

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

Perspectives 2026

Un avenir prometteur ou sous pression ?

Investir dans un nouveau monde guidé par l'IA,
la fragmentation et l'inflation



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

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

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

Préambule

2025 a été une année de transition. Nous avons assisté à l'arrivée d'une nouvelle administration présidentielle aux États-Unis, à la reprise du cycle de baisse des taux d'intérêt par la Réserve fédérale, et à la poursuite de la vigueur des marchés mondiaux.

Nous analysons ces transitions en tant que banque privée mondiale, au service de clients dans plus de 150 pays. Notre expertise locale, enrichie par notre réseau et notre perspective globale, guide notre gestion dans un environnement d'investissement de plus en plus complexe.

En regardant vers l'avenir, nous nous concentrerons sur trois forces majeures qui façonneront 2026 : la domination de l'intelligence artificielle, la fragmentation mondiale et les incertitudes liées à l'inflation. Nos perspectives pour 2026 explorent la transformation de notre façon de travailler, d'investir et de penser sous l'effet de l'IA. L'innovation suscite l'enthousiasme, mais aussi le risque d'excès. La fragmentation – c'est-à-dire la division en blocs concurrents et la contestation des chaînes d'approvisionnement – redéfinit l'ordre mondial et exige une attention accrue à la résilience et à la sécurité. L'inflation ne suit plus les anciens schémas : elle tend à dépasser les objectifs des banques centrales, et sa volatilité accrue impose aux investisseurs une nouvelle approche.

Le contexte de 2026 est favorable à l'investissement. Un cycle de baisse des taux aux États-Unis devrait soutenir la reprise de la croissance mondiale et la vigueur des marchés d'actifs dans leur ensemble. Nous anticipons des rendements solides pour les portefeuilles multi-actifs au cours de l'année à venir, même après la forte performance des actions en 2025. Parallèlement, le pessimisme et l'anxiété persistent face au rallye des marchés, de nombreux clients conservant davantage de liquidités qu'avant la pandémie.

Les transitions en cours apporteront leur lot de défis et d'opportunités. Nous cherchons à construire des portefeuilles résilients, fondés sur nos recherches approfondies et tirant parti de notre accès mondial. Il est judicieux de réexaminer votre plan patrimonial afin qu'il reflète vos objectifs et votre tolérance au risque. Nous sommes là pour vous accompagner.

Quelles que soient les évolutions des marchés, nous avancerons ensemble. Nous sommes fiers d'être votre partenaire financier et espérons vous accueillir dans notre nouveau siège mondial au 270 Park Avenue, à New York.

Merci pour votre confiance et votre fidélité envers J.P. Morgan.



David Frame
CEO, Global Private Bank



Adam Tejpaul
CEO, International Private Bank



Martin Marron
CEO, Wealth Management Solutions

Points clés

1

Se positionner pour la révolution de l'IA

La technologie affecte tous les secteurs.

Comment saisir les opportunités tout en gérant les risques.

2

Penser « fragmentation », et non pas « mondialisation »

Dans une économie reconfigurée, privilégiez la résilience à l'efficacité.

Identifiez les opportunités dans les secteurs de la sécurité, de l'énergie et des chaînes d'approvisionnement.

3

Se préparer au changement structurel de l'inflation

L'inflation est plus élevée et devient plus volatile.

Planifiez avec rigueur pour préserver votre pouvoir d'achat et diversifiez vers les actifs réels.

4

Découvrir le potentiel des marchés privés

Le choix du gestionnaire et l'accès sont particulièrement cruciaux.

Trouvez le bon partenaire.

Sommaire

Partie 1

Se positionner pour la révolution de l'IA

- ◊ Comment savoir si le boom est sur le point de se transformer en krach ?
- ◊ IA et bouleversement du marché du travail : anciens emplois perdus, nouveaux emplois créés
- ◊ Quels sont les freins potentiels à l'expansion de l'IA ?
- ◊ Une stratégie en quatre volets pour saisir les opportunités
- ◊ Acteurs privés, innovateurs de l'IA dans le capital-risque et capital-investissement

Partie 2

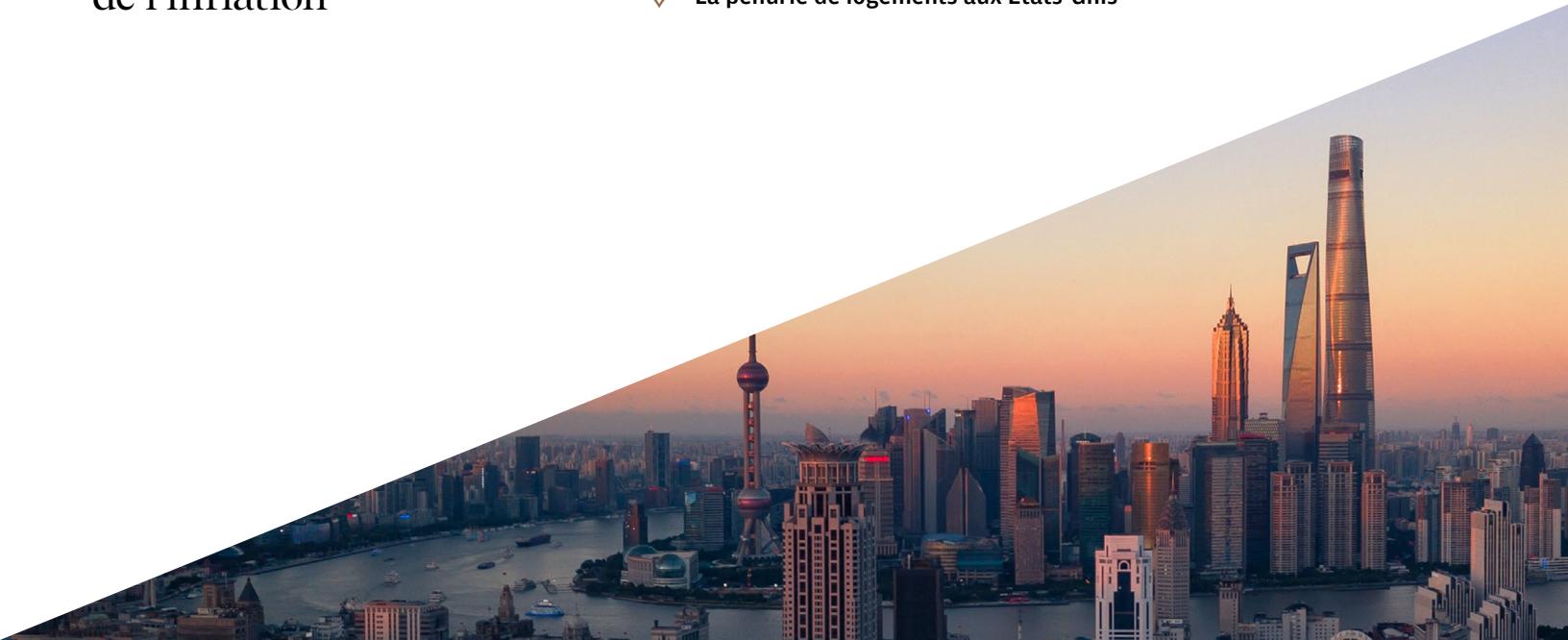
Penser « fragmentation », et non pas « mondialisation »

- ◊ Commerce : un retour vers le *nearshoring* ?
- ◊ Chine : influence extérieure, innovation interne
- ◊ Défense européenne : du dividende de la paix aux dépenses de conflit
- ◊ Amérique du Sud : l'exportateur de ce dont le monde a besoin
- ◊ Énergie : la contrainte déterminante pour la révolution de l'IA
- ◊ Le dollar et les alternatives en tant que « valeur refuge »

Partie 3

Se préparer au changement structurel de l'inflation

- ◊ Le marché obligataire retrouve son équilibre
- ◊ Facteurs structurels de l'inflation
- ◊ Les risques liés à la hausse de la dette souveraine
- ◊ La pénurie de logements aux États-Unis



Introduction



Parfois, le paysage d'investissement est difficile à décrypter. Dans les perspectives des années précédentes, nous avons souvent été confrontés à des débats complexes et à des données ambiguës. Le tableau semblait flou et incertain.

Mais pas cette année.

Une ère de faible inflation et de mondialisation sans entrave est clairement révolue. Trois forces puissantes et interconnectées définissent une nouvelle frontière des marchés : l'intelligence artificielle (IA), la fragmentation mondiale et l'inflation. Ensemble, elles posent un défi majeur : comment investir dans un monde où la promesse de croissance de la productivité portée par l'IA se heurte à la pression d'une inflation plus persistante et volatile, et à un ordre mondial fragmenté ?

Les dynamiques de l'IA, de la fragmentation et de l'inflation se manifesteront de façons que nous ne pouvons qu'entrevoir à l'horizon.

Intelligence artificielle

L'IA pourrait réduire le coût de l'expertise jusqu'à le rendre quasi nul – une transformation aussi profonde que l'avènement de l'informatique.

Cette technologie pourrait accroître la productivité et les marges bénéficiaires des entreprises, mais aussi provoquer des bouleversements majeurs sur le marché du travail, ainsi que le risque de formation d'une bulle.

Comment profiter de cette transformation tout en évitant les risques d'obsolescence technologique et d'exubérance irrationnelle ?

Au cours de l'année à venir, des fondamentaux économiques solides faciliteront la tâche des investisseurs. Un cycle de baisse des taux par la Fed, associé à une moindre incertitude sur la politique économique, devrait permettre à la croissance mondiale de retrouver un rythme de croisière. Des taux courts plus bas aux États-Unis peuvent dynamiser les actifs risqués tels que les actions et le crédit mondiaux. Une perspective de croissance stable, entre autres facteurs, devrait maintenir les rendements obligataires à long terme dans une fourchette étroite. Globalement, nous anticipons une nouvelle année solide pour les portefeuilles multi-actifs.

Mais cette perspective constructive ne doit pas occulter les promesses et les pressions de la nouvelle frontière. Les investisseurs ont besoin d'un nouveau mode d'emploi – une approche alliant détermination et agilité, exploitant les changements structurels pour créer des opportunités. Nous examinons ici la puissance et le potentiel des trois forces qui animent les marchés, ainsi que leurs implications pour les classes d'actifs. Nous présentons également les stratégies qui, selon nous, peuvent vous aider à atteindre les objectifs financiers de votre famille.

Fragmentation

L'ordre mondial se divise en blocs concurrents, chaînes d'approvisionnement contestées et alliances fragiles. L'accès aux ressources naturelles et à l'énergie devient une priorité stratégique. Ces dynamiques redirigent les flux commerciaux et de capitaux, créant à la fois des perspectives d'investissement intéressantes et des risques.

Quels secteurs et quelles régions sont susceptibles de surperformer lorsque la recherche d'efficacité cède la place à la demande de résilience et de sécurité ?

Inflation

L'inflation est une variable centrale dans la construction de portefeuille, et elle subit une mutation structurelle qui en fait un risque accru pour votre patrimoine. Selon nous, l'inflation sera plus volatile qu'avant la pandémie et plus sujette à des chocs haussiers. Cela s'explique par divers facteurs, dont la psychologie des entreprises et des consommateurs, des déficits budgétaires persistants, et une richesse des ménages élevée. Votre plan est-il conçu pour préserver le pouvoir d'achat et réduire la fragilité du portefeuille ?

Partie 1

Se positionner pour la révolution de l'IA





Depuis le lancement de ChatGPT par OpenAI fin 2022, les investisseurs sont fascinés par le potentiel de l'IA. Trois ans plus tard, la dynamique de l'IA ne faiblit pas. Nous pensons que cette technologie puissante va bouleverser les marchés du travail et stimuler la productivité à l'échelle mondiale, tout en créant de la valeur sur les marchés publics et privés. Oui, les valeurs technologiques continuent de porter la hausse des marchés, mais non, nous ne voyons pas de bulle sur le point d'éclater.

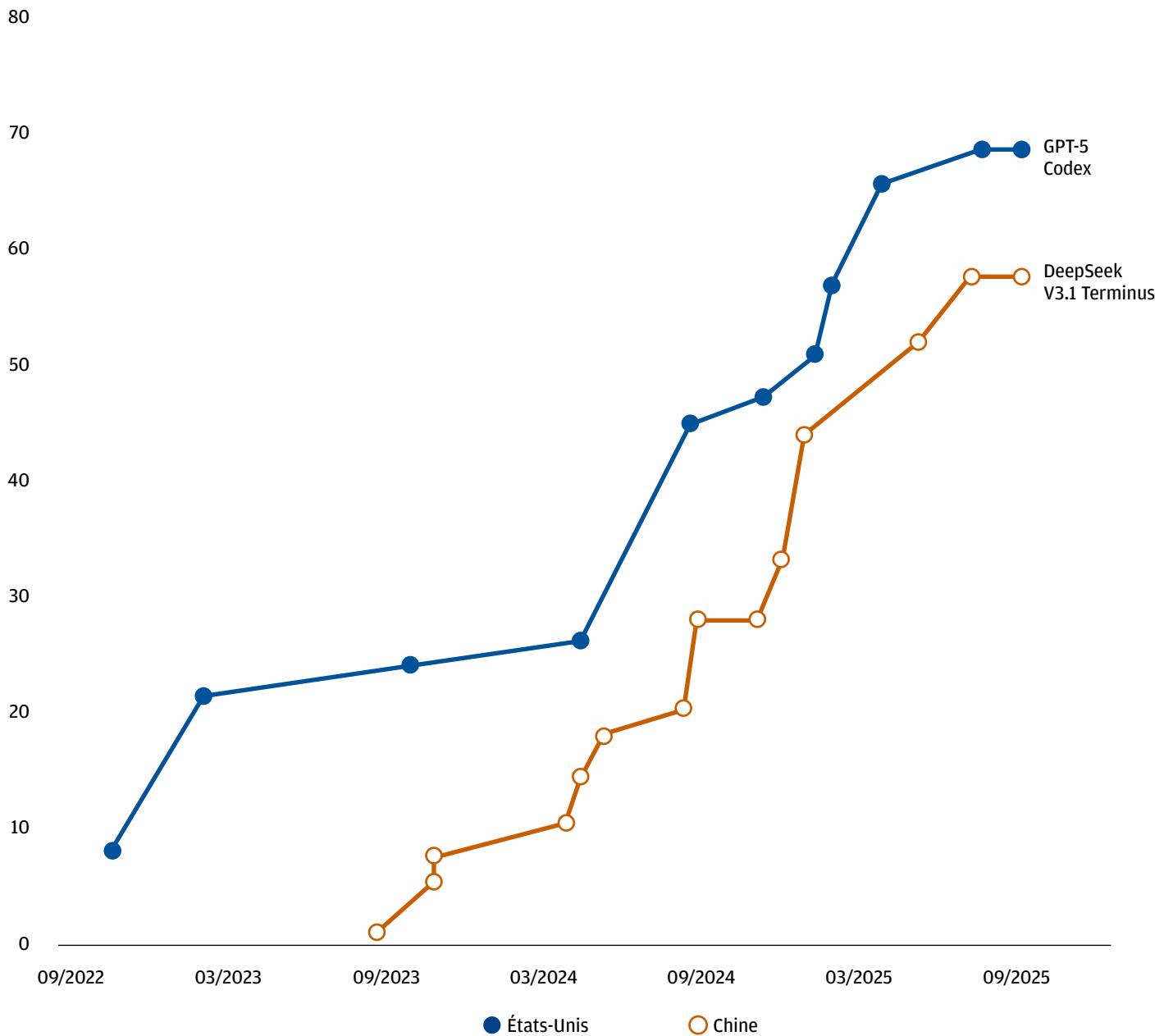
Au cœur de cette révolution se trouve l'IA générative.¹ Les capacités se sont rapidement renforcées, et les coûts ont chuté. Les modèles hallucinent moins, gèrent des contextes plus longs et font preuve d'un raisonnement plus solide. Même si les progrès sur de nombreux benchmarks ont récemment ralenti, les avancées dans les modèles agentiques de pointe sont encourageantes. Certains estiment que ces modèles pourraient atteindre des performances humaines d'ici le printemps 2026.²

1 De manière générale, l'intelligence artificielle générative et les grands modèles de langage (LLMs) désignent des programmes informatiques capables d'apprendre et de produire du texte, des images, de l'audio, du code logiciel ou d'autres contenus. Ils reposent sur une architecture entraînée sur d'immenses ensembles de données. Parmi les exemples de LLMs figurent ChatGPT d'OpenAI et Claude d'Anthropic.

2 Selon Mark Newman, analyste technologique chez Bernstein : « Par exemple, une extrapolation à partir du benchmark de tâches agentiques OSWorld suggère que les modèles de pointe progressent de 37 points de pourcentage par an, ce qui impliquerait une performance équivalente à celle de l'humain en mai 2026 (à titre de comparaison, les modèles leaders actuels affichent environ 44 %, les frameworks agentiques de pointe 61 %, et le benchmark humain 72 %). »

SI LES PERFORMANCES DES MODÈLES D'IA SEMBLENT PLAFONNER,
LA PROCHAINE RÉVOLUTION POURRAIT BIEN PROVENIR DE L'IA AGENTIQUE

Indice d'intelligence des modèles d'IA



Source : Artificial Analysis. Données au 3 octobre 2025. Remarque : l'indice Artificial Analysis Intelligence Index v3.0 intègre 10 évaluations : MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard, τ^2 -Bench Telecom.

Ce progrès technologique a déclenché une vague d'investissements dans les infrastructures. Les grandes entreprises technologiques américaines ont triplé leurs dépenses annuelles d'investissement (capex), passant de 150 milliards de dollars en 2023 à plus de 500 milliards attendus en 2026. Les leaders du secteur – Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle et Nvidia – représentent désormais près de 25 % des capex totaux du marché américain.³ En 2025, les investissements liés à l'IA ont contribué davantage à la croissance du PIB américain que la consommation des ménages.⁴

L'élan de croissance généré par les dépenses en IA constituera presque certainement une source majeure de gains de PIB en 2026. Selon nos estimations, OpenAI à elle seule a annoncé des projets de construction de data centers totalisant plus de 25 gigawatts (GW) de capacité. Sachant que chaque GW nécessite environ 50 milliards de dollars d'investissement, OpenAI vise bien plus de 1 000 milliards de dollars de capex sur les prochaines années.⁵ C'est une somme impressionnante.

Quel est le seuil d'excès ? À ce jour, l'investissement dans l'IA représente environ 1% du PIB. Lors des précédents cycles d'investissement dans des technologies à usage général (électricité, chemins de fer, télécommunications), le pic d'investissement atteignait 2 à 5 % du PIB.⁶ Aussi impressionnante que soit la dynamique actuelle, les prévisions suggèrent que le boom de l'IA pourrait encore doubler.

Les initiatives souveraines, telles que le projet Stargate de 500 milliards de dollars aux États-Unis et le programme InvestAI de 200 milliards d'euros en Europe, ainsi que des efforts similaires au Royaume-Uni, en Arabie Saoudite et en Corée du Sud, alimentent l'accélération mondiale de l'IA. Les autorités chinoises ont incité les banques et les collectivités locales à orienter leurs financements vers la technologie et l'innovation en IA, et les chercheurs chinois ont généré 40 % des citations mondiales en IA en 2024, soit quatre fois plus que les États-Unis ou l'Union européenne.⁷

L'adoption de l'IA s'étend à l'ensemble de l'économie, avec les consommateurs en tête. ChatGPT compte plus de 700 millions d'utilisateurs actifs mensuels, qui échangent 18 milliards de messages chaque semaine.⁸ Les entreprises avancent plus lentement, mais nous pensons que la diffusion va se poursuivre.

Les enquêtes auprès des entreprises américaines montrent une intégration croissante de l'IA, 10 % d'entre elles déclarant utiliser l'IA pour produire un bien ou un service. Selon un indice alternatif d'adoption de l'IA publié par Ramp, une fintech spécialisée dans la gestion des dépenses, près de 45 % des entreprises paient déjà des abonnements à des LLM.⁹ Plus de 300 000 sociétés sont clientes d'Anthropic.¹⁰ Les résultats financiers des hyperscalers (fournisseurs de cloud à grande échelle) témoignent d'une demande soutenue pour l'inférence, c'est-à-dire l'utilisation effective des modèles d'IA.

Cependant, la prédominance du thème de l'IA sur les marchés cotés et privés suscite un débat incessant sur la formation d'une éventuelle bulle.

3 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11 août 2025.

4 J.P. Morgan Asset Management. *Is AI already driving U.S. growth?* 12 septembre 2025.

5 Puck. *OpenAI's Fuzzy Math.* 1er octobre 2025.

6 Goldman Sachs. *The AI Spending Boom Is Not Too Big.* 15 octobre 2025.

7 Digital Science. *DeepSeek and the New Geopolitics of AI: China's ascent to research pre-eminence in AI.* 10 juillet 2025.

8 NBER. *How People Use ChatGPT.* Septembre 2025.

9 Ramp. *Ramp AI Index.* Septembre 2025.

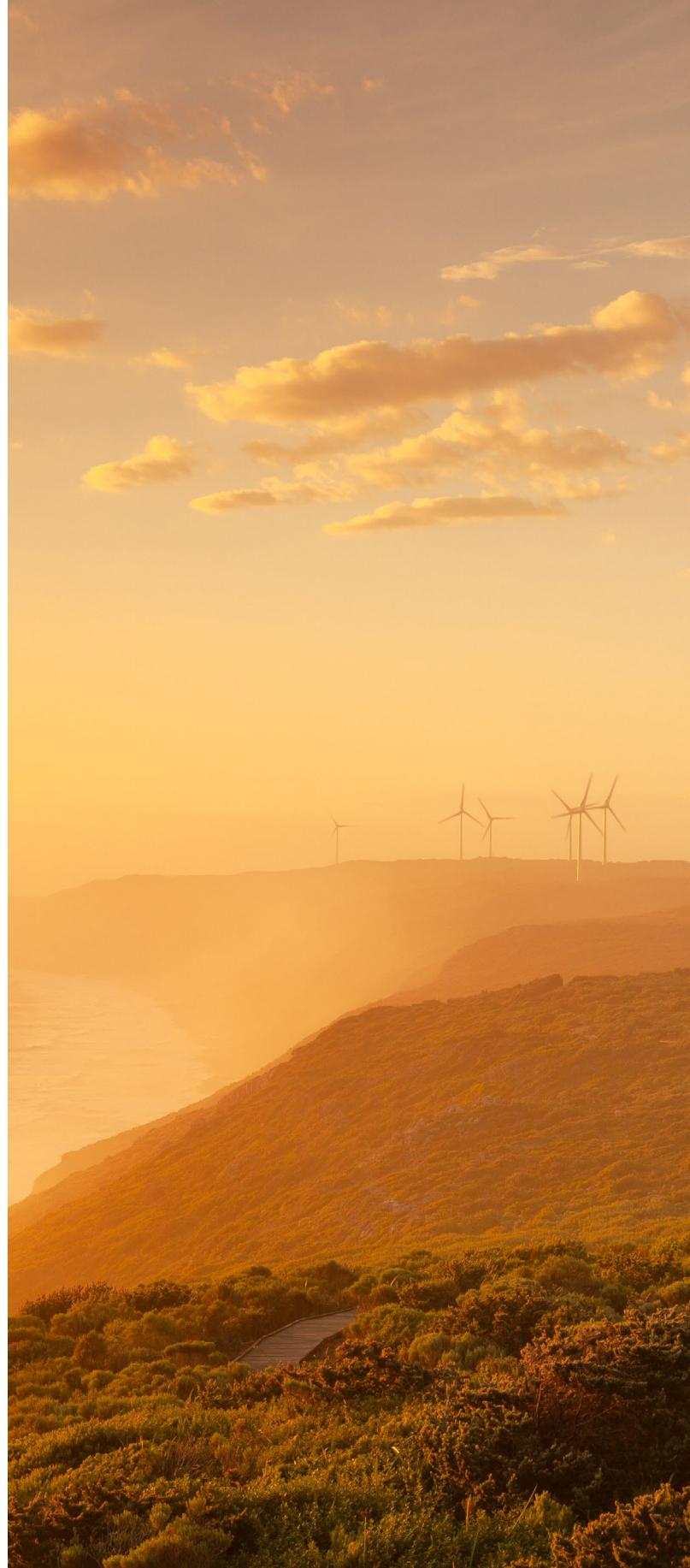
10 Anthropic. *Expanding our use of Google Cloud TPUs and Services.* 23 octobre 2025.



Comment savoir si le boom est sur le point de se transformer en krach ?

L'IA a-t-elle atteint le statut de « bulle » spéculative ? La question est sur toutes les lèvres. Aujourd'hui, près de 40 % de la capitalisation du S&P 500 est directement influencée par les perceptions ou la réalité de l'utilisation de l'IA, des investissements, de la construction d'infrastructures et des gains de productivité. Qu'il s'agisse d'une dynamique haussière ou baissière, l'IA sera presque certainement le principal moteur des rendements des marchés d'actions cotées au cours des prochaines années. Pour investir sereinement dans les actions, il est essentiel d'avoir la conviction que nous ne sommes pas sur le point d'assister à l'éclatement d'une bulle.

Les bulles de marché et économiques suivent un schéma narratif récurrent. La plupart débutent par une thèse d'investisseur selon laquelle le monde est en mutation – un véritable changement de paradigme. Les partisans investissent massivement pour répondre à une demande future anticipée. La bulle commence à se former, en partie grâce à une abondance de crédit. L'assouplissement des standards de souscription et l'augmentation de l'effet de levier créent un décalage entre les fondamentaux économiques et les valorisations de marché. De plus en plus d'investisseurs rejoignent le mouvement – jusqu'à ce que les fondamentaux reprennent le dessus et que la bulle éclate.



