats du modèle ne reflètent pas les transactions réelles, les contraintes de liquidité, les frais, les dépenses, les taxes et autres facteurs susceptibles d'influencer les rendements futurs.

Les hypothèses du modèle sont purement passives—elles ne tiennent pas compte de l'impact de la gestion active. La capacité d'un gestionnaire à obtenir des résultats similaires est soumise à des facteurs de risque sur lesquels il peut avoir peu ou pas de contrôle.

Les opinions contenues dans ce document ne doivent pas être considérées comme des conseils ou des recommandations d'achat ou de vente d'investissements dans une juridiction quelconque, ni comme un engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Toute prévision, chiffre, opinion, technique ou stratégie d'investissement présentée est à titre informatif uniquement, basée sur certaines hypothèses et conditions de marché actuelles et susceptible d'être modifiée sans préavis. Toutes les informations présentées ici sont considérées comme exactes au moment de la production. Ce document ne contient pas suffisamment d'informations pour soutenir une décision d'investissement et ne doit pas être utilisé pour évaluer le mérite d'investir dans des titres ou des produits. De plus, les utilisateurs doivent effectuer une évaluation indépendante des implications juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et déterminer, avec leur conseiller financier, si un investissement mentionné ici est approprié pour leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer d'obtenir toutes les informations pertinentes disponibles avant de prendre toute décision d'investissement. Il convient de noter que l'investissement comporte des risques ; la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer en fonction des conditions de marché et des accords fiscaux, et les investisseurs peuvent ne pas récupérer la totalité du montant investi. Tant la performance passée que le rendement ne sont pas des indicateurs fiables des résultats actuels ou futurs.

Comprendre les estimations à long terme

Notre recherche en gestion d'investissement intègre nos projections propriétaires des rendements et de la volatilité de chaque classe d'actifs sur le long terme, ainsi que des estimations des corrélations entre classes d'actifs. Il est évident que les sociétés financières ne peuvent prédire la performance future des marchés. Cependant, nous pensons qu'en analysant les conditions économiques et de marché actuelles, les tendances historiques et, surtout, en projetant la croissance économique future, l'inflation et les rendements réels pour chaque pays, nous pouvons estimer la performance à long terme d'une classe d'actifs entière, compte tenu des niveaux actuels et de nos niveaux d'équilibre estimés. Le niveau « d'équilibre » représente la moyenne ou la tendance centrale d'une variable de marché ou macroéconomique, telle que le rendement ou le spread de crédit, qui devrait prévaloir à long terme, car ce niveau représente la valeur intrinsèque d'un marché donné.

Les hypothèses de rendement sont fondées sur notre processus propriétaire utilisant une approche par blocs pour chaque classe d'actifs. Par exemple, les blocs pour les actions comprennent nos projections sur l'inflation, la croissance réelle des bénéfices, le rendement des dividendes et l'impact des valorisations. Les blocs pour la dette comprennent nos projections sur les rendements futurs et la variation des prix des obligations. Les estimations pour les actifs alternatifs sont guidées par notre analyse historique et notre jugement sur la relation avec les marchés publics. Il est possible—voire probable—que les rendements réels diffèrent considérablement de cette attente, même pendant plusieurs années. Mais nous croyons que les rendements de marché reviendront toujours, à un moment donné, à la tendance d'équilibre. Nous pensons également que ce type d'évaluation prospective est bien plus précis que les tendances historiques pour déterminer la performance des classes d'actifs et la meilleure composition d'un portefeuille optimal.

En examinant ce document, veuillez comprendre que toutes les références au rendement attendu ne constituent ni des promesses, ni même des estimations, de rendements réels pouvant être obtenus. Les hypothèses ne sont pas basées sur des produits spécifiques et ne reflètent pas les frais, tels que les frais de gestion, de supervision, les coûts de transaction ou autres dépenses qui pourraient réduire le rendement. Elles montrent simplement ce que devrait être le rendement à long terme, selon nos meilleures estimations des conditions actuelles et d'équilibre. Notez également que la performance réelle peut être affectée par l'expertise de la personne qui gère effectivement ces investissements, tant dans la sélection des titres individuels que dans l'ajustement périodique de la composition pour tirer parti des sous-évaluations et surévaluations des classes d'actifs causées par les tendances du marché.