Une fois le schéma d'exubérance irrationnelle établi, nous pouvons l'appliquer à l'IA. Voici comment nous pensons que l'IA se positionne aujourd'hui par rapport à cinq éléments clés :

1.

Un changement de paradigme

Les bulles naissent souvent de l'idée qu'une nouvelle technologie, une tendance démographique ou un changement de politique va bouleverser le monde. Parmi les exemples historiques notables figurent le boom ferroviaire des années 1840 et la bulle internet de la fin des années 1990. Ces transformations ont effectivement changé le monde, mais le timing est déterminant. Entre 1843 et 1853, le réseau ferroviaire du Royaume-Uni a presque quadruplé, mais les revenus par kilomètre sont restés stables, voire en baisse.¹¹ En 2001, les entreprises de télécommunications avaient installé 39 millions de miles de fibre optique, mais seulement 10 % étaient activés, et chaque fibre exploitait à peine 10 % de sa capacité en longueurs d'onde.¹²

Les booms ferroviaire et internet ont tous deux généré une capacité excédentaire considérable – une capacité non justifiée par la demande ou l'économie unitaire du moment. L'histoire actuelle de l'IA présente assurément la rhétorique et l'investissement typiques d'un changement de paradigme. Mais nous ne constatons pas encore d'excès de capacité. Les taux de vacance des data centers atteignent un niveau historiquement bas de 1,6 %, et trois quarts des capacités en construction sont déjà pré-louées.¹³ Sur l'ensemble de la chaîne de valeur – informatique, énergie, data centers – les composants sont rares par rapport à la demande. Les derniers résultats financiers confirment que l'utilisation de l'IA stimule la croissance du chiffre d'affaires des plus grandes entreprises.

2.

Abondance et disponibilité du crédit

Les bulles s'amplifient grâce à un capital spéculatif bon marché qui fait grimper les prix. Au XVII^e siècle, les marchés de crédit d'Amsterdam ont alimenté la *tulipomanie*, tandis que la bulle japonaise des années 1980 reposait sur des prêts bancaires garantis par des actions surévaluées. La bulle immobilière précédant la crise financière mondiale a été gonflée par les prêts subprimes, titrisés dans un secteur bancaire parallèle interconnecté. Dans les années 2010, une bulle des valeurs énergétiques s'est formée grâce à un financement bon marché rendu possible par des taux directeurs proches de zéro.

La récente incursion d'Oracle sur les marchés obligataires indique que la prochaine phase du cycle d'infrastructure de l'IA reposera davantage sur le crédit. L'opération a été souscrite cinq fois, et nous pensons que les marchés publics seront prêts à financer les géants de la tech, qui affichent des spreads plus serrés que l'indice investment grade global.¹⁴ À mesure que la Fed abaisse ses taux, le crédit devrait financer davantage d'investissements dans l'IA. Ce scénario est plausible, compte tenu du faible effet de levier dans les grandes capitalisations et de plus de 500 milliards de dollars de capital privé disponible.¹⁵



3.

Augmentation de l'effet de levier et dégradation des standards de souscription

Les bulles s'étendent lorsque les structures financières amplifient les gains et masquent les risques. La bulle de la South Sea Company¹⁶ comportait des échanges dette-actions ; les années précédant le krach de 1929 ont vu l'essor des achats sur marge. Plus récemment, les SPAC se sont développés via des options de rachat et des bons gratuits. Dans le domaine de l'IA, l'innovation et l'ingénierie financières s'accélèrent.

Parmi les exemples récents : des sociétés comme Lambda et CoreWeave ont émis des dettes garanties par leurs GPU haut de gamme,¹⁷ et Alibaba a annoncé une obligation convertible à coupon zéro pour financer des data centers. Les émissions de dettes du secteur technologique et de titres adossés à des actifs liés aux data centers sont revenues à des niveaux observés en 2020 et 2021.¹⁸ Mais il s'agit de mécanismes classiques des marchés de capitaux. Si les hyperscalers décidaient de porter leur levier à 2,8x l'EBITDA net (médiane des sociétés investment grade), cela représenterait 1 000 milliards de dollars de capital supplémentaire à investir.

On pourrait aussi considérer que les investissements « circulaires » de la chaîne d'approvisionnement de l'IA relèvent de l'ingénierie financière. Ces opérations, où les acteurs clés achètent et vendent entre eux en utilisant actions et puissance de calcul comme monnaie, augmentent le risque mais pourraient aussi créer un écosystème plus symbiotique et compétitif, équilibrant le paysage.

Nous surveillons les signes de dégradation des standards de souscription, que ce soit pour les accords d'achat d'énergie ou les investissements en private equity et venture. À ce jour, les flux de trésorerie agrégés des principaux acteurs excèdent encore les dépenses d'investissement et les dividendes. L'effet de levier devrait continuer à croître avec l'investissement dans l'IA, mais aujourd'hui, les dépenses sont financées par les flux de trésorerie.

11 Université du Minnesota. *The railway mania of the 1860s and financial innovation.* 3 mars 2024.

12 The Optical Society. *Boom, Bubble, Bust: The Fiber Optic Mania.* Octobre 2016.

13 CBRE. *North America Data Center Trends H1 2025: AI & Hyperscaler Demand Lead to Record-Low Vacancy.* 19 août 2025.

14 Morningstar. *Why Oracle's 'jumbo' AI-fueled bond deal is so unusual.* 25 septembre 2025.

15 Empirical Research Partners. *Private Debt: A Game Changer?* 29 avril 2025.

16 En 1720, les actions de la South Sea Co. se sont effondrées, faisant partie du premier crash boursier international.

17 Processeur graphique (« graphics processing units » en anglais) ; composant électronique.

18 Penn Mutual Asset Management. *Pricing the Infrastructure Boom: Data Center Trends in Structured Markets.* 9 octobre 2025.

4.

Un écart entre valorisations et flux de trésorerie

Dans chaque bulle, les valorisations s'envolent au-delà de ce que les fondamentaux, les flux de trésorerie ou les cas d'usage peuvent justifier. Lors de la bulle internet, des entreprises sont entrées en bourse sans aucun chiffre d'affaires. L'action Cisco a été multipliée par 40 entre 1995 et 2000, alors que ses bénéfices n'ont été multipliés que par 8. Aujourd'hui, nous observons des poches de surchauffe sur les marchés privés. Les « licornes » – sociétés privées valorisées à plus d'un milliard de dollars – représentent désormais près de 12 % du Nasdaq, un niveau proche du pic de 2021.¹⁹ De plus, la croissance des valorisations des startups IA dépasse systématiquement celle des autres entreprises à chaque tour de financement. Par exemple, le multiple médian du tour B est de 2,1x pour les startups IA contre 1,4x pour les autres. Les entreprises IA affichent des valorisations médianes 56 % plus élevées au tour C et 230 % plus élevées au tour D+ que les autres.²⁰

Mais sur les marchés publics, les entreprises IA ont généré leurs rendements uniquement par la croissance des bénéfices. Au cours des trois dernières années, le ratio cours/bénéfices (P/E) des actions IA cotées a diminué, tandis que les estimations de bénéfices par action (EPS) ont plus que doublé. Sur cinq ans, l'action Nvidia a été multipliée par 14, alors que ses bénéfices ont été multipliés par 20.

5.

Une boucle alimentée par la spéculation et la participation massive

Chaque bulle attire de nouveaux participants convaincus que la hausse des prix est une prophétie autoréalisatrice. Les artisans hollandais achetaient des bulbes de tulipe pour plusieurs fois leur revenu annuel, et les barmans de Las Vegas spéculaient sur l'immobilier en 2005. Les performances récentes des IPO suggèrent des signes de surchauffe. L'exubérance monte, mais il faudrait qu'elle atteigne des niveaux bien plus élevés avant que nous devenions prudents.

En considérant l'ensemble des éléments, il semble clair que les ingrédients d'une bulle de marché sont présents. Cela dit, nous pensons que le risque de formation d'une bulle à l'avenir est supérieur au risque d'être actuellement à son sommet.

Au-delà du débat sur la bulle de l'IA, la question la plus importante pour les investisseurs est la suivante : qui profitera le plus de cette transition technologique ? Malheureusement, l'histoire ne fournit pas de schéma clair sur les entreprises qui bénéficient durablement des transitions technologiques.

Dans certains cas, comme les chemins de fer britanniques, les câbles à fibre optique et les télécoms, les premiers entrants ont subi de fortes corrections avant que de nouveaux acteurs ne profitent de la chute des prix d'actifs. À l'inverse, les pionniers de l'informatique (IBM, Microsoft, Cisco, Amazon) ont su capter et conserver des parts de marché, même si d'autres ont profité de l'écosystème créé. Les services publics américains ont maintenu leur position, mais la réglementation a limité le rendement final pour les investisseurs.

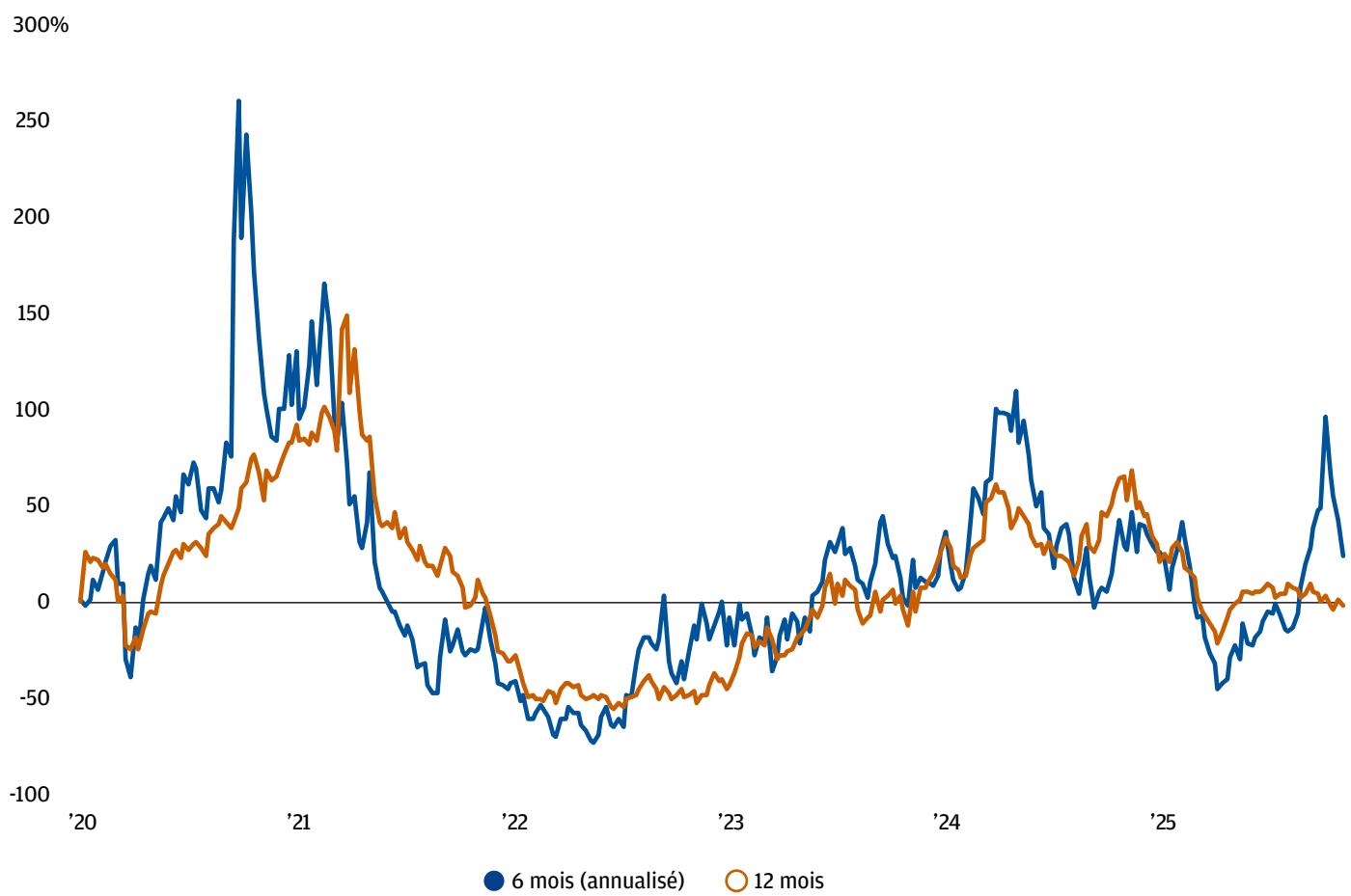
19 Coattue. Octobre 2025.

20 PitchBook. *VC Valuations and Returns Report*. 11 août 2025.

En 2026, nous pensons que l'IA provoquera une disruption notable, avec des conséquences sur l'ensemble de l'économie. Comme nous le verrons dans la section suivante, l'IA aura probablement un impact plus visible sur le marché du travail, et certains éditeurs de logiciels et entreprises technologiques pourraient ressentir davantage la « piqûre » de l'IA. Mais la disruption peut aussi générer d'immenses opportunités. **Selon nous, le plus grand risque serait de ne pas être exposé à cette technologie de rupture.**

DES SIGNES D'EXUBÉRANCE SUR LE MARCHÉ DES INTRODUCTIONS EN BOURSE ?

Performance des dernières introductions en bourse, %



Sources : J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P. Données au 31 octobre 2025.

Remarque : le panier est rééquilibré tous les mois par J.P. Morgan Investment Bank afin de prendre en compte les récentes introductions en bourse aux États-Unis.

IA et bouleversement du marché du travail : anciens emplois perdus, nouveaux emplois créés

Comment la technologie de l'intelligence artificielle pourrait-elle transformer le marché du travail ? Ce récit, lui aussi, n'en est qu'à ses débuts. Environ 71 millions de travailleurs du savoir aux États-Unis (rémunération annuelle moyenne avoisinant 85 000 dollars) représentent un marché adressable d'environ 6 000 milliards de dollars. Selon certaines estimations, plus de 60 % des emplois dans les économies développées seraient exposés à des bouleversements liés à l'IA.²¹ En réalité, les investisseurs valorisent l'IA précisément parce qu'elle détient le potentiel de transformer en profondeur le marché du travail.

Si quelques prévisions alarmistes anticipent un taux de chômage pouvant grimper jusqu'à 20 %, l'histoire suggère une trajectoire moins sombre et, à terme, plus optimiste.²² Les grandes innovations technologiques provoquent rarement un chômage de masse durable ; elles réduisent le coût des facteurs clés, stimulent la demande et engendrent de nouveaux métiers.

La vapeur a supplanté les tisserands et les ouvriers des canaux, mais elle a considérablement accru la production textile et le commerce intérieur, générant ainsi de nouveaux emplois dans les mines, le ferroviaire et les services urbains. L'informatique a automatisé les tâches administratives, mais la baisse du coût du traitement de l'information a permis l'essor des secteurs des cartes de crédit et du transport aérien, donnant naissance à de nouvelles professions (programmeurs, analystes financiers) et dopant la productivité à l'échelle de l'économie. L'agriculture mécanisée a fait chuter l'emploi agricole, mais elle a permis de réduire le coût des denrées alimentaires et a favorisé l'exode rural.

D'après une étude menée par des économistes du MIT, plus de 60 % des professions actuelles aux États-Unis n'existaient même pas en 1940.²³ Les nouvelles technologies expliquent en grande partie cette évolution. À chaque transition technologique, la demande globale s'est accrue et l'économie a généré des emplois inédits.

À court terme, nous pensons que l'IA enrichira davantage d'emplois qu'elle n'en automatisera ou éliminera. Fondamentalement, un emploi est constitué d'une multitude de tâches distinctes. Certaines seront automatisées par l'IA, tandis que d'autres pourraient être renforcées. Les optimistes avancent que les gains de productivité liés à l'IA pourraient compenser le ralentissement de la croissance démographique dans les pays développés.

Pour exploiter pleinement le potentiel de l'IA, les entreprises devront repenser leurs systèmes et infrastructures de données. Il s'agit de processus progressifs. Les recherches actuelles indiquent qu'une faible proportion des emplois pourrait être automatisée immédiatement. Il est certain que les humains conserveront, pour un temps encore, des avantages durables – le bon sens, le raisonnement causal, l'intelligence émotionnelle, la prise de décision dans des situations critiques, l'apprentissage adaptatif et la motivation intrinsèque.

À ce jour, nous observons peu de signes d'un impact significatif de l'IA sur le marché du travail. Les taux de chômage dans les secteurs les plus exposés à la disruption par l'IA sont actuellement inférieurs à ceux des secteurs plus protégés. Parallèlement, tant les études académiques que les témoignages d'entreprises indiquent que l'adoption de l'IA a permis d'augmenter la productivité du travail d'environ 30 %²⁴ pour les sociétés ayant intégré cette technologie.

Les premiers résultats en matière de productivité sont encourageants, mais les investisseurs doivent également prendre en compte les limites de l'expansion de l'IA.

21 FMI. *AI Will Transform the Global Economy. Let's Make Sure It Benefits Humanity.* 14 janvier 2024.

22 Axios. *Behind the Curtain: A white-collar bloodbath.* 28 mai 2025.

23 Quarterly Journal of Economics. *New Frontiers: The Origins and Content of New Work, 1940-2018.* 15 mars 2024.

24 Goldman Sachs AI Adoption Tracker 2025Q3. 8 septembre 2025.

Quels sont les freins potentiels à l'expansion de l'IA ?

La contrainte la plus pressante à l'expansion de l'IA est l'approvisionnement énergétique. Aux États-Unis, les entreprises font face à un retard de cinq ans pour ajouter de nouvelles capacités de production au réseau existant. Près de 70 % des marchés régionaux de l'électricité sont déjà sous tension, et la demande devrait croître de 662 térawattheures d'ici la fin de la décennie, soit davantage que la production annuelle combinée du Texas et de la Californie.²⁵

La croissance accélérée de la demande se heurtera à des infrastructures vieillissantes : 70 % des lignes de transmission ont plus de 25 ans.²⁶ L'investissement dans le secteur énergétique deviendra de plus en plus crucial, d'autant que les décideurs considèrent désormais l'IA comme un enjeu de sécurité nationale. À titre d'exemple, la Chine a récemment lancé un projet hydroélectrique de 167 milliards de dollars, dont la capacité de production dépassera celle de la Pologne.

Les centres de données exigent une alimentation électrique fiable et accessible, ce qui fait du gaz naturel une source de base essentielle. En partie parce que la fabrication d'une turbine à gaz naturel capable d'alimenter un centre de données nécessite un délai d'environ cinq ans, nous pensons que les énergies renouvelables (qui peuvent être déployées en un an) contribueront également à alimenter les centres de données dans les années à venir.

Cependant, la dépendance prolongée de l'industrie aux combustibles fossiles risque d'entraîner des émissions de carbone supérieures aux prévisions dans les économies développées. Cela accroît le risque de températures mondiales plus élevées et d'événements climatiques extrêmes plus fréquents. Ces dynamiques créent des opportunités d'investissement dans les matières premières, notamment les minéraux stratégiques liés à la transition énergétique, à la production d'électricité et aux infrastructures.

L'eau (nécessaire au refroidissement des centres de données) devient un facteur à surveiller pour les investisseurs.

Elle s'inscrit dans une problématique plus large où la rareté des ressources et les enjeux liés à l'IA pourraient limiter l'expansion des centres de données. À Phoenix, par exemple, la réglementation locale a été modifiée pour créer une catégorie spécifique pour les centres de données, obligeant les promoteurs à traiter les questions de santé et de sécurité avant d'obtenir les permis de construire. Des projets emblématiques d'Amazon à Tucson et de Google à Indianapolis ont été annulés à la suite d'oppositions locales concernant l'utilisation de l'eau et la hausse des prix de l'électricité.²⁸

La protection des données demeure un défi constant, et les solutions d'IA « intelligentes » ne font qu'accroître les risques. Les régulateurs seront de plus en plus attentifs à mesure que les modèles d'IA progresseront et s'intégreront dans le monde physique (véhicules autonomes, robotique, etc.).

Les débats sur la rareté des ressources, la vie privée et la sécurité façoneront probablement l'opinion publique et les politiques relatives à l'IA, avec des conséquences potentielles sur la création ou la destruction de valeur financière.

Pour les investisseurs, nous pensons qu'une attention particulière à l'engagement des parties prenantes et à une gouvernance efficace peut contribuer à limiter le risque de pertes au sein des portefeuilles.

Selon nous, les contraintes physiques, sociales et politiques qui pèsent sur l'expansion de l'IA devraient jouer un rôle modérateur, permettant de tempérer l'euphorie des investisseurs et de donner au marché du travail davantage de temps pour s'adapter aux perturbations potentielles.

25 EIA, Goldman Sachs Investment Research. Juin 2025.

26 La Maison Blanche. Fiche d'information : *The Biden-Harris Administration Advances Transmission Buildout to Deliver Affordable Clean Energy*. 18 novembre 2022.

27 Ville de Phoenix. *City of Phoenix Updates Zoning to Safeguard Health and Safety as Data Center Growth Accelerates*. 2 juillet 2025.

28 Ville de Tucson. *Project Blue—Facts and Information*. Septembre 2025. Axios. *Google pulls data center project amid opposition*. 23 septembre 2025.

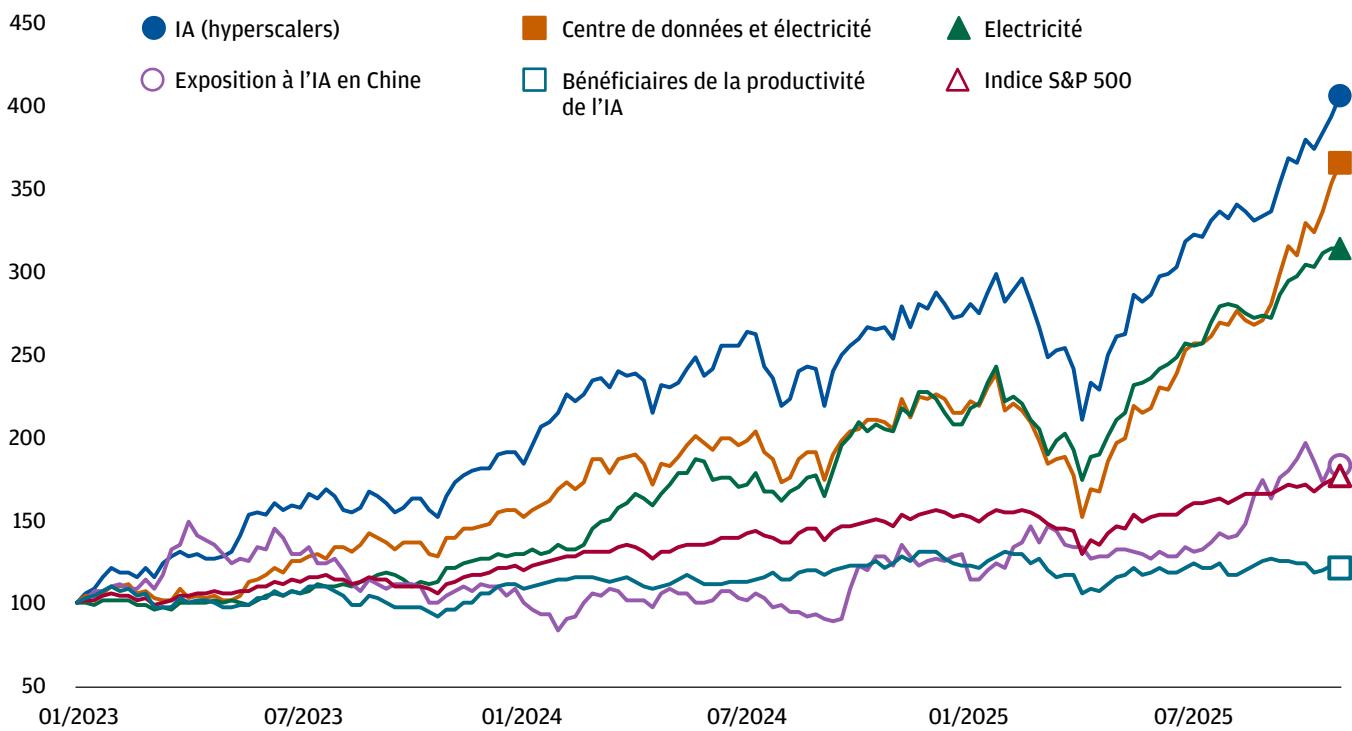
Une stratégie en quatre volets pour saisir les opportunités

Alors que nous évaluons le risque d'une bulle liée à l'IA, nous affinons une stratégie en quatre volets visant à exploiter le potentiel de valeur d'investissement offert par l'IA. Jusqu'à présent, les principaux gagnants sur le marché ont été les hyperscalers, les entreprises de centres de données et d'infrastructures électriques, ainsi que les fournisseurs d'énergie. Les sociétés censées bénéficier des gains de productivité induits par l'IA ont nettement sous-performé par rapport aux géants technologiques. Par ailleurs, l'équilibre entre les secteurs technologiques américains et non-américains s'est modifié. En 2025, les actions technologiques chinoises ont bondi d'environ 34 %, les investisseurs ayant réalisé qu'elles n'étaient pas aussi en retard sur leurs homologues américaines qu'on le pensait auparavant.

À partir de 2026, notre stratégie vise à gérer ces évolutions, à saisir les opportunités d'investissement et à atténuer les risques dans la course à l'IA.

QUI DOMINE DANS LE SECTEUR DE L'IA ? LES ENTREPRISES À LA TRAÎNE AUJOURD'HUI PARVIENDRONT-ELLES À COMBLER LEUR RETARD ?

Rendement des prix, indice 100 = janvier 2023



Sources : Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan, Goldman Sachs Investment Research. Données au 31 octobre 2025.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

1

Miser sur les leaders du secteur technologique

Le premier volet de notre stratégie cible les leaders du secteur technologique à grande capitalisation. Certains doutent que les hyperscalers parviennent à générer un retour sur investissement significatif à partir de leurs investissements massifs, mais nous restons globalement optimistes. En partie parce que les quatre hyperscalers historiques (Microsoft, Meta, Alphabet et Amazon) affichent déjà une croissance des bénéfices d'environ 20 % par an. Une fois ajustées pour leur croissance, leurs primes de valorisation semblent justifiées.

Ils ne forment pas un bloc homogène. Par exemple, les analystes prévoient que le flux de trésorerie disponible de Microsoft et Google en 2026 dépassera celui de 2024 après une baisse en 2025. À l'inverse, on ne s'attend pas à ce qu'Amazon et Meta retrouvent leur profil de flux de trésorerie disponible de 2024. En choisissant d'emprunter pour financer ses dernières opérations, Oracle a accepté un flux de trésorerie négatif comme prix à payer pour entrer dans la compétition de l'IA.

Collectivement, ces entreprises génèrent déjà environ 25 milliards de dollars de revenus trimestriels supplémentaires grâce à l'IA, et nous pensons que ce chiffre pourrait croître à un rythme annuel de 200 %. Si les hyperscalers continuent d'augmenter leurs revenus liés au cloud, les investisseurs devraient tolérer des rendements de flux de trésorerie disponibles plus faibles.

À terme, nous anticipons que la vague de l'IA fera émerger une nouvelle génération de leaders technologiques (c'est le schéma classique de toute révolution d'innovation). Toutefois, nous ne pensons pas que 2026 sera l'année où le leadership actuel du marché sera remis en cause. Au contraire, nous estimons que les plus grandes entreprises continueront de surperformer les plus petites. Les 100 premières valeurs du marché américain génèrent les trois quarts des bénéfices totaux, affichent un rendement du capital investi 1,7 fois supérieur et une marge de flux de trésorerie disponible 1,8 fois supérieure à celle des autres grandes capitalisations.²⁹

2

Identifier les opportunités dans la chaîne d'approvisionnement de l'IA

Le deuxième volet de notre stratégie met en avant les facilitateurs de la technologie IA. Ces entreprises fournissent l'essentiel (énergie, semi-conducteurs, connectivité, systèmes de refroidissement et matières premières) nécessaires à la puissance de calcul requise par l'IA.

Comme nous l'avons évoqué, l'énergie est sans doute l'intrant le plus critique et le plus rare, surtout à mesure que les modèles de raisonnement deviennent la norme. Selon une étude de l'Université du Rhode Island, GPT-5 consomme 2,5 fois plus d'énergie par requête que GPT-4.³⁰ Nous identifions des opportunités d'investissement intéressantes sur les marchés publics (par exemple, les services publics et les producteurs industriels d'équipements électriques) et sur les marchés privés (notamment dans les fonds d'infrastructure axés sur l'énergie).

Parallèlement, la demande de semi-conducteurs dépasse toujours l'offre. La puce Blackwell de Nvidia devrait être épuisée au cours des 12 prochains mois, tandis que les acteurs de la chaîne d'approvisionnement mondiale (hyperscalers, Micron, SK Hynix, Samsung et TSMC) ont souligné les contraintes de capacité lors de leurs communications financières.³¹ Bien que l'énergie et les semi-conducteurs soient les domaines les plus évidents pour trouver des opportunités, nous observons des dynamiques similaires dans les transformateurs, les équipements de réseau, les câbles à fibre optique et sous-marins, ainsi que les systèmes de refroidissement liquide. Dans le monde physique, l'extraction de ressources, notamment les terres rares, et l'acquisition de droits fonciers et hydriques précieux pourraient s'avérer lucratives.

29 Empirical Research Partners. *The Hyperscalers: Making the Jump to Hyperspace?* 11 août 2025.

30 Université de Rhode Island. *How Hungry Is AI?* 31 octobre 2025.

31 Barron's. *Nvidia Stock Rises After Management Says Blackwell Is Sold Out for 12 Months.* 10 octobre 2024.

3

Identifier les utilisateurs « intelligents » de l'IA

Troisièmement, nous cherchons à repérer les entreprises qui déploient l'IA avec succès pour accroître leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices. Par exemple, les activités cloud de Microsoft et Google ont progressé de quatre points de pourcentage plus rapidement au deuxième trimestre 2025 qu'au premier trimestre.³² Près des deux tiers de la capitalisation boursière américaine se situent dans les deux premiers quintiles d'adoption de l'IA. En Europe et au Japon, cette proportion est plus proche de 50%.³³ Autrement dit, les gagnants actuels devraient amplifier leurs performances grâce à une intégration plus rapide et plus efficace de l'IA dans leurs processus et modèles d'affaires existants. Sur ce plan, les États-Unis semblent conserver une avance sur les autres grands marchés boursiers développés.

À l'inverse, le marché commence à sanctionner les entreprises historiques du logiciel en tant que service qui ne parviennent pas à tirer suffisamment de valeur de leurs produits enrichis par l'IA. Alors que l'indice général des logiciels a progressé de 17% sur l'année écoulée, la moitié des valeurs qui le composent ont reculé. Cette dichotomie met en lumière la valeur ajoutée qu'un bon gestionnaire actif peut apporter dans la sélection des gagnants et des perdants de l'IA logicielle.

4

Saisir les opportunités sur les marchés privés

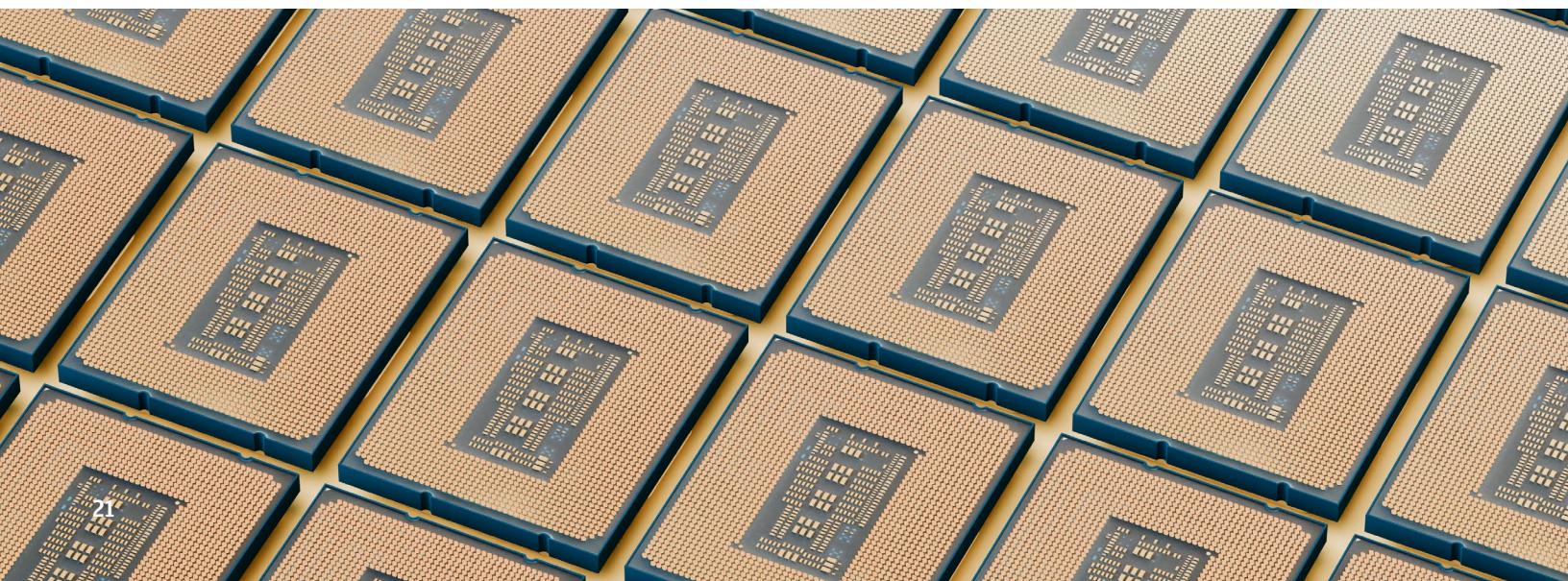
Enfin, dans la dernière étape cruciale de notre stratégie de création de valeur, nous nous tournons vers les marchés privés pour capter tout le potentiel d'investissement de l'IA. À ce jour, les dix principales entreprises privées spécialisées dans l'IA valent collectivement environ 1 500 milliards de dollars.³⁴ Si elles étaient cotées en bourse, elles représenteraient près de 3% de la capitalisation du S&P 500.³⁵ À titre de comparaison, l'ensemble du marché américain des petites capitalisations publiques ne pèse que 3 000 milliards de dollars. L'IA suit une trajectoire d'innovation déjà observée lors des précédentes vagues technologiques – commençant par l'infrastructure, puis évoluant vers les plateformes et les applications – mais les dynamiques économiques et le calendrier de la création de valeur évoluent. Un élément clé de cette évolution : les nouveaux rôles des marchés publics et privés dans la formation et l'allocation du capital.

32 Cloud Wars. *Google Remains World's Hottest Cloud Vendor ; Oracle Rising, Microsoft Surging*. 16 septembre 2025.

33 Empirical Research Partners. *AI-merican Exceptionalism*. Mai 2025.

34 PitchBook.

35 Au 30 septembre 2025.



Acteurs privés, innovateurs de l'IA dans le capital-risque et capital-investissement

Les marchés privés joueront probablement un rôle très différent dans la vague actuelle de l'IA par rapport aux cycles technologiques précédents.

Lors des cycles antérieurs, comme la bulle internet des années 1990, les entreprises procédaient à leur introduction en bourse dès leurs premières années, permettant ainsi aux investisseurs des marchés publics de participer aux phases les plus lucratives de la croissance. Aujourd'hui, cette dynamique a changé. Les sociétés restent privées plus longtemps, soutenues par l'abondance de capitaux privés et des options de sortie alternatives. L'introduction en bourse médiane d'une entreprise technologique intervient désormais à environ 14 ans d'existence, avec un chiffre d'affaires proche de 220 millions de dollars. Dans les années 1990, cette même étape survenait à huit ans, avec des revenus de l'ordre de 44 millions de dollars actualisés.³⁶

Ce changement est significatif, car la prochaine vague de création de valeur liée à l'IA n'en est qu'à ses prémisses. Elle englobe les systèmes d'IA agentique (logiciels capables de poursuivre des objectifs, d'agir et d'accomplir des tâches de façon autonome), les applications sectorielles, les logiciels enrichis par l'IA et d'autres concepts émergents. Ces opportunités requièrent des capitaux stratégiques pour financer de longs cycles de R&D et soutenir l'adoption à grande échelle, ce qui les rend particulièrement adaptées aux investisseurs privés tels que les fonds de capital-risque et de capital-développement.

Les investisseurs des marchés publics ont principalement profité de la montée en valeur de la vague infrastructurelle, à travers les sociétés de semi-conducteurs et de cloud. Les entreprises de plateformes et d'applications—où nous anticipons que la majorité de la valeur sera créée—pourraient rester privées jusqu'à la fin de la décennie.

Considérons les « Magnificent 7 » des marchés privés (OpenAI, SpaceX, Bytedance, Anthropic, Databricks, Reliance Retail et Stripe). Toutes ont atteint une valorisation de 100 milliards de dollars tout en restant privées.³⁷ À valeur constante, seule Meta parmi les « Magnificent 7 » dépassait ce seuil lors de son introduction en bourse. Selon la presse, les investisseurs anticipent qu'OpenAI générera 200 milliards de dollars de revenus en 2030, avec un pic de consommation de trésorerie estimé à 45 milliards de dollars en 2028.³⁸

Comme le montrent les graphiques associés, nous avons analysé la valeur créée par différents types d'entreprises au fil des cycles internet et cloud, et comparé ces résultats à la dynamique actuelle de l'IA. Il en ressort que les sociétés de technologies de plateforme (Google, Microsoft) et celles de la couche applicative (Facebook, Netflix, Uber) captent davantage de valeur que les entreprises d'infrastructure physique ou numérique. De plus, la création de valeur dans les marchés privés est plus marquée lors des phases de technologie et d'application que lors des phases d'infrastructure.

Quelques entreprises privées de premier plan (comme OpenAI) sont déjà bien connues et bien financées. Au-delà de ces noms, nous observons de nombreuses jeunes sociétés privées au potentiel considérable dans les technologies de plateforme et les applications qui, selon nous, façonnent l'ère de l'IA.

Si le potentiel des marchés privés est manifeste et séduisant, il s'accompagne de risques plus aigus et de résultats plus disparates que l'investissement diversifié sur les marchés publics. La sélection des gestionnaires et l'accès aux opportunités sont particulièrement cruciaux dans l'investissement en IA sur les marchés privés, un territoire de plus en plus concurrentiel. Un chiffre révélateur : l'IA a représenté plus de 60 % des investissements en capital-risque au cours des 12 derniers mois.³⁹

36 Université de Floride. *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2024*. 3 juin 2025.

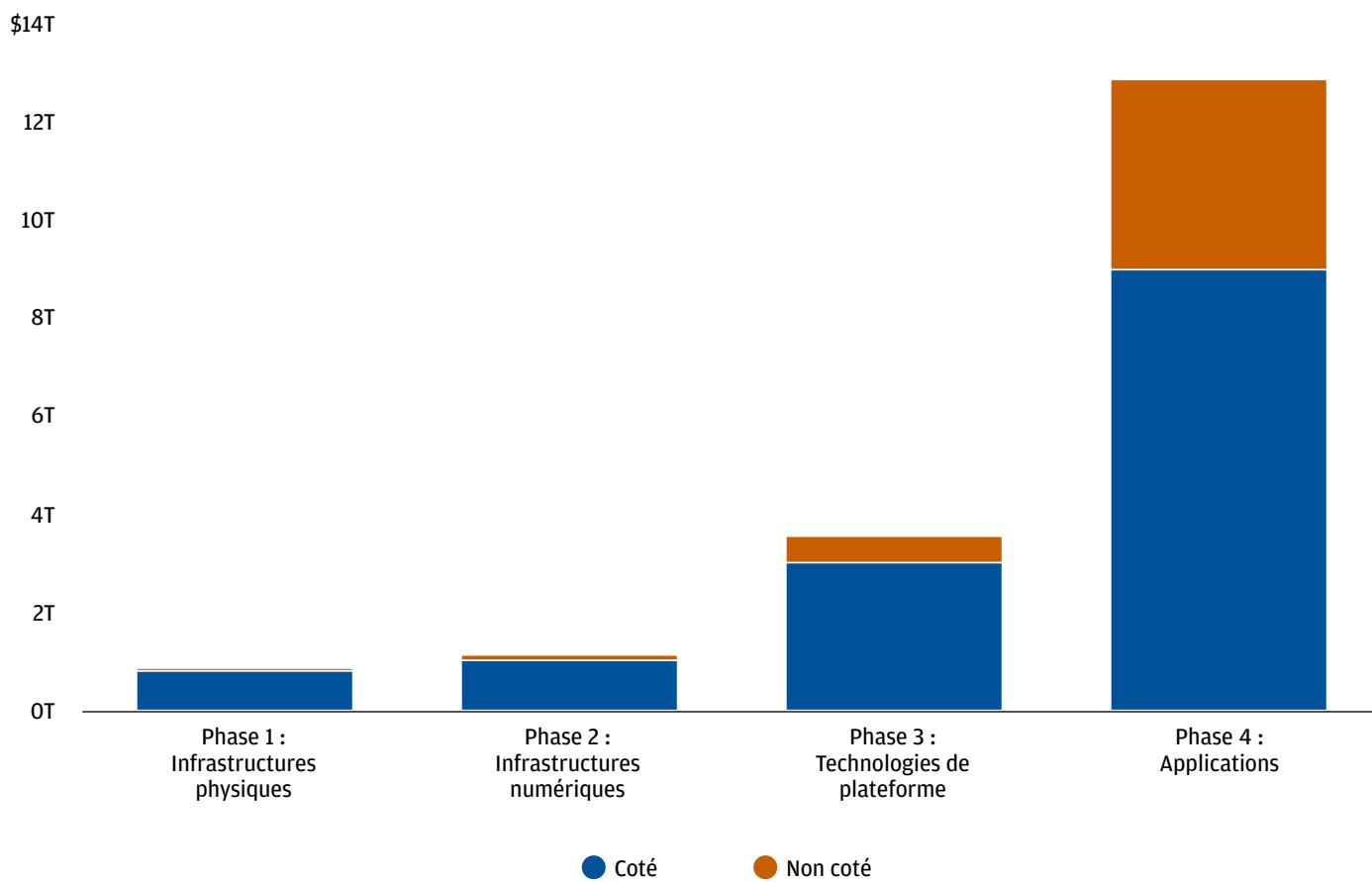
37 PitchBook.

38 Data Center Dynamics. *OpenAI plans to spend \$100bn on backup cloud servers over five years—report*. 19 septembre 2025 ; *The Information*. *OpenAI Says Its Business Will Burn \$115 Billion Through 2029*. Septembre 2025.

39 PitchBook. *Investors are plowing more money into AI startups than they have in any other hype cycle*. 29 septembre 2025.

DANS LE CYCLE INTERNET/CLOUD, LES MARCHÉS BOURSIERS ONT PROGRESSÉ LORS DES PREMIÈRES PHASES, TANDIS QUE LES MARCHÉS PRIVÉS ONT JOUÉ UN RÔLE PLUS IMPORTANT DANS LE SECTEUR DES APPLICATIONS

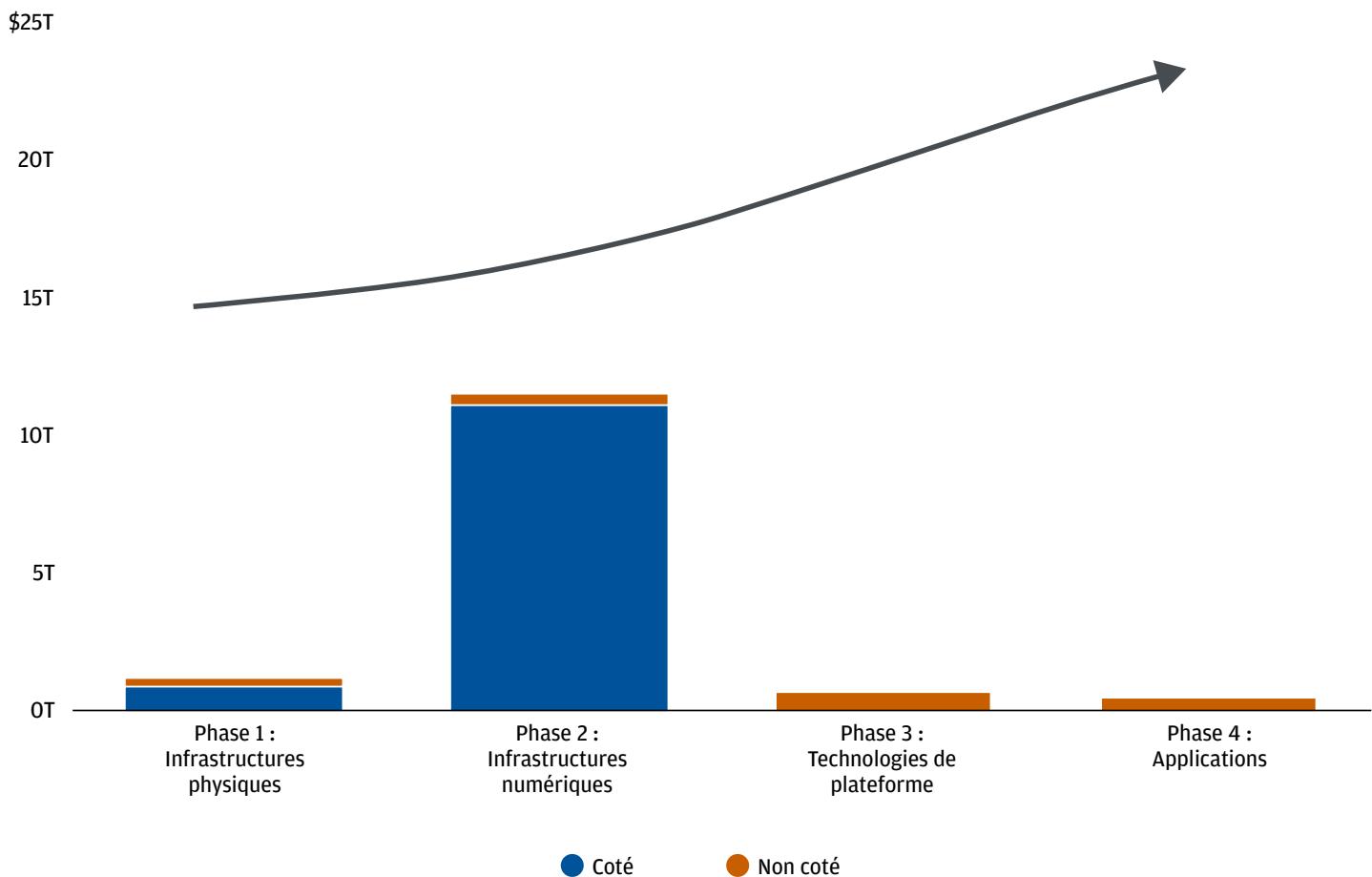
Création de valeur cumulée estimée, en milliers de milliards de dollars, 1995-2020



Sources : J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., Rapports des entreprises. Données en septembre 2025. Estimation de la création de valeur accumulée par les entreprises. Les infrastructures physiques désignent les actifs physiques essentiels (par exemple, les principaux opérateurs de télécommunications), les infrastructures numériques désignent le matériel/réseau de base (par exemple, les semi-conducteurs, les serveurs, les routeurs), les technologies de plateforme désignent les logiciels/services facilitateurs (par exemple, la recherche, les systèmes d'exploitation, le cloud), et les applications désignent les produits/services destinés aux utilisateurs finals (par exemple, le commerce en ligne, les réseaux sociaux, le streaming). Création de valeur estimée à partir des capitalisations boursières maximales des principales sociétés cotées en bourse à chaque étape du cycle internet/cloud. La répartition entre les marchés cotés et le hors-cote est obtenue en réalisant une estimation top-down basée sur la création de valeur des entreprises non cotées, estimée à partir des valorisations des principales sociétés, lorsqu'elles sont disponibles, et de prévisions combinées issues de rapports historiques. Exemples d'entreprises prises en compte : infrastructures physiques (AT&T, Level 3 Communications), infrastructures numériques (Cisco, Lucent Technologies), technologies de plateformes (Google, Oracle, Microsoft), applications (Apple, Facebook, Netflix). Ce graphique non exhaustif a pour objet d'illustrer la création de valeur au fil des phases.

**DANS LE CYCLE DE L'IA, LES ACTEURS DES INFRASTRUCTURES ONT PROGRESSÉ,
MAIS NOUS ENTRONS SELON NOUS DANS UNE PHASE OÙ LES PLATEFORMES ET
APPLICATIONS POURRAIENT PRENDRE LE RELAIS**

Création de valeur cumulée estimée, en milliers de milliards de dollars



Sources : J.P. Morgan Private Bank, Bloomberg Finance L.P., Rapports des entreprises. Données en septembre 2025. Estimation de la création de valeur accumulée par les entreprises. Les infrastructures physiques désignent les actifs physiques essentiels (par exemple, l'énergie, les centres de données), les infrastructures numériques désignent le matériel de base (par exemple, les semi-conducteurs), les technologies de plateforme désignent les logiciels/services habitants (par exemple, LLM, API) et les applications désignent les produits/services destinés à l'utilisateur final (par exemple, les copilotes IA, les logiciels compatibles IA). L'infrastructure physique est basée sur l'évolution de la capitalisation boursière des sociétés mondiales des services collectifs et des principales REIT de centres de données depuis le lancement de ChatGPT en novembre 2022. L'infrastructure numérique est basée sur l'évolution de la capitalisation boursière des semi-conducteurs mondiaux et des principaux hyperscalers (Amazon, Meta, Alphabet, Microsoft) depuis le lancement de ChatGPT en novembre 2022. La répartition entre les entreprises cotées et non cotées est obtenue à partir d'une estimation top-down basée sur la création de valeur des entreprises non cotées, lorsque les données sont disponibles. La plateforme technologique intègre les dernières valorisations publiées de grandes entreprises comme OpenAI, Anthropic et xAI. La couche applicative intègre les dernières valorisations publiées de grandes entreprises comme ByteDance, Revolut et Databricks. Ce graphique non exhaustif a pour objet d'illustrer la création de valeur au fil des phases.



Implications pour les investisseurs

Tous les ingrédients sont réunis pour qu'une bulle de marché se forme, mais à ce stade, nous estimons que la hausse des investissements liés à l'IA est justifiée et durable. Les dépenses d'investissement sont considérables et l'adoption s'accélère.