Aux fins de cette analyse, la volatilité est définie comme une mesure statistique de la dispersion des rendements d'une allocation donnée et est mesurée comme l'écart-type du rendement arithmétique de l'allocation. Le ratio de Sharpe est une mesure rendement/risque, où le rendement (numérateur) est défini comme le rendement annuel incrémental d'un investissement par rapport au taux sans risque. Le risque (dénominateur) est défini comme l'écart-type (volatilité) du rendement de l'allocation moins le taux sans risque. Le taux sans risque utilisé est l'hypothèse à long terme de J.P. Morgan pour la trésorerie.

La corrélation est une mesure statistique du degré auquel les mouvements de deux variables, en l'occurrence les rendements des classes d'actifs, sont liés. La corrélation peut varier de -1 à 1, 1 indiquant que les rendements de deux actifs évoluent dans la même direction et en même temps. Une corrélation de 0 indique que les rendements évoluent indépendamment l'un de l'autre, et -1 indique qu'ils évoluent en sens opposé.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Principaux risques

Investissements alternatifs : L'investissement dans des actifs alternatifs comporte des risques plus élevés que les placements traditionnels, notamment, sans s'y limiter, une liquidité restreinte et un risque de valorisation. Ce type d'investissement ne convient qu'aux investisseurs disposant des connaissances et de la sophistication nécessaires pour évaluer les avantages et les risques inhérents. Les investissements alternatifs ne doivent pas être considérés comme un programme d'investissement complet et les distributions ne sont pas garanties. Ils peuvent ne pas être fiscalement efficaces ; il est donc recommandé de consulter un professionnel de la fiscalité avant d'investir. Les investissements alternatifs présentent souvent des frais plus élevés que les placements traditionnels et peuvent également recourir à un effet de levier important ou à des techniques spéculatives, ce qui peut amplifier les pertes ou les gains, y compris le risque de perte totale du capital investi. Pour une analyse détaillée des risques spécifiques à chaque investissement alternatif, veuillez consulter le mémorandum d'offre.

Obligations : Les obligations sont soumises au risque de taux d'intérêt, au risque de crédit et au risque de défaut de l'émetteur. En règle générale, la valeur des obligations diminue lorsque les taux d'intérêt augmentent.

Matières premières : Les investissements dans les matières premières peuvent présenter une volatilité supérieure à celle des titres traditionnels, en particulier lorsque les instruments impliquent un effet de levier. La valeur des instruments dérivés liés aux matières premières peut être affectée par les mouvements généraux du marché, la volatilité des indices de matières premières, les variations des taux d'intérêt ou des facteurs propres à un secteur ou à une matière première, tels que la sécheresse, les inondations, les conditions météorologiques, les maladies du bétail, les embargos, les tarifs douaniers ainsi que les évolutions économiques, politiques et réglementaires internationales. L'utilisation de dérivés à effet de levier sur matières premières offre un potentiel de rendement accru, mais accroît également le risque de perte.

Diversification : La diversification et l'allocation d'actifs ne garantissent ni un profit ni une protection contre les pertes.

Marchés émergents : L'investissement sur les marchés émergents comporte un niveau de risque et une volatilité supérieurs à ceux des marchés développés. Les variations des taux de change et les différences en matière de comptabilité et de fiscalité hors de la juridiction de l'investisseur peuvent augmenter ou diminuer les rendements. Certains marchés peuvent ne pas offrir la même stabilité politique et économique, et les différences de politiques fiscales ou de systèmes juridiques peuvent accroître les risques. Les investisseurs doivent examiner attentivement ces risques et consulter des conseillers financiers et juridiques avant d'investir sur les marchés émergents.

Actions : Le prix des titres de participation peut augmenter ou diminuer en fonction de l'évolution du marché ou de la situation financière d'une entreprise, parfois de manière rapide ou imprévisible. La valeur des actions peut progresser en cas de résultats solides ou d'anticipations positives, mais elle peut également baisser en cas de résultats faibles ou de sentiment négatif. Les dividendes ne sont pas garantis.