Nous continuons à rechercher des opportunités tout au long de la chaîne de valeur de l'IA, tant sur les marchés publics que privés. La gestion active sera essentielle pour éviter les modèles économiques voués à l'obsolescence. Au sein des portefeuilles que nous, le secteur des technologies de l'information a été régulièrement surpondéré ces dernières années. Aujourd'hui, notre exposition sectorielle est diversifiée à l'échelle mondiale, et nous continuons à identifier des opportunités prometteuses dans les semi-conducteurs, les hyperscalers et les bénéficiaires de l'IA.

Nous gardons également à l'esprit que les transformations technologiques ne suivent pas des trajectoires linéaires. Nous anticipons des difficultés aiguës sur le marché du travail dans les secteurs exposés, tels que le service client et le développement informatique, et nous nous attendons à ce que les modèles économiques existants soient mis sous pression par de nouveaux entrants. Il est également essentiel de comprendre l'exposition technologique actuelle de votre portefeuille : les secteurs technologiques et connexes représentent désormais près de la moitié de la capitalisation totale du S&P 500. Un rééquilibrage du portefeuille pourrait s'avérer nécessaire.

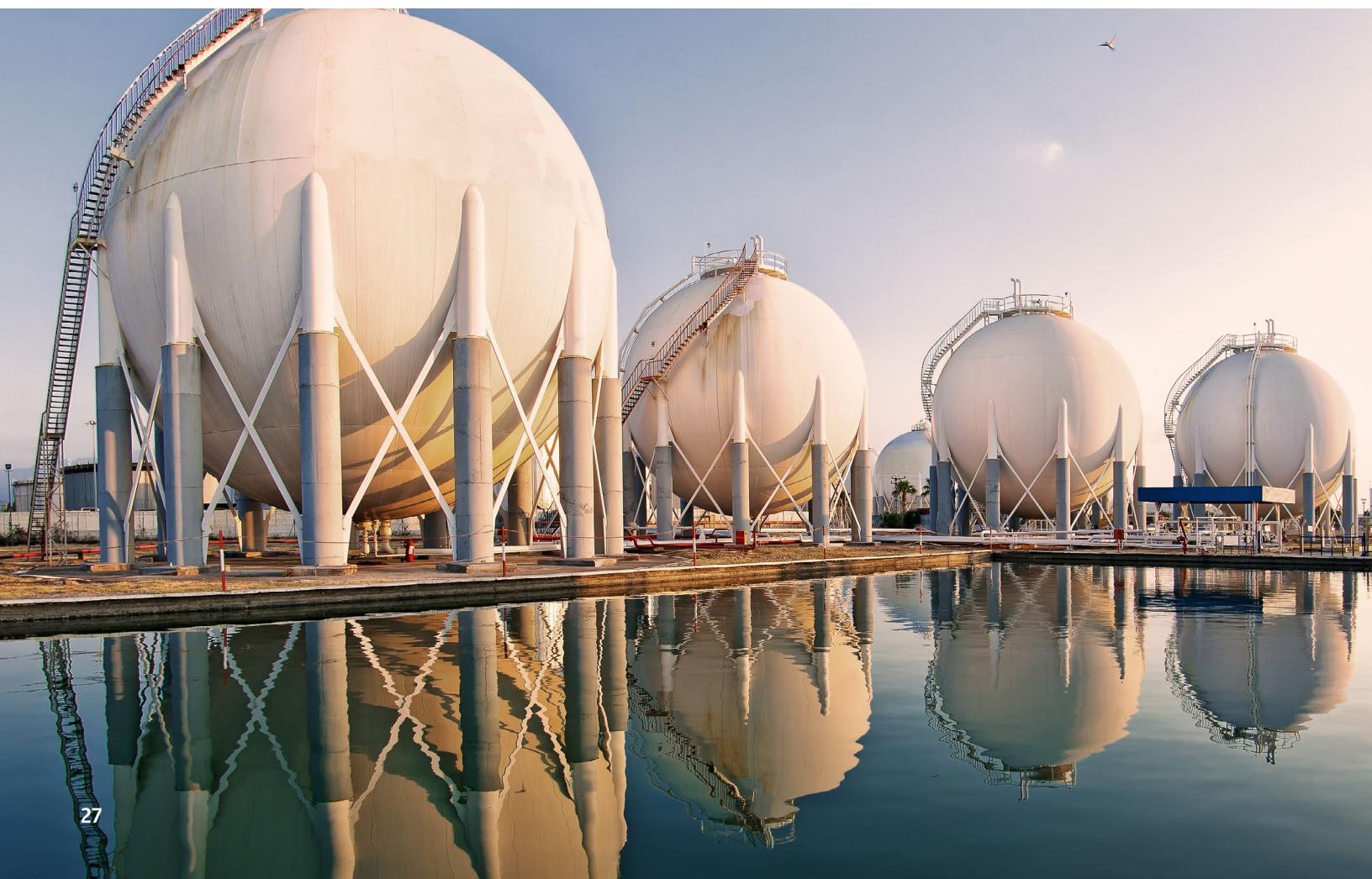
L'IA a déjà largement profité aux investisseurs, mais il convient désormais d'envisager une phase où l'exubérance s'accroît et où la disruption pourrait avoir des conséquences. L'objectif est de capter le potentiel de la révolution de l'IA tout en maîtrisant les risques liés à une surchauffe du marché.

Partie 2

Penser «fragmentation»,
et non pas
«mondialisation»



La deuxième force puissante qui façonne les marchés aujourd’hui—la fragmentation mondiale—met fin à une époque caractérisée par trois piliers interconnectés : le système du dollar post-Bretton Woods qui a standardisé la finance internationale ; le « dividende de la paix » issu de la fin de la guerre froide, qui a maintenu les risques sécuritaires et les dépenses de défense à des niveaux faibles (hors « guerre contre le terrorisme ») ; et la mondialisation, qui a optimisé les chaînes d’approvisionnement en fonction des coûts, au détriment de la résilience des économies individuelles.



La fragmentation mondiale a des répercussions sur le commerce, la sécurité et les devises. Il s'agit d'un changement de régime majeur pour les marchés, et il sera crucial pour les investisseurs d'en évaluer l'impact potentiel.

En lieu et place de la mondialisation et de la paix, les investisseurs d'aujourd'hui sont confrontés à la guerre en Europe, aux droits de douane, aux contrôles technologiques et à la formation de blocs. À mesure que ces blocs se fragmentent et se reconfigurent, la diversification des devises et des réserves deviendra un enjeu central. Nous observons que, bien que le dollar américain demeure la principale monnaie de réserve – et qu'il devrait, selon nous, conserver ce statut dans un avenir prévisible – les investisseurs pourraient continuer à réduire marginalement leurs positions en USD afin de diversifier leur exposition aux devises.

Le dollar américain sera probablement soumis à des tests plus fréquents de la part d'adversaires stratégiques, de méthodes de paiement alternatives et de participants au marché souhaitant régler les transactions de matières premières dans d'autres devises. Les investisseurs devraient rechercher des opportunités là où le commerce (y compris les chaînes d'approvisionnement), la sécurité et l'énergie convergent.



Commerce : un retour vers le *nearshoring* ?

Commençons par le commerce. De 1970 à 2009, la part du commerce mondial dans le PIB a triplé, passant de 20 % à 60 %, tandis que les investissements directs étrangers ont explosé. Cela a eu des effets profonds sur les marchés et l'économie mondiaux : baisse de l'inflation, élargissement des marges bénéficiaires et perte d'emplois manufacturiers dans les économies développées. Cependant, la part du commerce mondial dans le PIB stagne depuis 2009. Et aujourd'hui, l'administration Trump a instauré les taux de droits de douane les plus contraignants depuis un siècle.

Actuellement, les droits de douane touchent près de 70 % de la valeur des importations américaines de biens,⁴⁰ et le taux effectif de droits de douane approche les 15 %-20 %.⁴¹ Nous pensons que les droits de douane (sous une forme ou une autre) sont là pour durer, même si la Cour suprême des États-Unis juge inconstitutionnels ceux imposés via l'IEEPA.

40 Tax Foundation. *Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War*. 27 octobre 2025.

41 The Yale Budget Lab. *State of U.S. Tariffs*. 30 octobre 2025.

PENSER « FRAGMENTATION », ET NON PAS « MONDIALISATION »

L'impact économique et financier des droits de douane pourrait s'avérer bien plus gérable que ce que les investisseurs redoutaient en avril. L'inflation est restée relativement contenue, tandis que la consommation des ménages et les bénéfices des entreprises ont fait preuve de résilience. Mais, à bien des égards, les droits de douane et les accords transfrontaliers qui en découlent mettent en lumière ou accélèrent des évolutions du commerce international déjà amorcées. Les États-Unis et la Chine poursuivent leur découplage, et les entreprises reconfigurent davantage leurs chaînes d'approvisionnement, privilégiant la sécurité à l'efficacité.

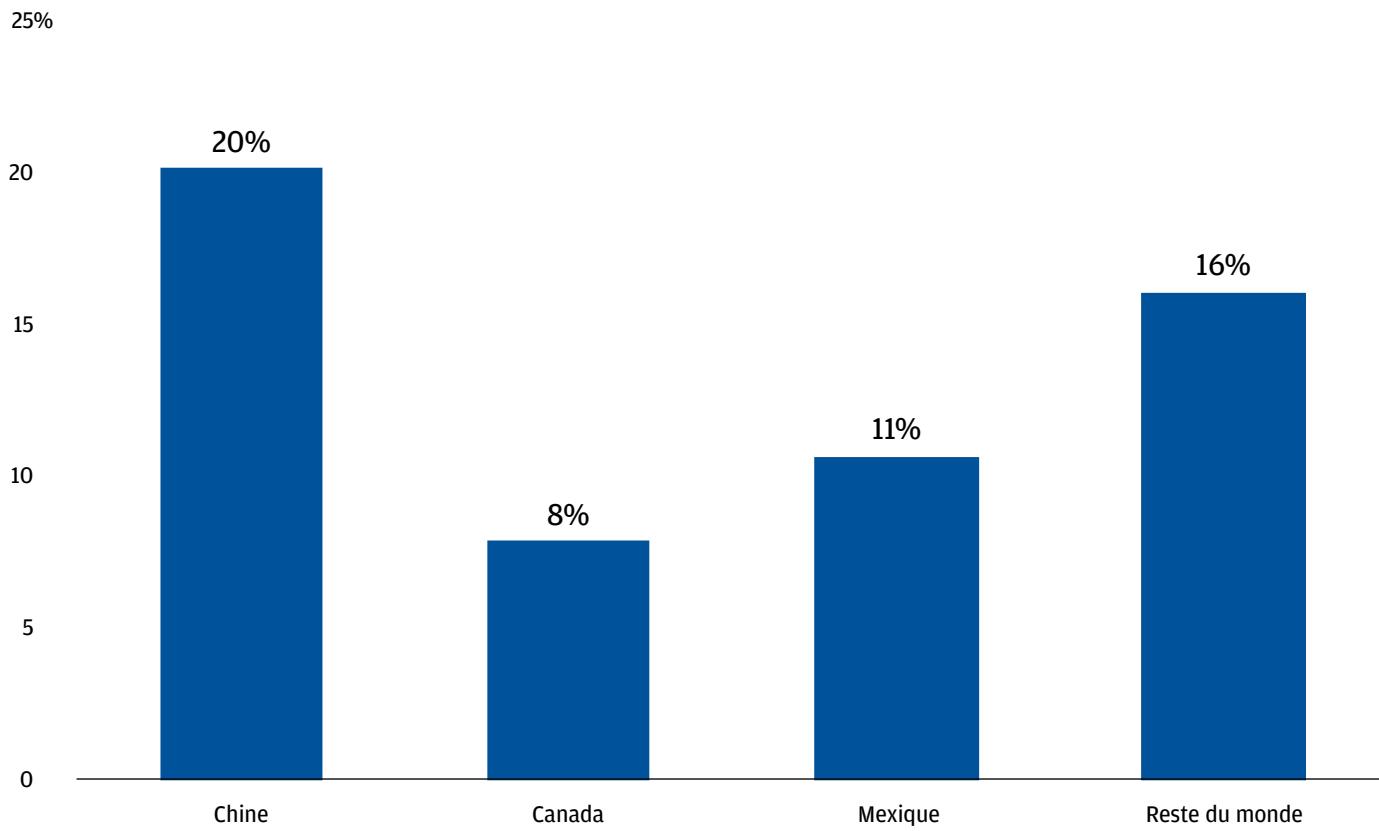
Le découplage entre les États-Unis et la Chine a véritablement débuté en 2018, lors du premier mandat du président Trump.

La part des importations américaines en provenance de Chine s'est effondrée, passant de 22% en 2017 à seulement 12% aujourd'hui, bien que les transbordements puissent sous-estimer la part réelle des biens d'origine chinoise. De même, la part de la Chine dans les avoirs en bons du Trésor américain a chuté de 14 % à leur sommet en 2010 à environ 6 % aujourd'hui. Rien que cette année, le taux effectif des droits de douane sur les importations chinoises a augmenté de 20 %.

À mesure que la politique commerciale américaine se clarifie, le corridor commercial nord-américain suscite un regain d'intérêt. La hausse des taux de droits de douane sur les biens mexicains et canadiens est nettement inférieure à celle imposée à d'autres pays, en particulier la Chine.

IL SEMBLERAIT QUE LA MAISON BLANCHE SOIT EN TRAIN DE CONSTITUER UNE ALLIANCE COMMERCIALE NORD-AMÉRICAINE

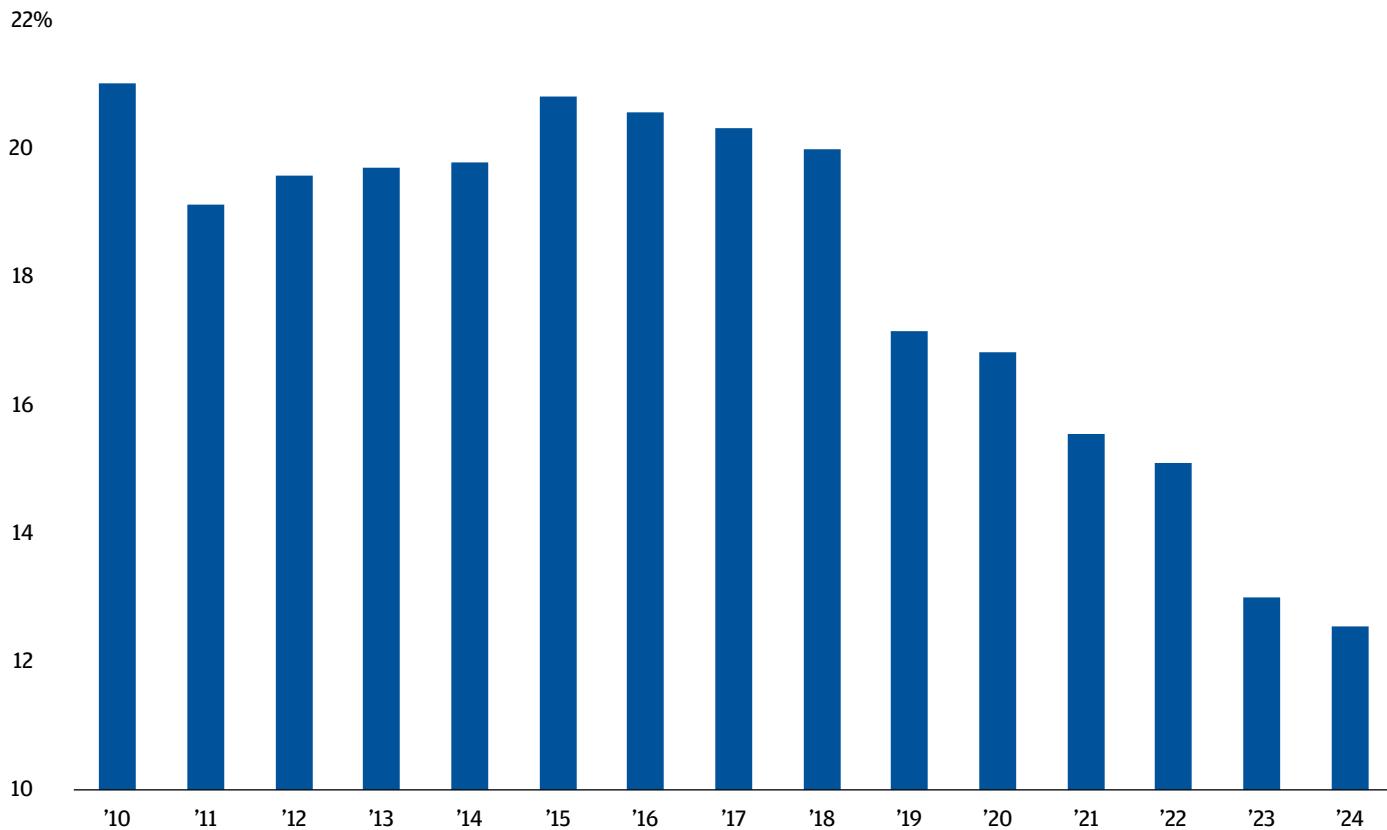
Variation des tarifs douaniers effectifs en 2025, %



Source : analyse du Budget Lab de Yale. Données au 30 octobre 2025.

LE DÉCOUPLAGE ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE EST UNE RÉALITÉ DEPUIS 2018

Importations américaines en provenance de Chine rapportées aux exportations totales de la Chine



Sources : Fonds monétaire international, Haver Analytics. Données au 31 décembre 2024.

Aujourd’hui, les biens conformes à l’Accord États-Unis-Mexique-Canada (AEUMC) de 2018 sont exemptés de droits de douane (même s’il reste à déterminer si cette exemption sera affectée par la menace récente d’une surtaxe additionnelle de 10 % sur les exportations canadiennes). L’administration Trump utilise d’autres menaces tarifaires comme levier pour inciter le Mexique et le Canada à combler les failles liées au transbordement. D’ailleurs, le Mexique a récemment annoncé l’instauration d’un droit de douane de 50 % sur les automobiles chinoises. Le Canada applique déjà une surtaxe de 100 % sur les véhicules électriques chinois et une surtaxe de 25 % sur l’acier et l’aluminium chinois. À mesure que le processus de révision de l’AEUMC en 2026 se transforme en véritable renégociation, des changements tels que le durcissement des règles d’origine pour les matériaux stratégiques devraient permettre d’intégrer des secteurs clés, comme les batteries, dans la sphère AEUMC.

Le port de Laredo, à la frontière entre le Texas et le Mexique, est le plus actif des États-Unis. Il a traité 340 milliards de dollars d’échanges en 2024,⁴² et ce volume devrait croître au fil du temps. Malgré une rhétorique parfois belliqueuse de l’administration Trump à l’égard du Mexique et du Canada, nous pensons que les États-Unis privilégieront ces relations commerciales et trouveront un terrain d’entente avec leurs deux partenaires. À cet égard, le Canada a annoncé en août la suppression de la plupart des droits de douane de représailles sur les importations américaines. Le Canada cherchera probablement à mettre à profit ses atouts énergétiques et ses ressources naturelles pour conclure un accord commercial avantageux avec les États-Unis. Le Mexique, grâce à sa compétitivité en matière de coûts et à sa proximité avec le marché américain, pourrait devenir une destination de choix pour les investissements étrangers.

⁴² Port Laredo. *Tracking Trade, Driving Growth*. 31 décembre 2024.



Dans les négociations commerciales entre les États-Unis, l'Europe et le Japon, nous anticipons une coopération là où les intérêts convergent, et une concurrence là où les impératifs stratégiques l'emportent. Par exemple, les États-Unis, les Pays-Bas et le Japon collaborent pour restreindre l'exportation d'équipements avancés de fabrication de semi-conducteurs vers la Chine, tandis que les États-Unis demeurent un fournisseur clé de gaz naturel liquéfié pour l'Europe et le Japon.

À l'inverse, les États-Unis imposent un droit de douane de base, situé dans la tranche médiane, sur les importations européennes et japonaises, ainsi qu'un tarif de 15 % sur le secteur automobile, jugé critique. La concurrence devrait dominer les débats commerciaux dans les secteurs des semi-conducteurs, des batteries et des véhicules. Comme l'a souligné Mario Draghi, ancien président de la Banque centrale européenne, dans une étude largement commentée sur la compétitivité, l'écart de prix de l'énergie entre l'Europe et les États-Unis constitue une faiblesse majeure pour l'économie européenne, que les États-Unis exploitent comme levier dans les négociations commerciales.

L'administration Trump espère utiliser les droits de douane pour stimuler la production nationale de biens stratégiques. Dans ce contexte, elle a menacé d'imposer une surtaxe de 100 % sur les semi-conducteurs, à moins que les entreprises ne s'engagent à construire ou à étendre leurs capacités de production aux États-Unis (comme l'ont fait TSMC en Arizona et Samsung au Texas, pour ne citer que deux exemples). Parallèlement, Panasonic (au Kansas), Hitachi (en Virginie) et Siemens (en Caroline du Nord), parmi d'autres, augmentent leur production américaine de batteries et d'équipements pour le réseau électrique.

Un accord récent et très médiatisé a mis en lumière les efforts américains pour réduire la dépendance aux chaînes d'approvisionnement transfrontalières de semi-conducteurs : en août, le gouvernement américain a pris une participation de 10 % dans le fabricant américain de semi-conducteurs Intel, en difficulté. La décision ultérieure de Nvidia d'acquérir une part du capital d'Intel a renforcé l'importance des fonderies nationales. Toutefois, la relance de la production manufacturière américaine reste, pour l'instant, un objectif à atteindre. Au cours des derniers trimestres, la production industrielle a été faible, avec des pertes nettes d'emplois manufacturiers chaque mois depuis quatre mois.

À mesure que les entreprises et les pays privilégient la sécurité et la fiabilité de leurs approvisionnements, au détriment de l'efficacité et du coût, nous nous attendons à une multiplication des annonces de relocalisation et de proximité de la production de semi-conducteurs, d'automobiles, d'équipements électriques et de défense en Amérique du Nord. Il est également probable que les gouvernements prennent davantage de participations dans des secteurs stratégiques, et il ne serait pas surprenant que des pays hors États-Unis instaurent de nouveaux droits de douane pour rééquilibrer la concurrence face aux fabricants chinois.

Ce changement de politique commerciale devrait établir un plancher plus élevé pour l'inflation, les biens intégrant désormais une prime liée à la fiabilité et à la sécurité. Autrement dit, ce qui semblait autrefois un compromis inefficace est désormais un choix politique assumé : l'efficacité cède la place à la résilience.

Chine : influence extérieure, innovation interne



Abordons maintenant le cas de la Chine. La deuxième économie mondiale se trouve au cœur de nombreux bouleversements des politiques commerciales internationales.

Le gouvernement chinois intensifie ses efforts pour accroître l'influence géopolitique et économique du pays. Pékin a renforcé ses liens diplomatiques et militaires avec la Russie et la Corée du Nord, et cherche de plus en plus à renouer des relations économiques avec son grand rival historique, l'Inde (qui subit encore les effets des droits de douane américains particulièrement sévères).

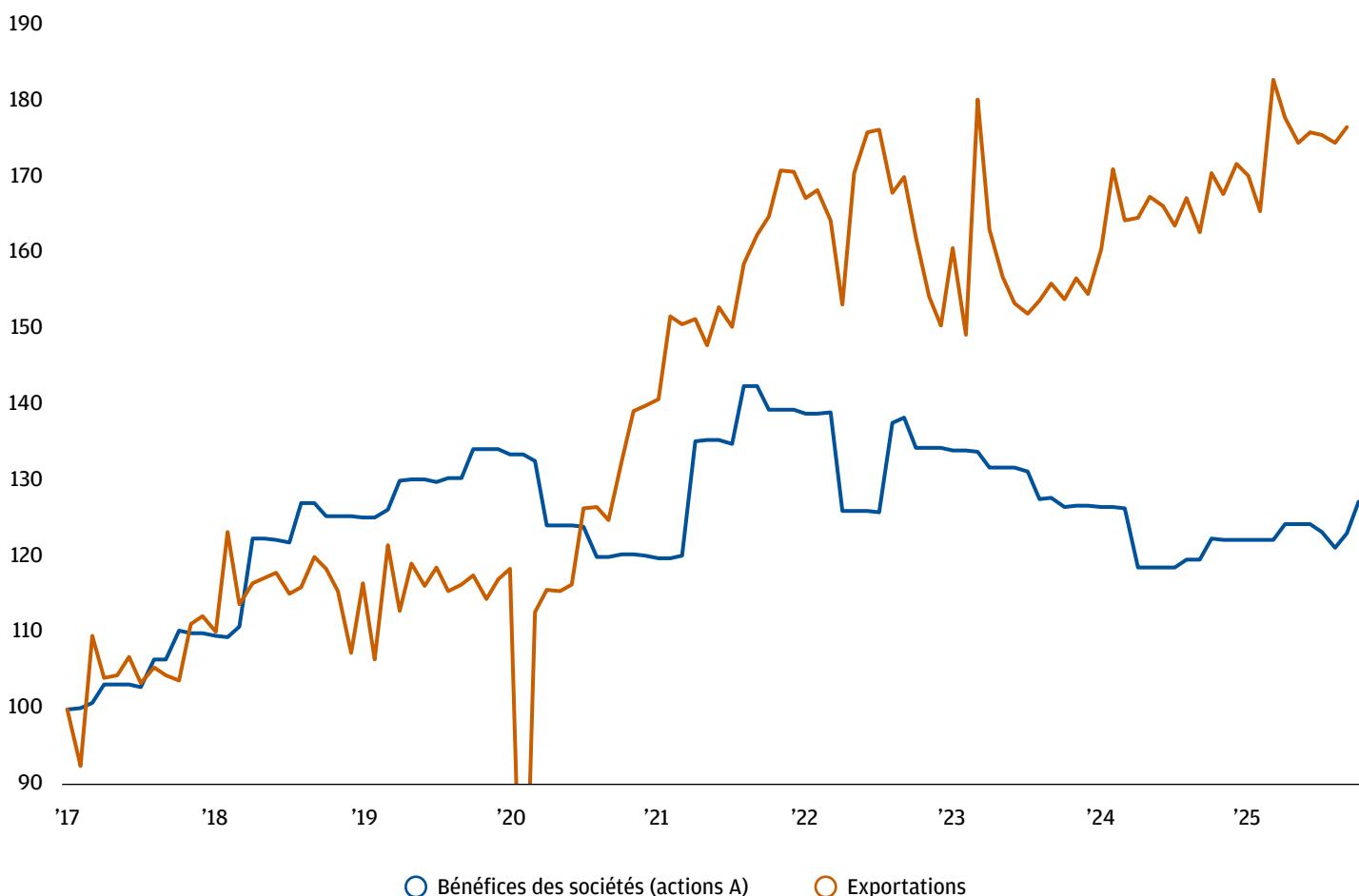
La Chine semble vouloir façonner un bloc commercial du « Sud global », qui excluait clairement les États-Unis et l'Europe. L'argent, les pièces détachées et l'influence économique chinoise sont présents dans les ports du Pérou, les chemins de fer d'Éthiopie et les mines de cobalt de la République démocratique du Congo. En 2025, les BRICS ont accueilli l'Égypte, l'Iran, l'Éthiopie, les Émirats arabes unis et l'Indonésie, portant à onze le nombre de pays dans ce bloc d'économies émergentes. Alors que la Chine étend son influence mondiale, les investissements directs étrangers (IDE) vers la Chine sont devenus négatifs pour la première fois depuis des décennies.