Titres à revenu fixe : L'investissement dans des produits à revenu fixe (tels que les obligations) comporte certains risques, notamment, sans s'y limiter, le risque de taux d'intérêt, de crédit, d'inflation, de remboursement anticipé, de défaut, de prépaiement et de réinvestissement. Tout titre à revenu fixe vendu ou remboursé avant l'échéance peut entraîner un gain ou une perte substantielle.

Obligations à haut rendement : Les obligations à haut rendement (notées au plus BB+/Ba1 ou non notées) sont des titres spéculatifs, non classés en catégorie d'investissement, présentant un risque accru de défaut et de perte. Ces investissements conviennent uniquement aux investisseurs capables de supporter un niveau de risque élevé.

Investissements internationaux : Les investissements internationaux peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. L'investissement international comporte un niveau de risque et une volatilité accrus. Certains marchés internationaux peuvent ne pas être politiquement ou économiquement stables. Les avoirs étrangers sont exposés au risque de change, car les fluctuations des taux de change entre la devise étrangère de l'investissement et la devise nationale du détenteur peuvent affecter la valeur de l'investissement.

Obligations municipales : Les investisseurs doivent comprendre les implications fiscales potentielles liées à l'achat d'obligations municipales. Certaines obligations municipales sont imposables au niveau fédéral si le détenteur est soumis à l'impôt minimum de remplacement (AMT). Les plus-values, le cas échéant, sont imposables au niveau fédéral. Il convient de noter que les revenus provenant de fonds d'obligations municipales exonérés d'impôt peuvent être soumis à l'imposition locale et étatique ainsi qu'à l'AMT.

Actions privilégiées : Les titres privilégiés présentent des caractéristiques à la fois d'actions et d'obligations. Il s'agit généralement de titres de longue durée assortis d'une protection contre le rappel, qui occupent une position intermédiaire entre la dette et les capitaux propres dans la structure du capital. Les titres privilégiés comportent divers risques et considérations, notamment : risque de concentration ; risque de taux d'intérêt ; notation de crédit inférieure à celle des obligations individuelles ; droit de créance inférieur à celui des obligations de la société ; rendements plus élevés en raison de ces caractéristiques de risque ; et implications de « rappel » signifiant que la société émettrice peut racheter le titre à un certain prix après une certaine date.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Actions à petite capitalisation : Les investissements dans des sociétés à faible capitalisation comportent souvent des risques nettement supérieurs à ceux des titres de sociétés plus importantes et mieux établies, car ces sociétés peuvent manquer d'expertise managériale, de ressources financières, de diversification de produits et d'avantages concurrentiels. Les prix des titres de petites sociétés peuvent être soumis à des mouvements de marché plus brusques ou erratiques que ceux des grandes sociétés, car ces titres sont généralement moins liquides et les émetteurs plus sensibles aux variations de résultats et de perspectives. Outre les risques de liquidité, la vente de positions importantes dans des titres à petite capitalisation peut nécessiter de vendre à des prix inférieurs aux cours cotés ou d'effectuer une série de petites ventes sur une période prolongée. Les dividendes ne sont pas garantis.

Les perspectives et les performances passées ne constituent pas une garantie des résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Toutes les sociétés mentionnées le sont à titre d'illustration uniquement et ne constituent ni une recommandation ni une approbation de la part de J.P. Morgan dans ce contexte. Toutes les données de marché et économiques sont à jour au 20 avril 2026 et proviennent de Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics et FactSet, sauf indication contraire.

Le présent document est fourni à titre informatif uniquement et peut vous renseigner sur certains produits et services offerts par les activités de banque privée de JPMorgan Chase & Co. (« JPM »). Les produits et services décrits, ainsi que les frais, les commissions et les taux d'intérêt associés, sont susceptibles d'être modifiés conformément aux contrats de compte applicables et peuvent varier selon les zones géographiques. Les produits et services ne sont pas tous disponibles en tout lieu. Si vous êtes une personne présentant un handicap et que vous avez besoin d'aide supplémentaire, veuillez contacter votre équipe J.P. Morgan ou envoyez-nous un e-mail à l'adresse accessibility.support@jpmorgan.com. **Merci de lire les Informations importantes dans leur intégralité.**

À titre d'exemple uniquement. Les estimations, prévisions et comparaisons sont valables aux dates indiquées dans le document.