Il est trop tôt pour mesurer l'impact à long terme de la fragmentation mondiale, mais certains gagnants et perdants commencent à émerger.

Les évolutions du commerce international apportent quelques indications. L'excédent commercial chinois a atteint des niveaux record, même si les exportations vers les États-Unis ont diminué. Cette tendance souligne la dépendance persistante de la Chine à l'égard de l'exportation de sa capacité industrielle excédentaire pour compenser la faiblesse de la croissance intérieure. En 2023, l'Asie du Sud-Est est devenue le premier marché d'exportation de la Chine, devant les États-Unis et l'Europe.⁴³ Cela dit, les bénéfices des entreprises n'ont pas suivi la hausse des exportations.

LA PUISSANCE EXPORTATRICE DE LA CHINE NE S'EST PAS TRADUITE PAR UNE HAUSSE DES BÉNÉFICES POUR LES ENTREPRISES

Indice 100 = janvier 2017



Sources : Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset Management, Administration générale chinoise des douanes, Haver Analytics, Bloomberg Finance L.P. Données au 31 octobre 2025.

Si la logique voudrait que la réorientation des échanges profite aux économies d'Asie du Sud-Est via l'IDE, l'emploi et le transfert de technologies, la réalité est plus nuancée. Au cours des trois dernières années, plus de 300 procédures antidumping ont été engagées contre la Chine, soit trois fois plus qu'il y a dix ans.⁴⁴ Le dumping – lorsqu'un producteur exporte à des prix artificiellement bas – peut fragiliser les producteurs locaux et accroître le chômage, un phénomène qui affecte l'industrie américaine depuis des décennies.

L'IDE, bien qu'en général bienvenu, peut avoir un impact économique limité si la majorité des intrants en main-d'œuvre et en capital proviennent de Chine, ce qui restreint la demande pour les ressources locales et freine la diffusion des compétences technologiques.

Du point de vue de l'investisseur, la conclusion essentielle est la suivante : le pivot de la Chine vers d'autres partenaires commerciaux hors États-Unis n'est pas nécessairement un signal haussier pour l'ensemble des marchés émergents. Nous privilégions les marchés actions des pays où des moteurs séculaires indépendants soutiennent une forte croissance des bénéfices. Nous estimons que le marché actions indien est particulièrement attractif, soutenu par une politique monétaire et budgétaire favorable et une reprise de la consommation intérieure. Taïwan pourrait bénéficier d'une amélioration cyclique de la demande de semi-conducteurs, portée par la demande structurelle liée à l'IA.

Nous recherchons des opportunités sur les marchés publics et privés à travers l'Asie. Les marchés privés sont particulièrement intéressants, ayant surperformé leurs indices publics au cours de la dernière décennie et offrant une exposition différenciée aux opportunités en Inde et au Japon.

Quant à la Chine elle-même, son secteur technologique est crucial. Le durcissement des contrôles américains à l'exportation a accéléré le développement des capacités nationales, même si la Chine reste en retard en matière

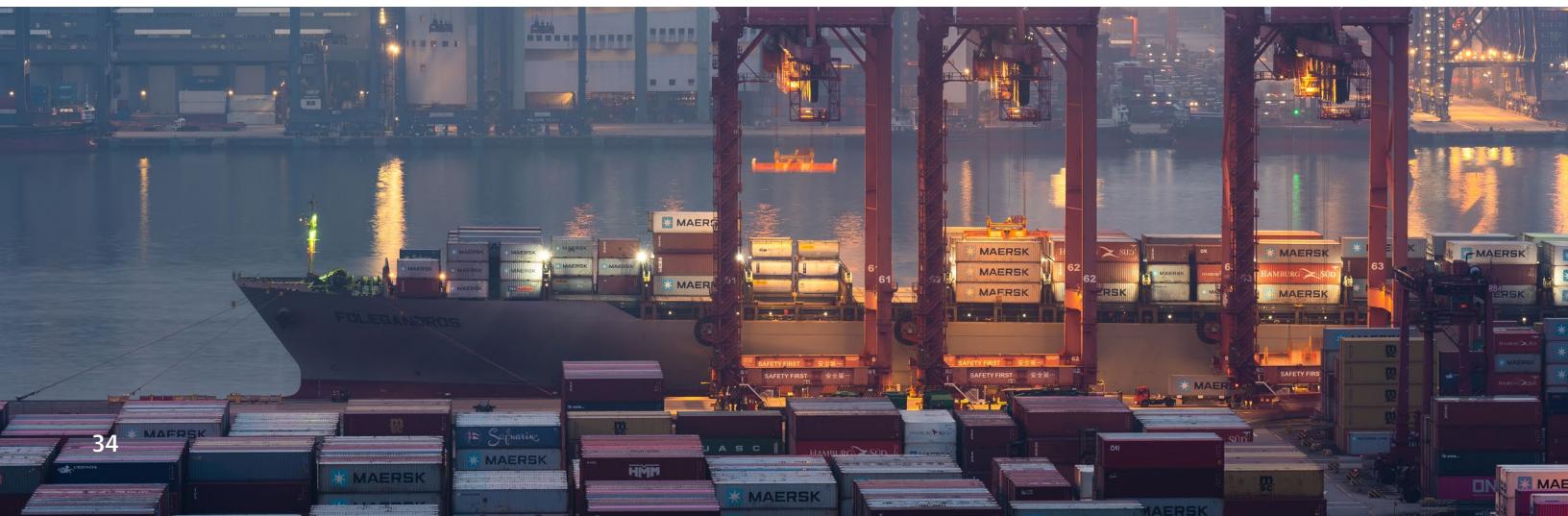
d'autosuffisance dans les semi-conducteurs haut de gamme. Toutefois, des entreprises innovantes tirent parti de modèles d'IA efficaces, de plateformes grand public populaires et d'une position de leader dans le matériel de véhicules électriques pour générer des rendements solides et préparer la croissance future. La récente décision des autorités chinoises d'interdire les puces Nvidia conformes à l'exportation peut être interprétée comme le signe que les puces nationales sont désormais « suffisamment performantes » pour entraîner et exploiter des modèles LLM comparables à ceux des concurrents américains, même si elles consomment beaucoup plus d'énergie.

En effet, l'indice technologique chinois a surperformé le Nasdaq 100 américain d'environ cinq points de pourcentage sur l'année écoulée. Malgré cette progression récente, les marchés actions chinois sont à peine à l'équilibre sur cinq ans, la croissance du PIB ne s'étant que partiellement traduite en bénéfices d'entreprise. À l'avenir, cependant, les investisseurs auront accès à un univers d'opportunités en mutation.

Depuis 2024, l'économie numérique chinoise génère des revenus supérieurs à ceux des secteurs de l'immobilier et de la construction réunis, et nous pensons que son influence ne fera que croître. L'« ancienne » économie intérieure souffre encore d'une demande atone, de la faiblesse du secteur immobilier et de la construction, et de la désinflation. La thèse d'investissement actuelle sur la Chine – axée sur l'efficacité, l'innovation et la compétitivité mondiale – reste étroite dans son champ d'application, mais profonde dans son potentiel. Les gagnants de la côte chinoise seront à portée de main.

43 Asia Society Policy Institute. ASEAN Caught Between China's Export Surge and Global De-Risking. 17 février 2025.

44 Organisation mondiale du commerce. 2024.



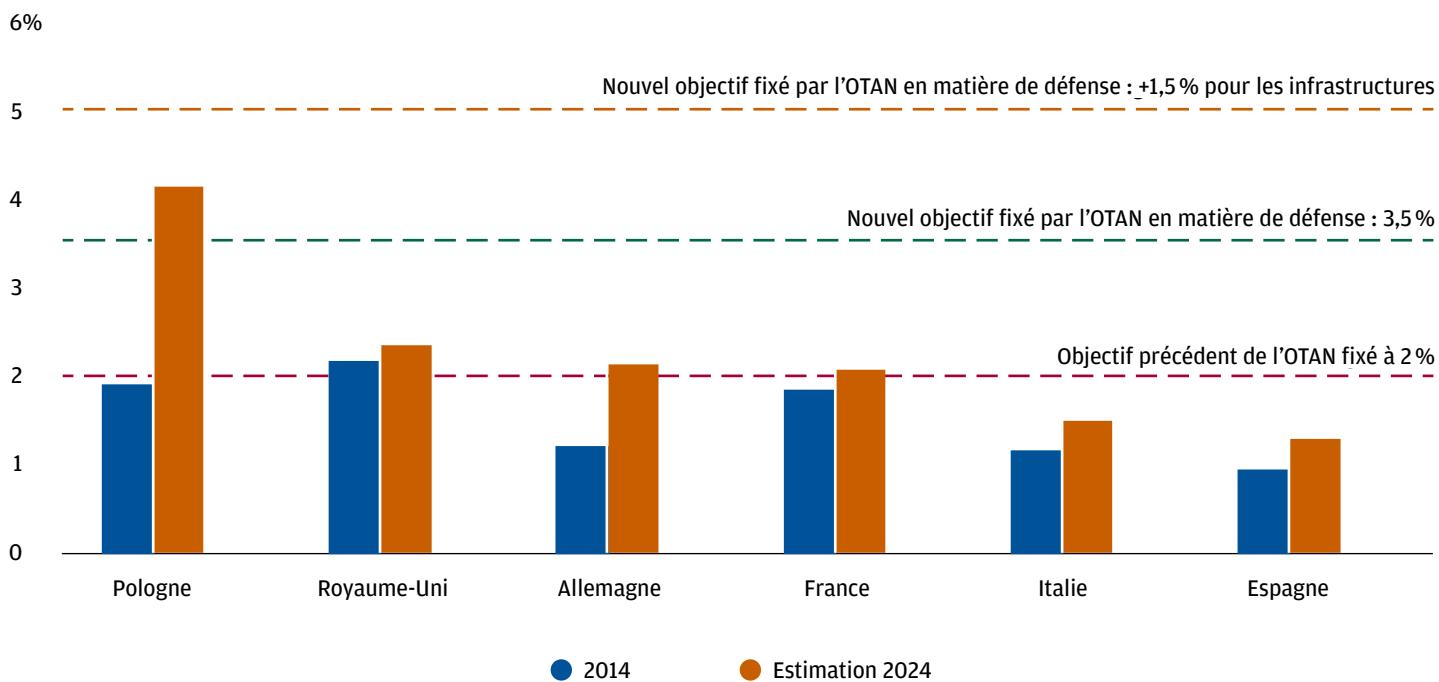
Défense européenne : du « dividende de la paix » aux « dépenses de conflit »

Après l'effondrement de l'Union soviétique, le monde développé a bénéficié de ce que l'on a largement appelé le « dividende de la paix ». Entre 1992 et 2022, la production européenne de chars (-77 %), d'avions de chasse (-57 %), de navires (-39 %) et de sous-marins (-47 %) a chuté.⁴⁵ Des technologies telles qu'Internet et le GPS sont passées de l'usage militaire à l'usage commercial. L'Europe centrale et orientale a attiré d'importants flux d'IDE, tandis que les chaînes d'approvisionnement mondiales et les marchés de capitaux se sont approfondis.

Mais la décennie 2020 est marquée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et le retour en force d'un régime de sécurité axé sur la défense traditionnelle, la cybersécurité, les ressources naturelles et l'approvisionnement énergétique.

LES PAYS EUROPÉENS AUGMENTENT LEURS BUDGETS DE DÉFENSE APRÈS DE NOMBREUSES ANNÉES DE DÉPENSES INFÉRIEURES AUX OBJECTIFS DE L'OTAN

Dépenses consacrées à la défense en % du PIB



Source : OTAN. Données en juin 2024 et juin 2025.

Partout en Europe, la politique évolue. Nulle part le changement n'est aussi spectaculaire qu'en Allemagne. Rompant nettement avec son passé d'après-guerre, le gouvernement allemand a annoncé un vaste plan de relance budgétaire. L'OTAN a fixé de nouveaux objectifs élevés en matière de dépenses de défense (environ 3,5 % du PIB des pays membres), auxquels s'ajoutent près de 1,5 % du PIB consacrés aux infrastructures liées à la défense. La Maison Blanche, de son côté, demande un budget de la défense de 1 000 milliards de dollars en 2026, soulignant que l'élan de réarmement n'est pas seulement européen.

L'Europe se concentre sur la relocalisation de la production et la reconstruction de sa profondeur industrielle. La Stratégie industrielle de défense européenne fixe des objectifs d'approvisionnement à hauteur de 50 % auprès de la Base technologique et industrielle de défense européenne (EDTIB) d'ici 2030, puis 60 % d'ici 2035.⁴⁶ Les industriels augmentent déjà leurs capacités. Rheinmetall a ouvert une nouvelle usine de munitions en Allemagne et lancé la construction d'une autre en Lituanie. Leonardo a créé une coentreprise avec Baykar pour des systèmes d'armes avancés sans pilote.

Ces initiatives ont fait grimper les attentes des investisseurs : un panier de sociétés européennes de défense a vu ses bénéfices croître à un taux de croissance annuel composé (TCAC) d'environ 7 % entre 2019 et 2024.⁴⁷ Wall Street anticipe près de 20 % de croissance d'ici la fin de la décennie.

Les industriels européens profitent également de la digitalisation rapide et de l'adoption de l'IA, notamment grâce à l'accélération des investissements dans les centres de données. Cette dynamique stimule la demande en biens d'équipement, en matériel électrique et en solutions énergétiques – des domaines où les entreprises européennes sont leaders.

Comme mentionné précédemment, l'Allemagne se distingue comme marché clé en Europe. Son vaste plan de dépenses d'infrastructure promet d'être stimulant pour l'Allemagne et la région dans son ensemble. Bien que la mise en œuvre soit lente, ces mesures devraient à terme soutenir la croissance et les bénéfices des entreprises allemandes, récompensant les investisseurs patients.

Enfin, les marchés privés européens offrent un univers d'opportunités souvent négligé par les investisseurs internationaux. Fait remarquable, 97 % des entreprises européennes réalisant plus de 100 millions d'euros de chiffre d'affaires sont privées⁴⁸ – contre 87 % aux États-Unis⁴⁹ – ce qui souligne le rôle dominant des entreprises privées dans la région.

Les secteurs fragmentés sont mûrs pour la consolidation. Toutefois, le capital-investissement se concentre principalement sur la technologie et les télécommunications, qui ne représentent qu'environ 10 % des indices publics.

Il est à noter que les stratégies de capital-investissement européennes ont généré des rendements comparables à leurs homologues américaines, tout en offrant davantage d'alpha par rapport aux marchés publics locaux et un profil risque-rendement attractif.

De plus, les valeurs immobilières européennes se négocient actuellement 20 % à 40 % en dessous de leur pic,⁵⁰ offrant des points d'entrée décotés et un potentiel de gains supplémentaires en cas de reprise. Le secteur logistique de la région présente également un fort potentiel de croissance. Le taux de pénétration du commerce électronique y est bien inférieur à celui des États-Unis, ce qui laisse une marge importante pour l'expansion et l'innovation.



45 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank ; McKinsey et Co. ; Bilan militaire 1992/2022. Décembre 2022.

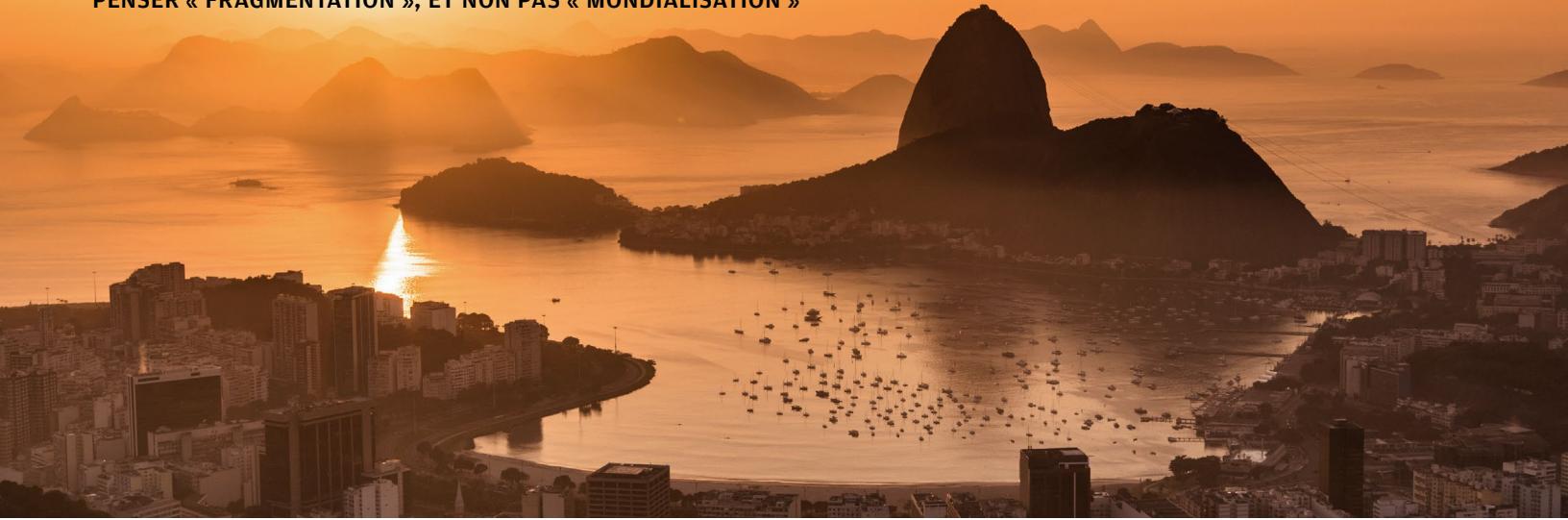
46 Service de recherche du Parlement européen. Stratégie industrielle de défense européenne. 2024.

47 J.P. Morgan Corporate & Investment Bank. 2025.

48 Apollo Academy. *Many More Private Firms in Europe*. 28 avril 2024.

49 Apollo Academy. *Many More Private Firms in the US*. 20 avril 2024.

50 KKR. *A Bright Outlook for European Real Estate*. Mai 2024.



Amérique du Sud : l'exportateur de ce dont le monde a besoin

Dans un contexte de fragmentation et de compétition pour les ressources, l'Amérique du Sud occupe une place centrale. Elle détient nombre des intrants essentiels dont l'économie mondiale – et en particulier la révolution de l'IA – dépend.

À mesure que les chaînes d'approvisionnement mondiales se diversifient et que les enjeux de sécurité redéfinissent les relations commerciales, l'Amérique du Sud commerce à la fois avec les États-Unis et la Chine – ce qui n'est pas une mince affaire. La plupart des pays sud-américains affichent un déficit commercial avec les États-Unis, tandis que la Chine est devenue le principal partenaire commercial de nombreux pays de la région. Au cours des vingt dernières années, les investissements chinois ont progressivement supplanté les IDE américains, et une décennie de virage vers des gouvernements de gauche a rapproché idéologiquement l'Amérique du Sud de la Chine et éloigné de Washington.

Au-delà des considérations idéologiques, l'Amérique du Sud possède les ressources critiques dont l'économie mondiale a besoin. La région représente 40 % de la production mondiale de cuivre et 38 % des réserves mondiales. Le Chili à lui seul produit 27%⁵¹ du cuivre mondial. Le Pérou détient les plus grandes réserves d'argent au monde, tandis que le Mexique est le premier producteur mondial d'argent. Pour le lithium, le Chili et l'Argentine occupent respectivement les première et troisième places mondiales en termes de réserves exploitables.⁵²

La formation de schiste Vaca Muerta en Argentine suscite un regain d'intérêt de la part des grandes compagnies énergétiques internationales, notamment alors que les États-Unis cherchent à diversifier leurs chaînes d'approvisionnement énergétique.

Le Venezuela détient les plus grandes réserves prouvées de pétrole au monde.⁵³ Si le Brésil dispose de réserves plus modestes, il est le principal producteur de pétrole d'Amérique latine,⁵⁴ ainsi que le deuxième producteur et exportateur mondial de minerai de fer.⁵⁵ Le Brésil est également un exportateur clé de produits agricoles tels que le soja, le café, le sucre et le bœuf, ainsi que de minéraux stratégiques comme l'aluminium, le nickel et le manganèse.⁵⁶

Cette abondance de ressources est particulièrement cruciale alors que la révolution de l'IA accélère la demande en énergie et en semi-conducteurs, augmentant les besoins en minéraux critiques, tandis que les gouvernements du monde entier se concentrent sur la sécurité alimentaire à long terme.

51 Agence internationale de l'énergie. *Latin America's opportunity in critical minerals for the clean energy transition*. 7 avril 2023.

52 Département de l'Intérieur des États-Unis. *Mineral Commodity Summaries 2025*. Mars 2025.

53 Agence d'information sur l'énergie des États-Unis (EIA). Note d'analyse pays : Venezuela. 8 février 2024.

54 Agence d'information sur l'énergie des États-Unis (EIA). *What countries are the top producers and consumers of oil?* 2023.

55 Institut d'études géologiques des États-Unis. *Mineral Commodity Summaries 2022*.

56 Département américain du Commerce. *Brésil*. 7 janvier 2025.

Les matières premières, l'énergie et la production agricole de l'Amérique du Sud sont indispensables tant aux États-Unis qu'à la Chine :

- ❖ Les producteurs de lithium, de cuivre et d'argent devraient bénéficier de la transition mondiale vers l'électrification et de la demande liée à l'IA pour les semi-conducteurs. Les investissements récents de sociétés américaines et chinoises dans le secteur du lithium argentin s'inscrivent dans la course à la sécurisation des approvisionnements.
- ❖ Avec l'accélération du *nearshoring*, la demande pour des ports, des chemins de fer et des autoroutes modernes explose. L'élargissement du canal de Panama et la modernisation des ports du nord du Brésil facilitent de nouvelles routes commerciales entre les Amériques et l'Asie. Les investissements dans la logistique et les infrastructures portuaires ouvrent de nouvelles capacités d'exportation, à l'image des 3,5 milliards de dollars investis par la Chine dans le port de Chancay au Pérou.
- ❖ Le leadership du Brésil dans l'hydroélectricité et l'énergie éolienne, ainsi que le potentiel solaire du Chili, font de la région un pôle d'investissement pour les infrastructures vertes. En 2024, la capacité éolienne installée au Brésil a dépassé 30 GW,⁵⁷ et le Chili a produit 9,4 % de son énergie primaire à partir du solaire en 2023, soit la part la plus élevée au monde.⁵⁸

À mesure que le paysage politique sud-américain évolue et que ses ressources deviennent plus indispensables, la région offre de nouvelles perspectives d'investissement et de partenariat. Les investisseurs mondiaux prêts à s'engager dans la complexité d'un ordre mondial fragmenté doivent également noter que les actions latino-américaines se négocient actuellement à un ratio cours/bénéfices prospectif de 10x, soit au 30e percentile par rapport à leur propre historique. À l'inverse, les multiples des actions des pays développés et de l'Asie émergente se situent dans leur 90e percentile.

L'Amérique du Sud pourrait offrir à la fois une couverture contre le risque géopolitique et une source de croissance économique à long terme, à une valorisation inférieure à la plupart des autres options mondiales en actions.

⁵⁷ Agence pour le commerce international (ITA). *Brazil Country Commercial Guide: Power Generation, Transmission and Distribution Infrastructure*. 21 août 2025.

⁵⁸ Our World in Data. *Data Insights*. 13 septembre 2024.

Énergie : la contrainte déterminante pour la révolution de l'IA

La politique énergétique est au cœur de la sécurité souveraine et de l'essor mondial de l'IA.

À la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, l'Europe s'est rapidement détournée de sa dépendance historique au gaz russe, cherchant à augmenter ses importations de gaz naturel liquéfié (GNL). L'Union européenne s'est engagée à acheter quelque 750 milliards de dollars d'énergie américaine d'ici 2028,⁵⁹ et semble se diriger vers une interdiction totale des approvisionnements russes. Le Japon, lui aussi, se tournera de plus en plus vers les États-Unis pour remplacer sa dépendance au gaz russe.

Les décideurs européens privilégient désormais la sécurité au détriment du coût : le GNL est nettement plus cher que le gaz naturel russe. Les investisseurs devront surveiller les conséquences de ce changement. Depuis début 2022, trente terminaux GNL ont été proposés, relancés ou accélérés, tandis que les ménages européens ont absorbé une hausse de 36 % de leur facture d'électricité par rapport à janvier 2021.⁶⁰ Les États-Unis et la Chine bénéficient d'un avantage évident en matière de coût de l'électricité par rapport aux autres économies.

Pour renforcer leur résilience, les pays européens protègent également les interconnexions vulnérables (par exemple, le passage des États baltes du réseau Russie-Biélorussie au réseau continental européen de l'UE). Comme toujours, la cartographie des flux énergétiques mondiaux reste exposée aux points de passage stratégiques. Le détroit d'Ormuz, par lequel transitent un cinquième du pétrole⁶¹ et du GNL mondiaux,⁶² demeure un risque bien connu.

Les pays du Moyen-Orient et d'Amérique du Nord sont bien placés pour augmenter leurs approvisionnements énergétiques à l'échelle mondiale. Au-delà de leurs ressources évidentes en pétrole et en gaz naturel, le Conseil de coopération du Golfe (Bahrain, Koweït, Oman, Qatar, Arabie saoudite et Émirats arabes unis) pourrait étendre son réseau énergétique régional en une « autoroute électrique » pour répondre à la demande européenne. Aujourd'hui, de nombreux pays d'Europe et d'Asie dépendent entièrement du gaz naturel importé.



D'autre part, le Laos exporte son hydroélectricité vers la Thaïlande, la Malaisie et Singapour, et le Brésil vend fréquemment son excédent hydraulique à l'Argentine.

Il ne s'agit pas simplement de projets énergétiques, mais d'actifs stratégiques dans un ordre mondial fragmenté.

Un secteur technologique avide d'énergie soulève des enjeux géopolitiques. La technologie IA, qui dépend intrinsèquement de l'électricité pour alimenter les centres de données, devient de plus en plus critique pour la défense traditionnelle et la cybersécurité. Nous identifions un potentiel d'investissement dans l'infrastructure large, les actifs de transport, la production d'énergie, la cybersécurité et le traitement des minéraux stratégiques. De plus, le capital-investissement dans le pétrole et le gaz, l'or et les matières premières énergétiques pourraient constituer des couvertures précieuses contre le risque géopolitique.

59 Commission européenne. Déclaration commune sur un cadre États-Unis-Union européenne relatif à un accord en faveur d'un commerce réciproque, équitable et équilibré. 21 août 2025.

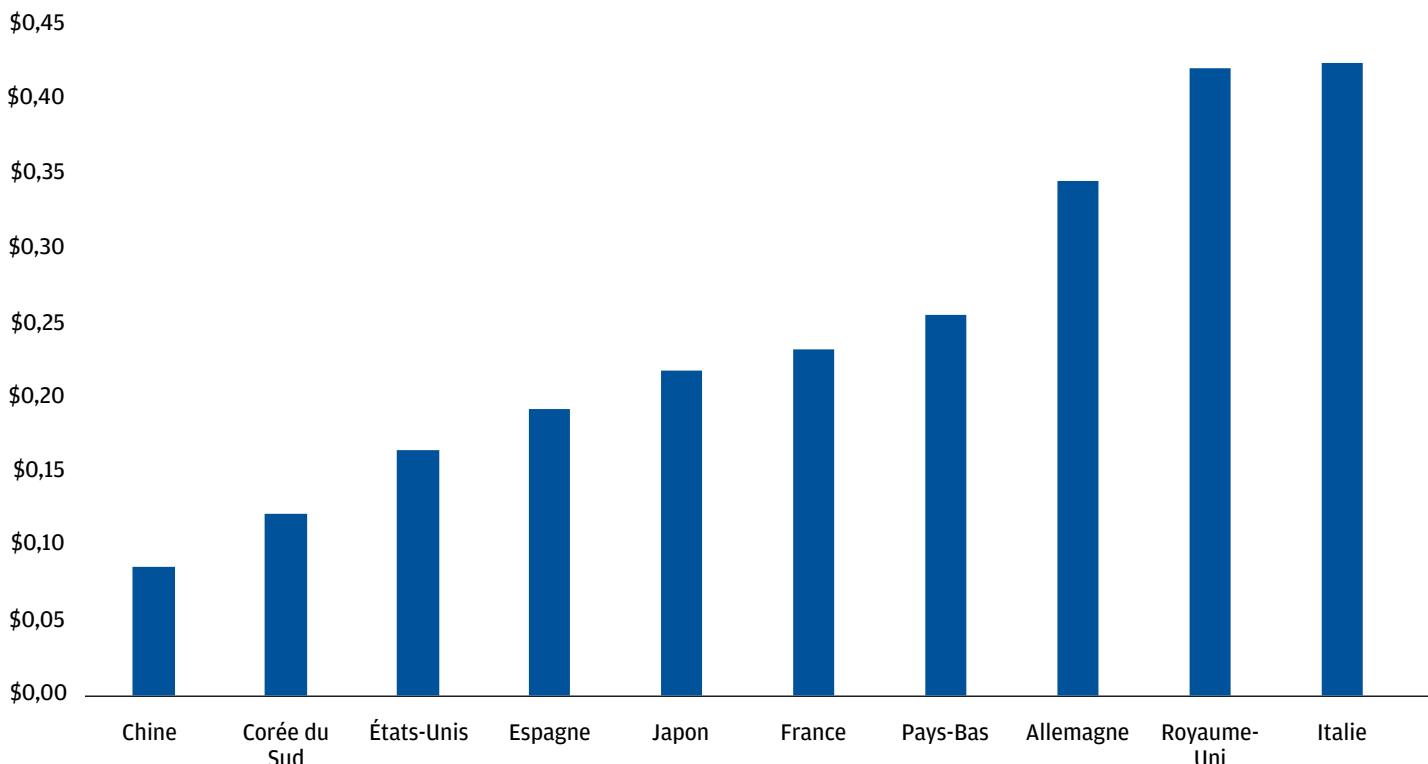
60 Global Energy Monitor. *Europe's LNG import infrastructure glut set to more than double, jeopardizing green goals.* 27 mars 2023.

61 Agence d'information sur l'énergie des États-Unis (EIA). *Amid regional conflict, the Strait of Hormuz remains critical oil chokepoint.* 16 juin 2025.

62 Agence d'information sur l'énergie des États-Unis (EIA). *About one-fifth of global liquified gas trade flows through the Strait of Hormuz.* 24 juin 2025.

L'EUROPE ET LE JAPON SONT CONFRONTÉS À DES HAUSSES DES PRIX DE L'ÉLECTRICITÉ BIEN PLUS IMPORTANTES QUE LA CHINE ET LES ÉTATS-UNIS

Prix moyens de l'électricité pour les ménages et les entreprises, en dollars par kWh de 2023 à 2025



Source : données compilées par GlobalPetrolPrices à partir de diverses sources nationales. Données au 30 septembre 2025.

Le dollar et les alternatives en tant que « valeur refuge »

La fragmentation mondiale aura de multiples répercussions économiques et financières, mais elle ne remettra pas en cause, selon nous, le rôle du dollar américain comme monnaie de réserve internationale. Le dollar représente encore près de 60 % des réserves de change déclarées par les banques centrales, près de la moitié des paiements SWIFT⁶³ et près de 90 % de toutes les transactions de change.⁶⁴ En somme, la devise américaine demeure le système d'exploitation de la finance mondiale, et nous estimons que sa position reste solide.

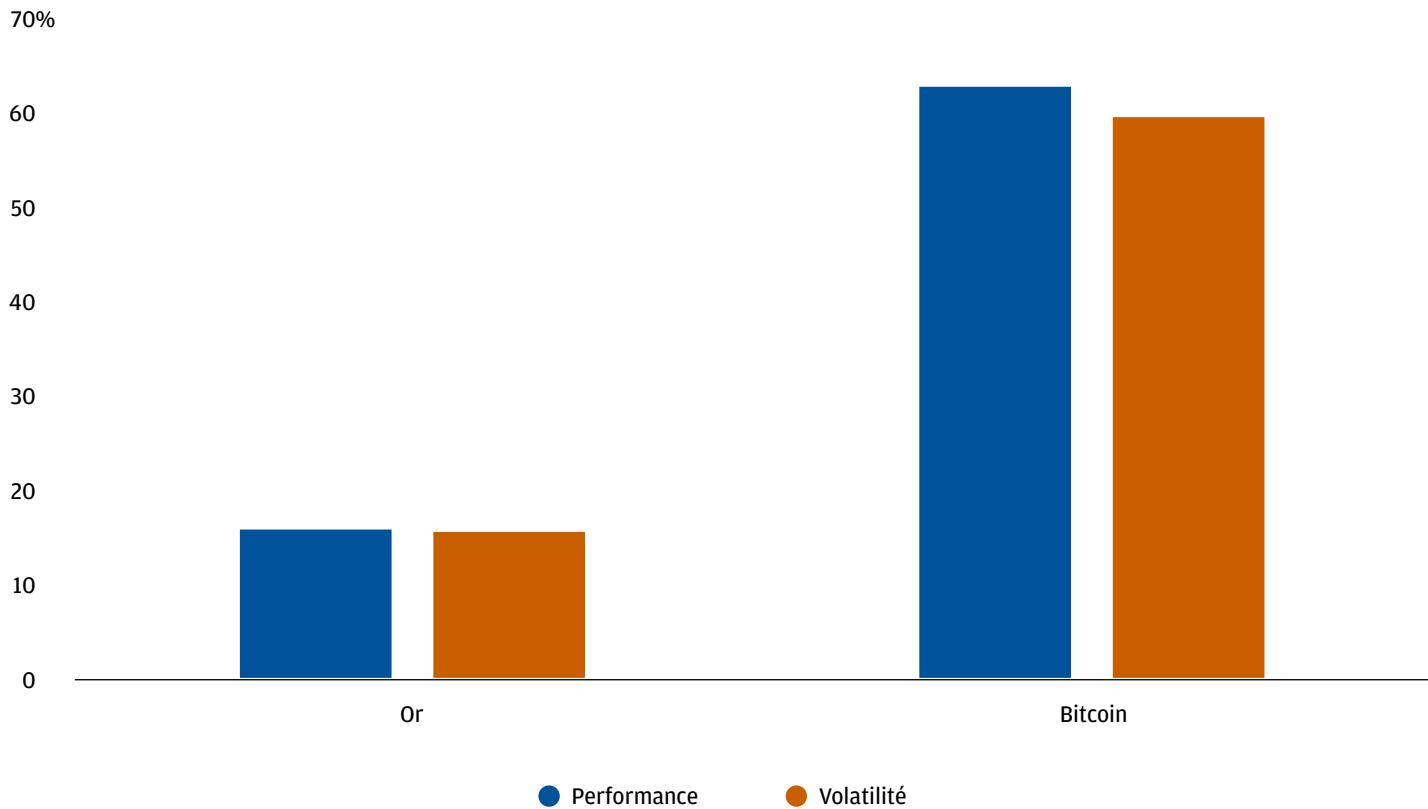
Cela dit, nous pensons que les investisseurs continueront à rechercher des alternatives au dollar. D'abord, la « militarisation » du dollar incite à la diversification. En réponse à l'invasion de l'Ukraine, les alliés occidentaux ont gelé environ 300 milliards de dollars de réserves russes.⁶⁵ Les banques centrales du monde entier ont alors acheté des quantités record d'or, cherchant des alternatives indépendantes à la devise américaine (non soumises à d'éventuelles sanctions en période de conflit). L'or a progressé de plus de 50 % en 2025, atteignant un sommet historique en termes réels. À mesure que les investisseurs cherchent des alternatives au dollar, cette dynamique pourrait continuer de soutenir les prix de l'or. Nous anticipons une nouvelle hausse significative du métal précieux en 2026.

Ensuite, nous observons une concurrence croissante du dollar par les options numériques telles que les cryptomonnaies. La capitalisation du marché des cryptomonnaies dépasse désormais 4 000 milliards de dollars, contre 2 000 milliards au début de 2024. Les investisseurs qui considèrent les cryptomonnaies comme une réserve de valeur potentielle bénéficient désormais d'un cadre réglementaire plus favorable aux États-Unis.



À BIEN DES ÉGARDS, LE BITCOIN FAIT FIGURE DE RÉFÉRENCE POUR ÉVALUER LE RATIO RISQUE/RENDEMENT

% annualisé sur 5 ans



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 31 octobre 2025.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Les stablecoins gagnent également du terrain dans les services financiers, grâce à leur faible latence (les transactions sont rapidement réglées), même si seulement 70 milliards de dollars de paiements semblent actuellement transiter par ces systèmes.⁶⁶ **De façon générale, nous constatons que les actifs numériques gagnent en popularité, portés en partie par la recherche – à la marge – d’alternatives au dollar.**

Nous pensons que les investisseurs peuvent diversifier davantage leurs portefeuilles grâce à une diversification régionale des actions, qui constitue un élément clé des portefeuilles mondiaux gérés par J.P. Morgan Private Bank. L’exposition aux devises dans les marchés actions européens et autres marchés non américains n’est pas couverte, ce qui offre une diversification en monnaie locale.

63 MacroMicro. *World–Share of International Payments via SWIFT by Currency*. 31 août 2025.

64 Bipartisan Policy Center. *What’s Behind the U.S. Dollar’s Dominance and Why It Matters*. 2 septembre 2025.

65 Brookings. *What is the status of Russia’s frozen sovereign assets?* 24 juin 2025.

66 Cembalest, Michael. “OK Boomer”: on stablecoins, S&P profits, tariffs vs tax cuts and the history of Presidential break-ups. 12 juin 2025. J.P. Morgan Asset & Wealth Management.



Implications pour les investisseurs

Une ère de fragmentation mondiale impose un changement fondamental : les grands thèmes d'investissement – résilience, sécurité et alignement régional – gagnent en importance.

En abordant d'abord le thème de la résilience, nous cherchons à identifier des thématiques attractives dans les secteurs et actifs qui bénéficient de la relocalisation, du *nearshoring* et de la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement. Cela inclut les infrastructures nord-américaines, les services publics, l'industrie et la logistique, ainsi que les entreprises impliquées dans la production d'énergie, les semi-conducteurs et les minéraux stratégiques. Nous anticipons des opportunités tactiques sur les actifs chinois, alors que le sentiment de marché évolue plus vite que les fondamentaux.

La sécurité, deuxième thème (incluant la sécurité énergétique, la défense militaire traditionnelle et la cybersécurité), attire des investissements croissants et offre un potentiel de croissance des bénéfices tant en Europe qu'aux États-Unis. Pour les actifs énergétiques, nous privilégions le gaz naturel liquéfié (GNL), les énergies renouvelables et la modernisation des réseaux.

L'alignement régional, notre troisième thème, transcende les secteurs et les géographies. Nous croyons en une approche globale et concentrée pour investir dans des entreprises publiques et privées alignées sur ce thème. Nous recherchons en particulier des sociétés disposant d'un pouvoir de fixation des prix dans des secteurs critiques tels que les semi-conducteurs, les centres de données, l'énergie et le transport.

Dans leurs choix d'allocation d'actifs, les investisseurs doivent garder à l'esprit la hausse de l'inflation, l'évolution des schémas commerciaux et le potentiel d'une volatilité accrue des marchés. Si le risque géopolitique et la volatilité des devises augmentent dans un monde fragmenté — ce que nous anticipons — l'or et les matières premières énergétiques peuvent constituer des couvertures précieuses.

Partie 3

Se préparer au changement structurel de l'inflation





Les forces du marché peuvent impacter les portefeuilles de façon directe ou indirecte. Le boom de l'investissement dans l'IA et la fragmentation mondiale exercent une pression directe sur les portefeuilles. L'impact de l'inflation est plus subtil, mais comporte des risques potentiellement graves pour la performance à long terme.

Jusqu'à l'épisode inflationniste post-pandémique de 2022, la faible inflation caractérisait l'ère post-crise financière mondiale. Aujourd'hui, nous évoluons dans un régime radicalement différent, marqué par une inflation plus élevée et une volatilité accrue de celle-ci. Par ailleurs, l'augmentation de la dette souveraine et des déficits rend la persistance de l'inflation plus probable, les décideurs pouvant être tentés d'intervenir sur l'indépendance des banques centrales et de recourir à l'inflation pour alléger le poids de la dette.

SE PRÉPARER AU CHANGEMENT STRUCTUREL DE L'INFLATION

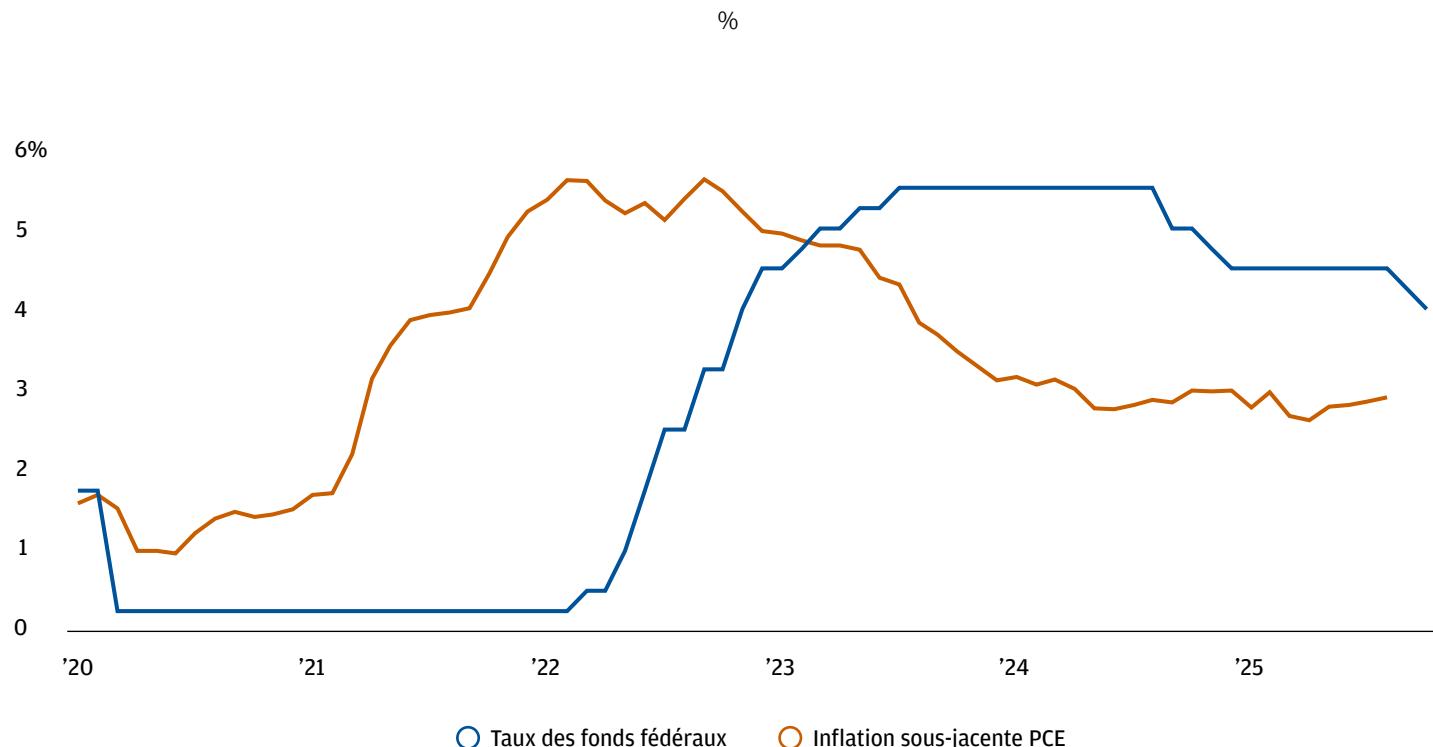
Dans cette section, nous examinons les implications multiples d'un régime d'inflation élevée. L'enjeu majeur pour les investisseurs et les familles est que l'inflation redevient une variable centrale dans la construction de portefeuille et la planification patrimoniale. Détenir d'importantes positions de trésorerie dans un environnement inflationniste peut discrètement, et de façon irréversible, éroder la richesse réelle.

Lorsqu'une famille s'éloigne de sa principale source de revenus – que ce soit par la retraite du soutien principal ou la cession d'une entreprise – les risques liés au maintien du niveau de vie évoluent. Le risque d'inflation peut éroder la richesse de deux façons majeures : en réduisant la probabilité d'atteindre les objectifs à long terme sous la pression des prix, et en diminuant la valeur réelle du patrimoine au fil du temps. Pour certaines familles, préserver la valeur nominale du portefeuille est secondaire par rapport au financement d'objectifs spécifiques, ce qui rend la clarification des priorités essentielle.

C'est là que l'interaction entre inflation, planification patrimoniale et construction de portefeuille devient cruciale. Un plan patrimonial permet d'aligner les actifs sur les montants, les horizons temporels et les priorités qui comptent le plus, dans un contexte macroéconomique où l'inflation pourrait rester volatile.

La première étape consiste à comprendre comment différents scénarios d'inflation pourraient affecter la valeur future du portefeuille. Chaque situation familiale est unique, d'où l'importance de tester la robustesse des objectifs face à divers scénarios de marché. À partir de là, cartographier les points de décision et séquencer les actions permet de s'assurer que la richesse est non seulement préservée en termes réels, mais aussi mobilisée efficacement au service des objectifs pour lesquels elle a été constituée.

L'INFLATION EST LÉGÈREMENT INFÉRIEURE A 3 % ; SON ÉVOLUTION POURRAIT AVOIR UN IMPACT SUR LES PORTEFEUILLES



Source : Bloomberg Finance L.P. Données PCE au 31 août 2025. Données sur le taux des fonds fédéraux au 31 octobre 2025.

Le marché obligataire retrouve son équilibre

Bien que nous anticipions une inflation plus élevée et plus volatile qu'au cours des dernières années, nous n'attendons pas un retour aux flambées de prix de 2022 et restons globalement optimistes pour l'ensemble du segment obligataire.

L'inflation est retombée sous la barre des 3%, et la volatilité implicite du marché obligataire est revenue à ses niveaux de 2021. De plus, la corrélation entre actions et obligations a diminué au cours de l'année écoulée. Les obligations souveraines et le crédit de qualité ont permis de couvrir la volatilité des actions qui a suivi l'annonce des droits de douane américains en avril. Cette baisse de corrélation est importante pour la construction de portefeuille, car elle suggère que les obligations peuvent à nouveau servir de couverture contre certains replis des marchés actions.

L'inflation des biens aux États-Unis devrait subir une pression haussière liée aux droits de douane, mais l'inflation des services semble beaucoup plus modérée. Peut-être plus important encore, la Fed a repris son cycle de baisse des taux en raison de la stagnation du marché du travail. Les offres d'emploi et les taux de démission sont revenus à leurs niveaux d'avant la pandémie, et la croissance des salaires (mesurée par l'Employment Cost Index, un indicateur de qualité) s'est stabilisée autour de 3,5%. C'est près de 90 points de base de plus qu'avant la pandémie,

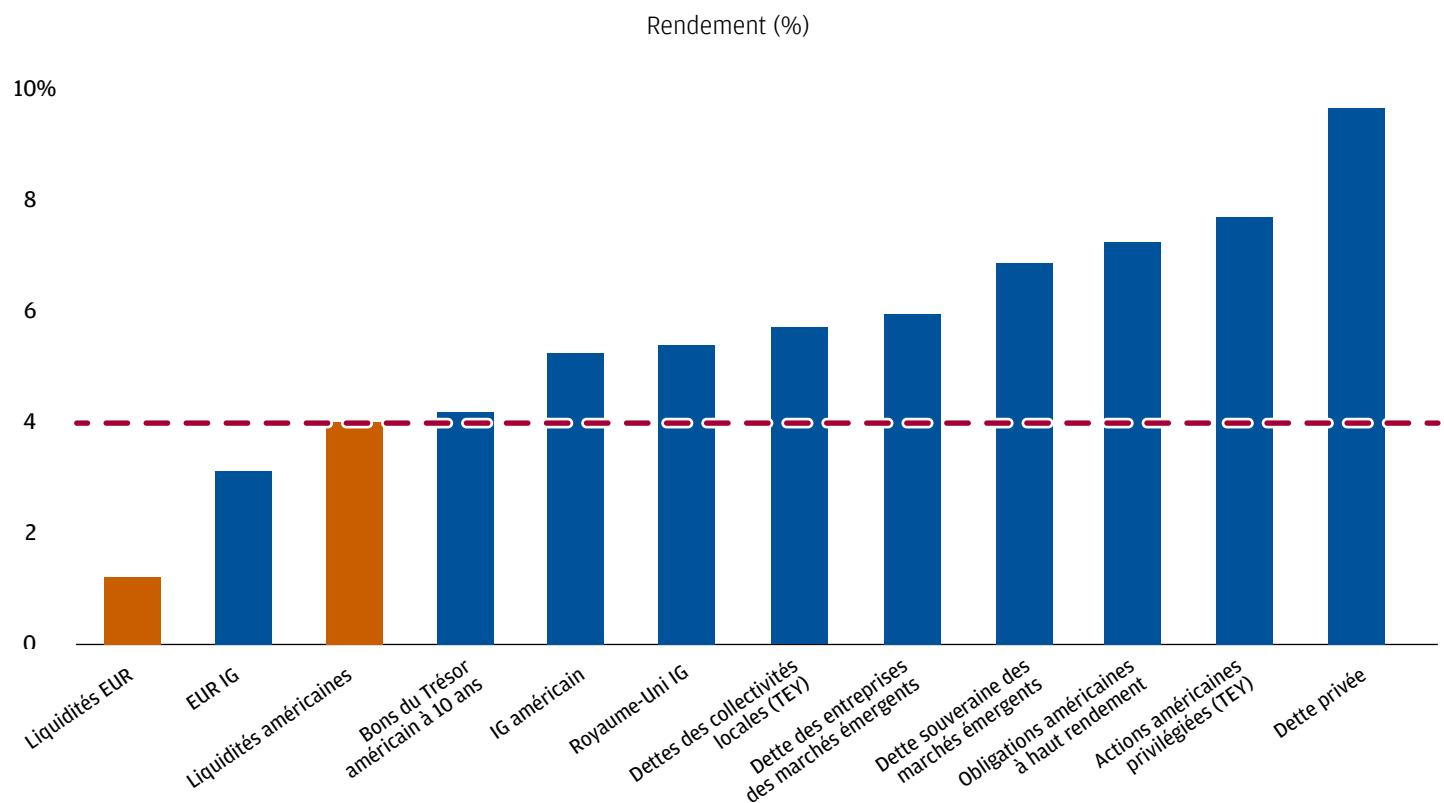
mais loin des niveaux qui pourraient susciter des inquiétudes quant à une spirale prix-salaires.