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**, 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)

DÉFINITIONS ET INFORMATIONS IMPORTANTES

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 de 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 Copenhague, 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 Copenhague, 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 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 (FINSIA). 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).

À **Hong Kong**, ce document est distribué par **JPMCB, succursale de Hong Kong**. JPMCB, succursale de Hong Kong, est régulée par l'Autorité monétaire de Hong Kong et la Commission des valeurs mobilières et des contrats à terme de Hong Kong. À Hong Kong, nous cesserons d'utiliser vos données personnelles à des fins de marketing sans frais si vous en faites la demande. À **Singapour**, ce document est distribué par **JPMCB, succursale de Singapour**. JPMCB, succursale de Singapour, est régulée par l'Autorité monétaire de Singapour. Les services de négociation et de conseil ainsi que les services de gestion discrétionnaire

d'investissement vous sont fournis par JPMCB, succursale de Hong Kong/Singapour (comme notifié). Les services bancaires et de garde vous sont fournis par JPMCB, succursale de Hong Kong/Singapour (comme notifié). Pour les documents constituant une publicité de produit en vertu de la loi sur les valeurs mobilières et des conseillers financiers, cette publicité n'a pas été examinée par l'Autorité monétaire de Singapour. JPMorgan Chase Bank, N.A., une association bancaire nationale constituée en vertu des lois des États-Unis, et en tant que personne morale, la responsabilité de ses actionnaires est limitée. Elle est enregistrée en tant que société étrangère en Australie sous le numéro d'organisme enregistré australien (ARBN) 074 112 011.

En ce qui concerne les pays d'**Amérique latine**, la distribution de ce document peut être restreinte dans certaines juridictions. Nous pouvons vous offrir et/ou vous vendre des titres ou d'autres instruments financiers qui peuvent ne pas être enregistrés en vertu des lois sur les valeurs mobilières ou autres lois réglementaires financières de votre pays d'origine, et ne font pas l'objet d'une offre publique. Ces titres ou instruments vous sont offerts et/ou vendus uniquement sur une base privée. Toute communication de notre part à votre égard concernant ces titres ou instruments, y compris, sans s'y limiter, la livraison d'un prospectus, d'une fiche technique ou d'un autre document d'offre, n'est pas destinée à être une offre de vente ou une sollicitation d'une offre d'achat de titres ou d'instruments dans une juridiction où une telle offre ou sollicitation est illégale. De plus, ces titres ou instruments peuvent être soumis à certaines restrictions réglementaires et/ou contractuelles sur le transfert ultérieur par vous, et vous êtes seul responsable de déterminer et de respecter ces restrictions. Dans la mesure où ce contenu fait référence à un fonds, le Fonds ne peut pas être offert publiquement dans un pays d'Amérique latine sans enregistrement préalable des titres de ce fonds conformément aux lois de la juridiction correspondante.

JPMS est une société étrangère enregistrée (outre-mer) (ARBN 109293610) constituée dans le Delaware, aux États-Unis. En vertu des exigences de licence de services financiers australiens, exercer une activité de services financiers en Australie nécessite qu'un prestataire de services financiers, tel que J.P. Morgan Securities LLC (JPMS), détienne une licence de services financiers australiens (AFSL), sauf si une exemption s'applique. JPMS est exemptée de l'obligation de détenir une AFSL en vertu de la loi sur les sociétés de 2001 (Cth) (Act) en ce qui concerne les services financiers qu'elle vous fournit, et est régulée par la SEC, la FINRA et la CFTC en vertu des lois américaines, et la responsabilité de ses actionnaires est limitée. Le matériel fourni en Australie est destiné uniquement aux « clients de gros ». Les informations fournies dans ce document ne sont pas destinées à être, et ne doivent pas être, distribuées ou transmises, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes en Australie. Aux fins de ce paragraphe, le terme « client de gros » a le sens donné à la Partie 761G de la loi. Veuillez nous informer immédiatement si vous n'êtes pas actuellement un client de gros ou si vous cessez de l'être à tout moment dans le futur.

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.

© 2026 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

J.P.Morgan PRIVATE BANK