Parallèlement, les rendements obligataires se sont nettement redressés – passant d'environ 1% en 2020 à près de 4,3% aujourd'hui sur l'indice Bloomberg US Aggregate (qui inclut les obligations souveraines et d'entreprises de qualité). En 2025, les obligations ont offert des niveaux de rendement attractifs et des performances totales solides, autour de 5%. Les obligations agrégées constituent notre tampon privilégié contre une récession ou un ralentissement de la croissance, et nous prévoyons que la plupart des catégories de titres à revenu fixe généreront des rendements totaux de l'ordre de 5 à 6% au cours de l'année à venir.

Nous pensons que le marché des obligations municipales américaines rémunère les investisseurs pour le risque d'une inflation persistante. Le rendement de l'indice National Municipal Bond s'établit autour de 3,6%, tandis que les anticipations d'inflation sur dix ans sont de 2,3%. Verrouiller environ 125 points de base de rendement net d'impôt au-dessus de l'inflation attendue semble judicieux pour les contribuables américains souhaitant placer des capitaux à faible risque tout en préservant leur pouvoir d'achat.



LA PLUPART DES SEGMENTS DES MARCHÉS OBLIGATAIRES AFFICHENT DÉSORMAIS
DES RENDEMENTS SUPÉRIEURS AUX PLACEMENTS MONÉTAIRES



Sources : FactSet, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Données au 31 octobre 2025. Remarque : Crédit privé représenté par les nouvelles émissions financées par J.P. Morgan Corporate and Investment Bank. Données sur le crédit privé au 30 juin 2025.

Nous voyons également de nombreuses opportunités de génération de revenus sur la partie 5 à 7 ans de la courbe du crédit de qualité mondiale. Nous privilégions le crédit européen par rapport à la dette souveraine. Les fondamentaux des entreprises semblent suivre des trajectoires plus saines que ceux de nombreux États européens, avec une meilleure diversification, un potentiel de rendement supérieur et une meilleure protection contre les dynamiques souveraines difficiles. Même le crédit des marchés émergents commence à devenir plus attractif à mesure que la Fed assouplit sa politique et que le dollar s'affaiblit, ce qui profite à de nombreuses économies indexées sur le billet vert.

Bien que plusieurs défauts de paiement très médiatisés sur les marchés du crédit privé aient relancé le débat sur le secteur, nous pensons toujours que les investisseurs sont rémunérés pour le risque pris, avec des rendements proches de 10 % sur

les nouvelles émissions. À partir de ce niveau, il faudrait que les taux de défaut dépassent 6 % et que les taux de récupération soient inférieurs à 40 % pour que les rendements totaux à long terme deviennent négatifs. Ces paramètres ne se produiraient que dans le cadre d'une récession profonde, scénario que nous jugeons peu probable.

Inclure des expositions en dehors des obligations agrégées (core) peut contribuer à diversifier les portefeuilles obligataires et offrir un potentiel de rendement absolu plus élevé, voire des performances proches de celles des actions, tout en maintenant généralement une volatilité plus faible. Autrement dit, cette diversification peut aussi renforcer la résilience globale du portefeuille.

Facteurs structurels de l'inflation

Bien que notre scénario central anticipe un environnement inflationniste globalement favorable à la plupart des actifs risqués et des titres à revenu fixe, nous identifions des risques clairs d'une inflation supérieure à nos prévisions. Cette perspective impose une révision des priorités en matière de construction de portefeuille et de planification patrimoniale.

Voici notre analyse : l'inflation sous-jacente PCE s'établit actuellement à 2,9% après 150 points de base de baisse des taux de la Fed, avec jusqu'à 75 points de base supplémentaires envisagés. Si cet assouplissement aboutit à l'objectif de la Fed d'une croissance économique plus soutenue en 2026, les prix pourraient augmenter plus rapidement que prévu.

Au-delà de ce scénario précis, plusieurs éléments de l'ère post-pandémique suggèrent un risque accru de chocs inflationnistes.

Psychologie :

Le risque le plus profond, mais aussi le plus difficile à mesurer, réside dans la psychologie des consommateurs et des entreprises. Après la COVID, la conviction s'est installée que l'économie pouvait bel et bien être confrontée à l'inflation. Les comportements des entreprises ont évolué pour ajuster les prix beaucoup plus rapidement. Un exemple parlant : en Norvège, les chaînes de supermarchés intègrent des technologies capables de modifier les prix jusqu'à 100 fois par jour.⁶⁷ Les sociétés de livraison de colis réajustent les surcharges carburant chaque semaine, et non plus chaque mois. Beaucoup connaissent la tarification dynamique des applications de VTC. L'enquête sur les anticipations d'inflation, qui agrège les attentes des acteurs de marché, des économistes, des entreprises et des ménages, ressort environ 40 points de base au-dessus des niveaux d'avant la pandémie.

Problèmes de capacité :

Des pénuries persistent dans des secteurs clés de l'économie. Par exemple, les États-Unis ont sous-construit entre 3 et 4 millions de logements depuis la crise financière mondiale.⁶⁸

Le marché du travail américain doit composer avec une chute brutale de l'immigration nette, ce qui limite l'offre de main-d'œuvre – autre goulet de capacité. L'électricité et l'énergie sont déjà sous tension en raison de la forte demande des centres de données et de l'électrification. S'ajoutent à cela des pénuries de matières premières à l'horizon. La production américaine de ciment est en baisse d'environ 15% par rapport à son pic de 2005.⁶⁹ Ces contraintes de capacité créent un environnement où les prix peuvent s'ajuster plus vite que l'offre, et rester élevés même si la demande faiblit. Les producteurs qui contrôlent les goulets d'étranglement conservent un fort pouvoir de fixation des prix.

Bilans des consommateurs :

Dans les économies développées, les bilans des ménages sont prêts à soutenir la consommation, surtout si les taux baissent. La valeur nette des ménages américains dépasse 175 000 milliards de dollars, soit une hausse de plus de 50% par rapport à l'avant-pandémie. Les avoirs en liquidités et en devises ont augmenté de 50% depuis fin 2019, et les encours des fonds monétaires ont doublé. Plus de 17 000 milliards de dollars d'actifs immobiliers sont mobilisables, un sommet historique en part du PIB.⁷⁰

Résilience des chaînes d'approvisionnement :

Les droits de douane américains peuvent entraîner des hausses de prix ponctuelles. Mais l'élévation des barrières commerciales et l'orientation plus sécuritaire des politiques publiques pourraient pousser les entreprises à produire dans des zones à coûts plus élevés et à maintenir des niveaux de stocks plus importants. Par exemple, la production nationale de semi-conducteurs est clairement une priorité politique aux États-Unis, mais elle implique des prix plus élevés. La PDG d'AMD estime qu'une puce produite aux États-Unis pourrait coûter 5% à 20% de plus que son équivalent fabriqué à Taïwan.

⁶⁷ Williams, Jennifer. *Welcome to the Grocery Store Where Prices Change 100 Times a Day*. 27 juillet 2025. Wall Street Journal.

⁶⁸ FreddieMac. *Housing Supply: Still Undersupplied by Millions of Units*. 26 novembre 2024.

⁶⁹ Concrete Financial Insights. *Volume & Price Trends – US Cement Industry*. Données de 2024.

⁷⁰ Réserve fédérale. Comptes financiers des États-Unis. 11 septembre 2025.

Changement climatique :

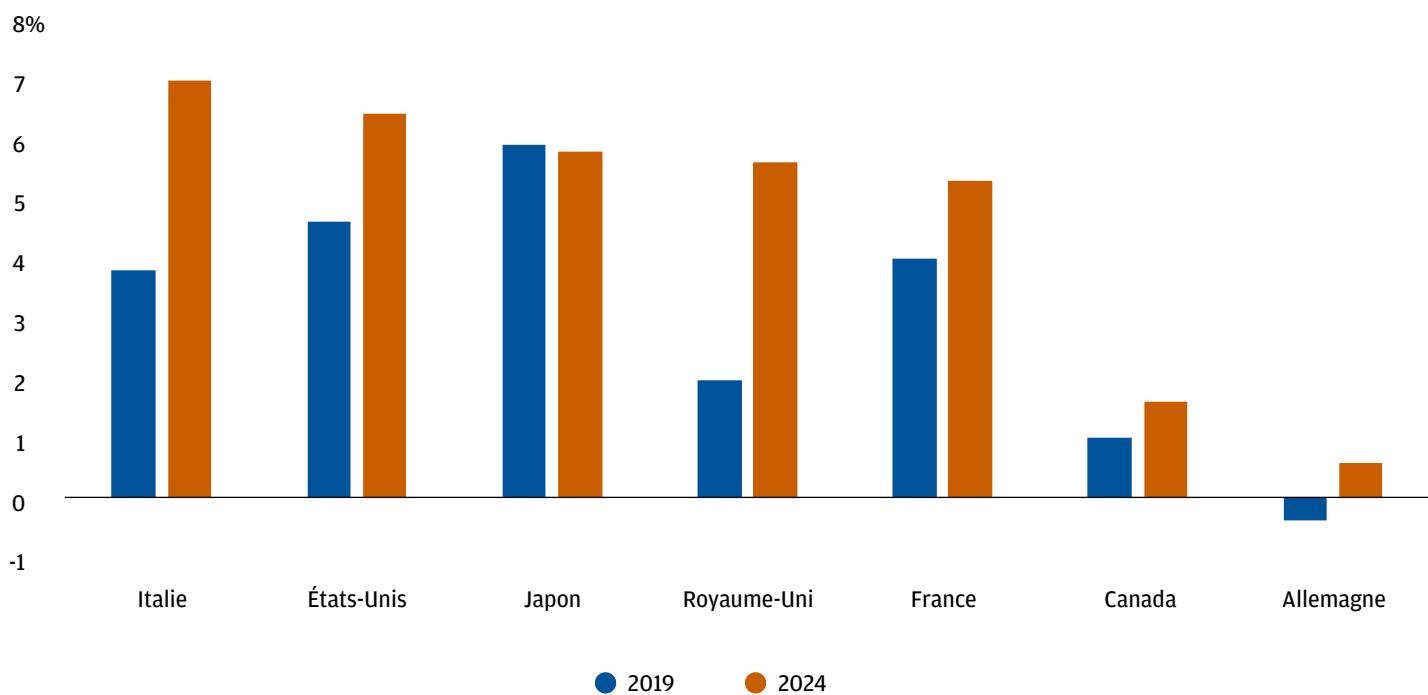
Le changement climatique constitue un moteur structurel de l'inflation, les événements météorologiques extrêmes, les pénuries de ressources et les coûts réglementaires (tarification du carbone, politiques de transition) augmentant les prix des intrants et la volatilité. Les perturbations liées au climat dans l'agriculture, l'énergie et les infrastructures amplifient les risques inflationnistes. Les risques liés à la nature – tels que la rareté de l'eau, la perte de biodiversité et l'épuisement des ressources – peuvent accroître la volatilité des prix des intrants et perturber les chaînes d'approvisionnement, accentuant ainsi le risque d'inflation.

Activisme budgétaire :

Le Japon est le seul pays du G7 dont le déficit budgétaire est plus faible qu'avant la pandémie. Pendant la crise, les mesures de relance budgétaire dans les économies développées ont stimulé la demande des consommateurs, comme prévu, et contribué à la hausse des prix. Les décideurs pourraient recourir à nouveau à cette approche lors du prochain ralentissement, indépendamment du niveau déjà élevé des déficits et de l'augmentation de la dette publique. En effet, la progression de la dette et des déficits publics représente un risque inflationniste majeur, comme nous l'aborderons dans la section suivante.

LA PLUPART DES PAYS DU G-7 AFFICHENT DES DÉFICITS BUDGÉTAIRES PLUS IMPORTANTS QU'AVANT LA PANDÉMIE

Déficit public en % du PIB



Sources : Banca d'Italia, Office of Management and Budget, Bank of Japan, Office for National Statistics, Banque de France, Statistique Canada, Deutsche Bundesbank, Haver Analytics. Données au 31 décembre 2024.



Les risques liés à la hausse de la dette souveraine

Certains acteurs du marché mettent en garde contre une crise imminente de la dette américaine. Dans le scénario le plus extrême, le Trésor organise une adjudication sans trouver preneur. Nous identifions un risque plus subtil. Dans ce cas, au lieu d'une flambée soudaine des rendements, les décideurs opèrent un changement délibéré : ils tolèrent une croissance plus forte et une inflation plus élevée, permettant aux taux d'intérêt réels de baisser et au poids de la dette de diminuer progressivement. Les économistes qualifient ce processus de « répression financière », et de nombreux précédents historiques existent : dans les années 1950, la Fed a plafonné les taux courts pour aider le gouvernement à financer sa dette. La Banque du Japon offre un exemple plus récent.

En dehors des États-Unis, nous observons des tensions croissantes sur les finances publiques, qui se traduisent par une hausse des primes de terme. Partout dans le monde, les rendements des obligations souveraines à 30 ans ont augmenté cette année, à mesure que les primes de terme se sont accrues (Japon +75 points de base, Pays-Bas +65 pb, Allemagne +62 pb, France +55 pb, Portugal +41 pb et Espagne +27 pb).

Les pressions semblent particulièrement aiguës au Royaume-Uni, où la productivité stagne depuis cinq ans et où l'inflation sous-jacente est supérieure à celle des autres marchés développés. La part des jours de cotation où les marchés des devises, des obligations et des actions reculent simultanément (notre indicateur préféré de stress budgétaire en temps réel) dépasse 10 % sur les trois dernières années. Le Royaume-Uni commence à ressembler davantage à un marché émergent comme le Brésil qu'aux États-Unis.

Pour l'instant, les investisseurs semblent à l'aise pour financer la dette du gouvernement américain. Les acheteurs de bons du Trésor se bousculent, la demande étant en moyenne 2,6 fois supérieure à l'offre. **Mais le ratio dette/PIB, qui approche les 120 %, inquiète la plupart des investisseurs et des économistes. La résolution du problème s'annonce complexe.**

Les recettes fiscales américaines en pourcentage du PIB figurent parmi les plus faibles des pays de l'OCDE, ce qui suggère une capacité importante – sinon la volonté politique – d'augmenter les recettes pour réduire la dette. De même, les dépenses obligatoires liées aux programmes sociaux comme la Sécurité sociale et Medicare pourraient être réduites pour « infléchir la courbe », selon l'expression des économistes, c'est-à-dire ralentir la croissance des dépenses futures. Mais ces options pourraient s'avérer politiquement difficiles, comme l'a montré le récent débat sur les crédits d'impôt de l'Affordable Care Act.

Faute de coupes majeures dans les dépenses publiques, une voie moins directe pourrait être empruntée pour réduire le fardeau de la dette américaine. Les décideurs pourraient éroder l'indépendance de la Fed et, de fait, effacer la dette par l'inflation, en favorisant un environnement de croissance nominale plus forte, caractérisé par une inflation élevée et, du moins à court terme, des taux d'intérêt réels plus faibles.

**LES OPÉRATIONS SUR LES MARCHÉS TÉMOIGNENT D'UNE MONTÉE
DES CRAINTES CONCERNANT LA SITUATION BUDGÉTAIRE DU ROYAUME-UNI
PAR RAPPORT AUX ÉTATS-UNIS**

Jours de bourse avec baisse simultanée des marchés actions, obligataires et des changes,
pourcentage sur 3 ans glissants



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 31 octobre 2025.



La pénurie de logements aux États-Unis

Comme mentionné précédemment, l'un des goulets de capacité les plus importants de l'économie mondiale concerne le logement aux États-Unis. Nous estimons qu'à la suite de la crise financière mondiale, le pays a sous-construit entre 3 et 4 millions de logements par rapport à la formation des ménages. Au rythme actuel, il pourrait falloir dix ans pour combler ce déficit. Parallèlement, les prix de l'immobilier sont restés élevés, en raison de l'effet de « verrouillage » des faibles taux hypothécaires de 2020 et 2021 (les propriétaires bénéficiant de mensualités faibles sont incités à ne pas bouger).

Des prix élevés et des taux d'intérêt plus importants se conjuguent pour créer la pire accessibilité au logement depuis les années 1980.

En effet, le coût mensuel d'achat d'un logement est aujourd'hui environ 50 % supérieur à celui de la location aux États-Unis.

Ce contexte offre une opportunité intéressante pour le logement en tant que classe d'actifs. D'ici la fin de la décennie, plus de 6 millions de personnes entreront dans la tranche d'âge des 35-49 ans,⁷¹ qui correspond à l'âge idéal pour l'achat immobilier. Compte tenu de l'écart extrême entre le coût de la location et celui de l'achat, nous anticipons une hausse de la demande pour les logements locatifs, en particulier les habitations récentes, adaptées aux familles et situées à proximité des centres urbains.

⁷¹ CBO Report. *The Demographic Outlook: 2024 to 2054*. Janvier 2024. Projections démographiques complémentaires, mises à jour au 9 février 2024.



Implications pour les investisseurs

Une inflation plus élevée complique considérablement le maintien du pouvoir d'achat, objectif central de l'investissement pour de nombreuses familles. Elle pèse particulièrement sur les actifs à revenu fixe et, plus largement, remet en question les approches traditionnelles de construction de portefeuille.

Si les obligations peuvent toujours jouer leur rôle dans les portefeuilles, il est nécessaire d'aller au-delà des options traditionnelles pour gérer prudemment ce que nous anticipons comme un régime d'inflation structurellement plus élevée et de volatilité accrue, tant pour l'inflation que pour les taux d'intérêt.

Les régimes d'inflation élevée entraînent une plus grande volatilité sur les marchés obligataires souverains et une corrélation plus forte entre actions et obligations d'État. En effet, la moitié des pires corrections des portefeuilles traditionnels actions-obligations se sont produites lors d'épisodes inflationnistes qui ont déclenché des hausses de taux des banques centrales dans les années 1970 et 1980, et plus récemment en 2022. L'inflation complique également la reconstitution de la valeur des portefeuilles en termes réels.

Pendant la majeure partie des trois dernières décennies, les obligations souveraines ont servi de couverture aux portefeuilles lors des replis boursiers. De 1997 à 2020, le S&P 500 a connu dix corrections de plus de 10 % ; dans neuf cas, les bons du Trésor américain ont affiché des rendements positifs, en moyenne de 7 %. Ce schéma fonctionnait car la plupart des chocs étaient liés à la croissance : lorsque l'économie ralentissait, la Fed baissait ses taux, les rendements chutaient et les obligations du Trésor s'appréciaient.

Mais l'ère post-pandémique a bouleversé la donne. L'inflation – et non la croissance – est devenue le choc dominant, et la Fed a réagi par un resserrement agressif. En 2022, le S&P 500 a chuté de 25 % tandis que l'indice des bons du Trésor américain reculait de 14 %. Ce déclin simultané, rare, a mis à mal les principes traditionnels de diversification.

Considérons l'impact sur un portefeuille « 60/40 » classique (60 % actions, 40 % obligations). Avant la COVID, la volatilité annualisée glissante sur trois ans d'un portefeuille 60/40 était de 7 %. Après la COVID, elle avoisine désormais 12 %.

Les investisseurs doivent adopter une nouvelle approche pour atténuer le risque d'inflation et gérer la corrélation positive entre actions et obligations. Le revenu fixe « core » demeure un pilier d'un portefeuille bien diversifié, mais il doit être complété par des actifs qui diversifient par rapport aux actions et qui tendent à mieux performer lorsque l'inflation s'installe.

Nous avons identifié trois groupes d'actifs susceptibles de répondre à ces objectifs

1.

Matières premières

Les prix des matières premières sont des prix d'intrants et tendent donc à être corrélés à l'inflation globale. Nos perspectives sur le pétrole brut n'anticipent pas de fortes hausses, compte tenu de l'excès d'offre. Toutefois, il pourrait être opportun de lier des produits structurés au pétrole dans l'année à venir, offrant ainsi une source de rendement différenciée pour les portefeuilles. Le gaz naturel, intrant essentiel pour le développement des centres de données IA comme nous l'avons évoqué, représente désormais environ 40 % de la production d'électricité américaine.⁷² Nous voyons croître les opportunités d'investissement dans les pipelines et les producteurs de gaz naturel.

2.

Actifs réels tels que l'infrastructure et l'immobilier

L'infrastructure et l'immobilier contribuent à atténuer le risque d'inflation, car ils répercutent la hausse des prix via leurs contrats.

L'infrastructure mondiale est une classe d'actifs sous-estimée, bien qu'elle ait généré historiquement des rendements annualisés de 8 % à 12 % selon les régimes d'inflation.⁷³ Un facteur clé : des flux de trésorerie contractuels à long terme, résilients à l'inflation. Nous anticipons une accélération de la demande en énergie (portée par l'électrification, l'industrialisation et la croissance des centres de données), ainsi qu'une initiative stratégique visant à renforcer la résilience des infrastructures (face au vieillissement des équipements et aux enjeux de sécurité nationale). L'énergie représente désormais près de 60 % de l'indice MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset, contre 20 % il y a dix ans.⁷⁴ Bien que les flux de capitaux vers les fonds aient récemment augmenté, l'infrastructure reste sous-investie. Près de 80 % des family offices interrogés récemment déclarent n'avoir aucune exposition à cette classe d'actifs, malgré leurs préoccupations liées à l'inflation.

L'immobilier mondial peut servir de couverture contre l'inflation grâce aux clauses d'indexation des loyers et aux révisions fréquentes des baux, ce qui permet de préserver les revenus à mesure que la valeur des biens progresse avec le coût du foncier, de la main-d'œuvre et des matériaux. Nous observons les premiers signes de reprise dans l'immobilier « core » après plusieurs années de repli. Du troisième trimestre 2022 au troisième trimestre 2024, les rendements de l'immobilier commercial ont chuté de 18,5 %, malgré une croissance de 8 % du résultat d'exploitation net,⁷⁵ illustrant un décalage et une opportunité potentielle. Nous nous concentrerons sur les secteurs aux fondamentaux solides et durables – en particulier la location et l'industrie – portés respectivement par la montée de la location (par rapport à la propriété) et la réindustrialisation américaine. Nous pensons que ces tendances vont redéfinir l'immobilier pour les années à venir.

3.

Hedge funds et investissement alternatifs liquides moins corrélés

Une statistique illustre le potentiel des alternatifs liquides (structures qui permettent d'accéder à des stratégies telles que le suivi de tendance, l'action long-short et le global macro dans un format plus liquide) et de certains hedge funds pour améliorer les rendements et atténuer le risque d'inflation : sur les dix dernières années, un portefeuille 60/30/10, avec 10% d'alternatifs, a surperformé le 60/40 près de 70% du temps, et a fait mieux à chaque fois depuis 2021, lorsque l'inflation a commencé à s'accélérer.

Depuis 1990, lors des trimestres où actions et obligations reculaient, les hedge funds macro affichaient un rendement annualisé moyen de 3%, contre une baisse moyenne de 14% pour un portefeuille 60/40. Aujourd'hui, les stratégies de hedge funds bénéficient d'une amélioration de la dynamique de marché : la dispersion des actions est plus forte, la corrélation implicite plus faible et le risque idiosyncratique plus élevé. Autrement dit, davantage de titres évoluent pour des raisons propres (idiosyncratiques). (Le risque systémique désigne le cas inverse, où les titres évoluent en groupe.) Pour les gérants expérimentés, un niveau élevé de risque idiosyncratique crée un environnement propice à la sélection de titres.

Les alternatifs liquides et les hedge funds permettent d'accéder à des actifs et techniques différents (par exemple, l'arbitrage et les titres en difficulté, rarement présents dans les portefeuilles standards). Ils offrent ainsi une exposition à des sources de rendement non traditionnelles. Aujourd'hui, nous avons une conviction particulière sur les stratégies de valeur relative et de macro discrétionnaire, où la sélection du gérant est déterminante pour la performance du portefeuille.

Compte tenu du potentiel d'un environnement inflationniste plus persistant et plus volatil, nous pensons que les investisseurs devraient privilégier les actifs dont la volatilité est inférieure à celle des actions, mais dont la corrélation avec l'inflation est positive. Une telle approche aidera à préserver le pouvoir d'achat, à limiter les corrections et, de manière générale, à renforcer la résilience des portefeuilles. L'exposition la plus difficile à obtenir pour un investisseur est sans doute celle qui peut bien se comporter dans un contexte d'inflation tenace et de ralentissement de la croissance. D'après l'expérience historique, l'or et les stratégies de hedge funds diversifiés offrent les résultats les plus prometteurs.

Même dans un scénario de base où les banques centrales parviennent à ancrer l'inflation près de leur cible, le potentiel de rendement de ces stratégies constitue une voie prudente pour la gestion des risques. Au sein des marchés actions, une courbe des taux plus pentue pourrait profiter aux banques, qui demeurent l'un de nos secteurs préférés.

Évaluez les caractéristiques spécifiques des actifs et examinez comment ils pourraient (ou non) compléter les autres composantes de votre portefeuille. Les hedge funds moins corrélés et les alternatifs liquides présentent des profils de liquidité et de volatilité très différents de ceux du revenu fixe « core ». En conséquence, nous recommandons que l'exposition à ces types d'actifs ne dépasse pas 25% d'une allocation traditionnelle en titres à revenu fixe.

72 Agence d'information sur l'énergie des États-Unis (EIA). *U.S. energy facts explained*. Données de 2023.

73 MSCI, Bloomberg. Données basées sur les disponibilités en juin 2025.

74 MSCI. Dernières données disponibles en juin 2025.

75 J.P. Morgan Asset Management—Real Estate Americas. Données au 31 décembre 2024.

POUR ATTÉNUER LE RISQUE INFLATIONNISTE, LES INVESTISSEURS ONT TOUT INTÉRÊT
À SE CONCENTRER SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES, LES ACTIFS PHYSIQUES ET
CERTAINES STRATÉGIES DE GESTION ALTERNATIVE

Volatilité

25%

20

15

10

5

0

Obligations
américaines
investment grade

Obligations
municipales
américaines

Obligations
d'État mondiales

Grandes capitalisations
européennes

Petites capitalisations
américaines

Moyennes capitalisations
américaines

Or
Grandes capitalisations
américaines

Obligations à
haut rendement
américaines

Prêts
hypothécaires
commerciaux

Fonds de gestion
alternative macro

Hedge Funds
diversifiés

Liquidités

Capital-investissement

Prêt direct

Infrastructures

Prêts à effet de levier

Immobilier de
base aux
États-Unis

-0,3 -0,3 -0,1 0 0,1 0,2 0,3 0,4

Corrélation avec l'inflation

● 2014

● 2024e

● 2024e

● 2024e

● 2024e

Source : hypothèses de J.P. Morgan Asset Management concernant les marchés de capitaux à long terme.

Données au 30 septembre 2025.

Conclusion: Un nouveau monde pour les investisseurs

Les investisseurs sont en train de découvrir un « nouveau monde », riche de promesses mais aussi de défis. L'IA annonce une transformation profonde, tout en comportant des risques de surinvestissement, d'exubérance excessive et de perturbations sur le marché du travail. La mondialisation cède la place à la fragmentation, ce qui accroît l'importance de chaînes d'approvisionnement résilientes et de ressources stratégiques. L'inflation, bien que moins visible, demeure une menace persistante pour le pouvoir d'achat à long terme.

Grâce à une planification réfléchie, une analyse rigoureuse et la portée de notre plateforme mondiale, nous pouvons vous aider à naviguer ces mutations, transformant le changement structurel en avantage stratégique pour vous et votre famille.



Mission

Le Groupe Global Investment Strategy apporte des informations et des conseils en investissement de premier ordre pour aider nos clients à atteindre leurs objectifs à long terme. Il s'appuie sur les connaissances et l'expérience approfondies des économistes, des stratégistes d'investissement et des stratégistes de classes d'actifs du groupe pour offrir une perspective inédite sur l'ensemble des marchés financiers mondiaux.

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 Ausenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Weiheng Chen

Senior APAC Strategist

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Senior EMEA Strategist

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

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

Alex Wolf

Global Head of Macro & FICC Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Senior Macro & FX Strategist

DÉFINITIONS ET INFORMATIONS IMPORTANTES

Remarque : les indices sont fournis uniquement à titre d'illustration. Ils ne sont pas des produits d'investissement et ne peuvent pas faire l'objet d'un investissement direct. Par nature, les indices sont des instruments prévisionnels ou comparatifs de faible qualité.

Sauf mention contraire, tous les indices sont libellés en dollars américains.

Bloomberg Euro Aggregate Government – Treasury (7-10Y)

Index : mesure la performance des obligations d'État libellées en euros émises par les pays de la zone euro et dont les échéances sont comprises entre sept et dix ans. Il sert de référence pour les investissements en obligations d'État d'échéance moyenne dans la zone euro.

Bloomberg Global Aggregate Index : un indice de référence complet pour les marchés mondiaux des dettes à taux fixe de qualité investment grade, englobant les indices US Aggregate, Pan-European Aggregate et Asia-Pacific Aggregate. Il comprend un large éventail de sous-indices standards et personnalisés, classés par liquidité, secteur, qualité et échéance.

Bloomberg US Aggregate Bond Index : un indice de référence complet pour le marché américain des obligations imposables à taux fixe, libellées en dollars et de qualité investment grade. Cela inclut les émissions d'obligations imposables notées au moins BBB, avec une échéance d'un an ou plus et une valeur nominale en circulation de 100 millions de dollars ou plus. L'indice comprend les bons du Trésor, les titres liés aux gouvernements et aux entreprises, les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS, agences à taux fixe), les titres adossés à des actifs (ABS) et les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS, agences et non-agences).

Bloomberg US Aggregate Corporate High Yield Index : un indice qui suit la performance des obligations d'entreprises à taux fixe, à haut rendement et libellées en dollars américains. L'indice comprend les titres notés Ba1/BB+/BB+ ou moins par Moody's, Fitch et S&P, à l'exception des obligations d'émetteurs classés comme marchés émergents par Bloomberg.

Bretton Woods (l'accord de Bretton Woods) : un accord financier international historique signé en 1944, qui a créé un système de taux de change fixes et a abouti à la création du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale. Ce système visait à promouvoir la stabilité et la coopération économiques mondiales après la Seconde Guerre mondiale, avant d'être remplacé par des taux de change flottants dans les années 1970.

Dépenses d'investissement (Capex) : désigne les fonds qu'une entreprise consacre à l'acquisition ou à la modernisation d'actifs physiques tels que des biens immobiliers, des bâtiments industriels ou des équipements. Ces dépenses servent souvent à lancer de nouveaux projets ou investissements, ce qui accroît la valeur à long terme de l'entreprise.

Informatique en nuage (ou « en cloud ») : la prestation de services informatiques, tels que le stockage, les logiciels et la puissance de traitement, via Internet (« le cloud ») plutôt que par le biais de serveurs locaux ou d'appareils personnels. L'informatique en nuage permet aux individus et aux entreprises d'accéder à des ressources technologiques à la demande, en ne payant souvent que ce qu'ils utilisent, et offre une plus grande flexibilité et une meilleure évolutivité.

EBITDA : l'acronyme EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement) désigne un indicateur utilisé pour mesurer la rentabilité opérationnelle et les flux de trésorerie d'une entreprise. Il se calcule en prenant le résultat net et en y ajoutant les intérêts, les impôts, les charges d'amortissement et de dépréciation.

Indice de productivité du travail de l'Union européenne : mesure l'efficacité de la main-d'œuvre dans l'UE en évaluant la rémunération réelle par employé. Cet indice évalue l'efficacité avec laquelle le travail contribue à la production économique, offrant ainsi un aperçu des performances économiques et de la compétitivité de la région.

Indice FTSE EPRA NAREIT Global REITs : un indice qui réplique la performance des sociétés de placement immobilier cotées en bourse (REIT) dans le monde entier, offrant une vue d'ensemble du marché immobilier mondial à travers divers secteurs et régions.

G-7 (le Groupe des Sept) : un forum informel réunissant sept grandes économies avancées : le Canada, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, le Royaume-Uni et les États-Unis. Le G-7 se réunit régulièrement pour discuter et coordonner la politique économique, les enjeux mondiaux et la coopération internationale.

Indice MSCI Global Private Quarterly Infrastructure Asset : il suit la performance des actifs d'infrastructures non cotés dans le monde entier, tels que les transports, l'énergie et les services aux collectivités. L'indice est mis à jour tous les trimestres et fournit une référence aux investisseurs pour les rendements et les tendances du marché mondial des infrastructures privées, reflétant les variations de la valeur des actifs et des revenus générés par ces installations essentielles.

DÉFINITIONS ET INFORMATIONS IMPORTANTES

NASDAQ (États-Unis) : le NASDAQ est une grande place boursière américaine, connue pour sa plateforme de négociation électronique et l'importance qu'elle accorde aux entreprises technologiques et à forte croissance. Elle héberge l'indice NASDAQ-100, qui comprend 100 des plus grandes sociétés non financières cotées en bourse, ce qui en fait un indicateur clé de la performance du secteur technologique.

OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) : une organisation internationale composée principalement de pays développés, qui œuvre à la promotion de politiques améliorant le bien-être économique et social dans le monde entier. L'OCDE fournit des services de recherche et d'analyse, ainsi qu'une plateforme permettant aux gouvernements de collaborer sur des questions telles que la croissance, le commerce, l'éducation et la gouvernance.

Indice des dépenses de consommation personnelle (PCE) : une mesure exhaustive des prix payés pour les biens et les services par les résidents américains ou en leur nom. Cet indice mesure efficacement l'inflation ou la déflation sur un large éventail de dépenses de consommation et reflète les changements de comportement des consommateurs.

Actions privilégiées : type d'action qui verse généralement des dividendes fixes et qui est prioritaire sur les actions ordinaires en cas de liquidation de l'entreprise. Les actions privilégiées ne confèrent généralement pas de droit de vote, mais elles procurent un revenu plus prévisible et un droit plus élevé sur les actifs que les actionnaires ordinaires.

S&P 500® : largement considéré comme le principal baromètre du marché des actions américaines, cet indice comprend 500 entreprises de premier plan issues des principaux secteurs d'activité, appartenant pour la plupart au segment des grandes capitalisations. Il représente environ 80 % de la capitalisation boursière totale, ce qui en fait un indicateur clé de la performance globale du marché.

SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) : un réseau de messagerie mondial utilisé par les banques et les établissements financiers pour transmettre en toute sécurité des informations et des instructions relatives aux paiements et autres transactions. SWIFT ne transfère pas d'argent directement, mais permet une communication rapide et standardisée entre les entités financières du monde entier.

Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans : le taux d'intérêt versé par le gouvernement américain sur ses bons du Trésor à 10 ans. Il sert d'indice de référence clé pour les autres taux d'intérêt et reflète le sentiment des investisseurs quant à l'évolution de la conjoncture économique et à l'inflation.

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

JPMAM Long-Term Capital Market Assumptions (Hypothèses de JPMAM sur l'évolution à long terme des marchés financiers)

Compte tenu de la complexité des arbitrages risque-rendement, nous conseillons à nos clients de s'appuyer sur leur jugement ainsi que sur des approches quantitatives d'optimisation pour définir les allocations stratégiques. Veuillez noter que toutes les informations présentées sont basées sur une analyse qualitative. Il n'est pas conseillé de se fier exclusivement à ce qui précède. Ces informations ne constituent pas une recommandation d'investir dans une classe d'actifs ou une stratégie particulière, ni une promesse de performances futures. Notez que ces hypothèses de classes d'actifs et de stratégies sont uniquement passives : elles ne tiennent pas compte de l'impact de la gestion active. Les références aux rendements futurs ne constituent pas des promesses ni même des estimations des rendements réels qu'un portefeuille client peut atteindre. Les hypothèses, opinions et estimations sont fournies à titre indicatif uniquement. Elles ne doivent pas être considérées comme des recommandations d'achat ou de vente de titres. Les prévisions des tendances des marchés financiers basées sur les conditions actuelles de marché constituent notre jugement et sont sujettes à changement sans préavis. Nous estimons que les informations fournies ici sont fiables, mais nous ne garantissons pas leur exactitude ou leur exhaustivité. Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et n'est pas destiné à fournir des conseils comptables, juridiques ou fiscaux, et ne doit pas être considéré comme tel. Les résultats des hypothèses sont fournis à des fins d'illustration/discussion uniquement et font l'objet de restrictions importantes. Les estimations de rendement « attendu » ou « alpha » sont sujettes à l'incertitude et aux erreurs. Par exemple, les changements dans les données historiques à partir desquelles l'estimation est effectuée auront des implications différentes sur les rendements des classes d'actifs. Les rendements attendus pour chaque classe d'actifs sont conditionnés par un scénario économique ; les rendements réels, dans le cas où le scénario se réalise, peuvent être supérieurs ou inférieurs, comme ils l'ont été dans le passé, de sorte qu'un investisseur ne doit pas s'attendre à obtenir des rendements similaires à ceux indiqués dans le présent document. Les références aux rendements futurs pour les stratégies de répartition d'actifs ou les classes d'actifs ne constituent pas des promesses de rendements réels qu'un portefeuille client peut atteindre. 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 pas tenir compte de l'impact que les 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 réels du portefeuille, les résultats du modèle ne reflètent pas les transactions réelles, les contraintes de liquidité, les frais, les dépenses, les impôts et les autres facteurs qui pourraient avoir un impact sur les rendements futurs. Les hypothèses du modèle sont uniquement 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 le gestionnaire peut n'avoir aucun contrôle ou qu'un contrôle limité. Les opinions exprimées dans le présent document ne doivent pas être considérées comme un conseil ou une recommandation d'achat ou de vente d'un investissement dans une juridiction quelconque, ni comme un engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une quelconque des transactions mentionnées dans le présent document. Toutes les prévisions, chiffres, opinions ou techniques et stratégies d'investissement présentés sont uniquement à des fins d'information, basés sur certaines hypothèses et conditions actuelles du marché et sont sujets à changement 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 étayer une décision d'investissement et vous ne devez pas vous y fier pour évaluer les avantages d'investir dans des titres ou des produits. En outre, les utilisateurs doivent procéder à une évaluation indépendante des implications juridiques, réglementaires, fiscales, comptables et de crédit et déterminer, avec leur propre professionnel de la finance, si un investissement mentionné dans le présent document est susceptible de correspondre à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer qu'ils obtiennent toutes les informations pertinentes disponibles avant d'effectuer tout investissement. Il convient de noter que l'investissement comporte des risques, que la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer en fonction des conditions du marché et des accords fiscaux et que les investisseurs peuvent ne pas récupérer l'intégralité du montant investi. Les performances et les rendements passés ne constituent pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Risques principaux

Obligations à haut rendement : les obligations à haut rendement (avec des notations égales ou inférieures à BB+/Ba1) comportent un risque plus élevé car elles sont notées comme étant de qualité inférieure à la catégorie « investment grade », ou pourraient ne pas être notées, ce qui implique un risque plus élevé de défaut de l'émetteur. En outre, le risque de révision à la baisse de la notation est plus élevé pour les obligations à haut rendement que pour les obligations de qualité « Investment grade ». L'investissement dans les actifs alternatifs comporte des risques plus élevés que l'investissement traditionnel et est adapté uniquement aux investisseurs sophistiqués.

Les investissements alternatifs comportent des risques plus élevés que les investissements traditionnels et ne doivent pas être considérés comme un programme d'investissement à part entière. Il ne s'agit généralement pas de solutions d'investissement fiscalement avantageuses et les investisseurs sont invités à consulter leurs conseillers fiscaux avant d'investir. Les investissements alternatifs s'accompagnent de frais plus élevés que les investissements traditionnels. Ils peuvent également présenter un effet de levier élevé et impliquer des techniques d'investissement spéculatives, ce qui peut amplifier les pertes ou les gains possibles des investissements. La valeur de l'investissement peut aussi bien diminuer qu'augmenter et les investisseurs s'exposent au risque de ne pas récupérer le capital investi. Les produits structurés comportent des dérivés. N'investissez pas dans ce type de produit si vous ne les comprenez pas parfaitement et si vous n'êtes pas prêt à en assumer les risques. Les risques les plus courants comprennent, sans toutefois s'y limiter, le risque d'évolution défavorable ou imprévue du marché, le risque de qualité de crédit de l'émetteur, le risque d'absence de tarification standard uniforme, le risque d'événements défavorables impliquant des obligations de référence sous-jacentes, le risque de forte volatilité, le risque d'illiquidité, d'une absence totale ou quasi totale de marché secondaire et les conflits d'intérêts. Avant d'investir dans un produit structuré, les investisseurs doivent examiner le document d'offre, le prospectus ou le complément au prospectus qui l'accompagnent afin de comprendre les conditions réelles et les principaux risques associés à chaque produit structuré individuel. Tout paiement sur un produit structuré est soumis au risque de crédit de l'émetteur et/ou du garant. Les investisseurs peuvent perdre la totalité de leur investissement, c'est-à-dire subir une perte illimitée. La liste des risques ci-dessus n'est pas exhaustive.

Pour une liste plus complète des risques liés à ce produit particulier, veuillez contacter votre équipe J.P. Morgan. En cas de doute concernant les risques que le produit comporte, nous vous invitons à demander conseil auprès du courtier ou à un professionnel indépendant. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

Les investissements sur les marchés émergents peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les marchés émergents impliquent un niveau de risque plus important et une volatilité accrue. Les variations des taux de change et les différences de politiques comptables et fiscales en dehors des États-Unis peuvent augmenter ou diminuer les rendements. Certains marchés étrangers peuvent ne pas être aussi stables politiquement et économiquement que les États-Unis et autres pays. Les investissements sur les marchés émergents peuvent être plus volatils.

Les investissements dans les matières premières peuvent être plus volatils que les investissements dans les titres traditionnels. La valeur des matières premières peut être influencée par les fluctuations des marchés boursiers internationaux, la volatilité des indices de matières premières, les variations des taux d'intérêt ou des facteurs qui ont un impact sur un secteur d'activité ou une matière première en particulier, tels que la sécheresse, les inondations, les conditions météorologiques, les maladies du bétail, les embargos, les droits de douane et les développements économiques, politiques et réglementaires sur le plan international. Tout investissement dans des matières premières donne la possibilité de bénéficier de rendements plus élevés, mais comporte un risque de subir des pertes plus importantes. Toutes les stratégies d'options ne conviennent pas à tous les investisseurs. Certaines stratégies peuvent exposer les investisseurs à des risques et à des pertes potentiels importants. Les investisseurs sont invités à examiner attentivement si les options ou les produits ou stratégies liés aux options répondent à leurs besoins.

À TITRE D'INFORMATION UNIQUEMENT – J.P. Morgan Securities LLC n'approuve, ne conseille, ne transmet, ne vend ni ne réalise de transactions dans aucun type de monnaie virtuelle. REMARQUE IMPORTANTE : J.P. Morgan Securities LLC n'intervient pas, n'extrait pas, ne transmet pas, ne conserve pas, ne stocke pas, ne vend pas, n'échange pas, ne contrôle pas, n'administre pas, ni n'émet aucun type de monnaie virtuelle, y compris tout type d'unité numérique utilisée comme moyen d'échange ou comme forme de valeur stockée numériquement.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Les perspectives et les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Veuillez vous référer à la « Définition des indices et des termes » pour des informations importantes. Toutes les sociétés référencées le sont à titre d'illustration uniquement et ne constituent pas une recommandation ou une approbation de la part de J.P. Morgan dans ce contexte. Toutes les données de marché et économiques sont en date d'octobre 2025 et proviennent de Bloomberg Finance L.P. 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

DÉFINITIONS ET INFORMATIONS IMPORTANTES

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 la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE - Succursale du Luxembourg est également sous l'autorité de tutelle de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ; immatriculée sous R.C.S. Luxembourg B255938. Au **Royaume-Uni**, ce document est produit par **J.P. Morgan SE - Succursale de Londres**, sise au 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE - Succursale de Londres est également sous l'autorité de tutelle de la Financial Conduct Authority et de la Prudential Regulation Authority. En **Espagne**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, sise au Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espagne, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE, Sucursal en España est également sous l'autorité de tutelle de la Commission espagnole du marché des valeurs mobilières (CNMV) ; enregistrée auprès de la Banque d'Espagne en tant que succursale de J.P. Morgan SE sous le code 1516. En **Italie**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE - Succursale de Milan**, sise à Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italie, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de

DÉFINITIONS ET INFORMATIONS IMPORTANTES

la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE - Succursale de Milan est également sous l'autorité de tutelle de la Banque d'Italie et la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ; enregistrée auprès de la Banque d'Italie en tant que succursale de J.P. Morgan SE sous le code 8079 ; numéro d'enregistrement à la Chambre de commerce de Milan : REA MI - 2542712. Aux **Pays-Bas**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE - Succursale d'Amsterdam**, sise au World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Pays-Bas, autorisée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque européenne Banque centrale (BCE) ; J.P. Morgan SE - succursale d'Amsterdam est également autorisée et sous l'autorité de tutelle de De Nederlandsche Bank (DNB) et de l'Autoriteit Financiële Markten (AFM) aux Pays-Bas. Enregistré auprès du Kamer van Koophandel en tant que filiale de J.P. Morgan Bank SE sous le numéro d'enregistrement 71651845. Au **Danemark**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE - succursale de 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 (FINSA). Les investisseurs ne doivent pas souscrire ni acheter d'instruments financiers mentionnés dans cette publication, sauf sur la base des informations contenues dans tout document juridique applicable, qui est ou sera mis à disposition dans les juridictions concernées (selon les besoins).

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.

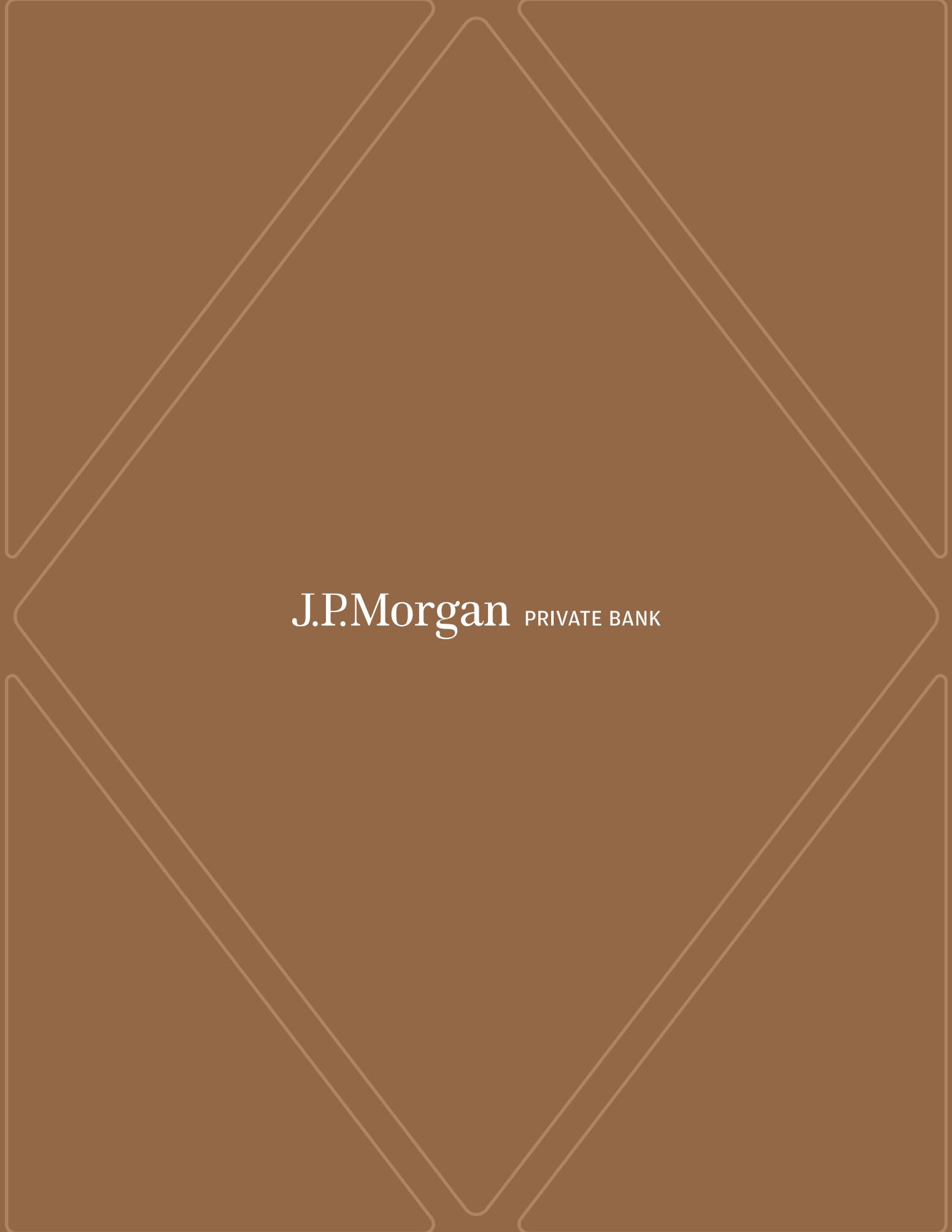
DÉFINITIONS ET INFORMATIONS IMPORTANTES

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.

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

A faint watermark of the J.P. Morgan Private Bank logo is visible across the page. It features a large, stylized 'J' and 'P' intertwined, with 'Morgan' and 'PRIVATE BANK' stacked to the right. The watermark is repeated diagonally across the page.

J.P.Morgan PRIVATE BANK