

2024

Une économie forte *dans un monde fragile*

Perspectives
semestrielles 2024.



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

Au début de l'année, la plupart des prévisionnistes anticipaient qu'une baisse rapide de l'inflation permettrait aux banques centrales d'entamer une série de baisses des taux d'intérêt. Il s'agissait là de projections raisonnables, d'une vision logique de la situation.

Mais l'économie a défié les prévisions. L'inflation n'a pas diminué aussi rapidement que beaucoup l'espéraient. Pourtant, l'économie mondiale semble remarquablement résiliente au regard d'une série de variables macroéconomiques.

Le monde se trouve également à un tournant décisif. Le risque géopolitique est réel, et il est au centre de l'attention des investisseurs, grands et petits. Leurs préoccupations sont multiples. Le risque d'aggravation d'un conflit mondial. L'issue inconnue - et les implications inconnues - des élections américaines de novembre. Les relations tendues entre les États-Unis et la Chine. L'attention portée à la sécurité nationale, dans les domaines traditionnels de la défense, des sources d'énergie, des chaînes d'approvisionnement et de la cybersécurité.

C'est pourquoi nous intitulons nos *Perspectives semestrielles* « Une économie forte dans un monde fragile ».

D'une part, une croissance plus forte, de meilleurs rendements obligataires et des valorisations des actions plus élevées. D'autre part, une inflation plus forte, des risques géopolitiques accrus et des impôts potentiellement plus élevés.

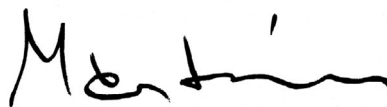
Dans les perspectives du second semestre, nous nous appuyons sur l'expérience de notre groupe chargé de la stratégie globale d'investissement pour nous aider à identifier les risques et les opportunités auxquels nos clients pourraient être confrontés. Les clients peuvent compter sur les actions pour tirer parti de la croissance mondiale, sur les actifs réels pour se prémunir contre l'inflation et sur les obligations pour générer des revenus et atténuer les risques en cas d'essoufflement de la croissance économique. L'intelligence artificielle n'en est qu'à ses balbutiements. Les Perspectives semestrielles soulignent qu'il a fallu 15 ans aux ordinateurs personnels pour accroître la productivité de l'économie ; l'IA, selon nos prévisions, pourrait le faire en sept ans.

En bref, nous considérons que des forces positives peuvent faire progresser les marchés en 2024 et au-delà.

Quoi que les marchés nous réservent, nous comptons les uns sur les autres et sur les relations que nous avons forgées au fil du temps pour donner le meilleur de nous-mêmes. Nous sommes honorés d'être à vos côtés en tant que partenaire financier. Nous vous remercions de la confiance que vous continuez à accorder à J.P. Morgan.



David Frame
CEO, Banque Privée, États-Unis



Martin Marron
CEO, Banque Privée, International

Perspectives semestrielles 2024 | Points clés

L'économie est plus forte que vous ne le pensez.

La hausse des marchés mondiaux devrait se poursuivre.

L'intelligence artificielle n'en est qu'à ses balbutiements.

Son évolution est incertaine, mais son impact pourrait être considérable.

Les taux resteront élevés plus longtemps, mais pas indéfiniment.

Les opportunités dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt pourraient ne pas durer.

Les élections américaines auront des répercussions mondiales.

Ne les laissez pas perturber vos projets.

Préparez-vous à la poursuite des conflits.

Diversifiez vos investissements et envisagez d'investir dans la sécurité, la défense et les infrastructures.



Une économie forte

L'économie est plus résiliente que vous ne le pensez	9
Les taux resteront élevés plus longtemps, mais pas indéfiniment	15
L'intelligence artificielle n'en est qu'à ses balbutiements	30

dans un monde fragile

Les élections américaines auront des répercussions mondiales	35
Préparez-vous à la poursuite des conflits	39

Perspectives mondiales

Un nouveau chapitre pour les entreprises européennes	46
Une demande forte, une offre rare : tirer profit des matières premières critiques	51
Actions japonaises : cette fois-ci, c'est différent	55

Peu nombreux sont ceux qui l'ont prévu.

La croissance mondiale défie la pression de la hausse des taux d'intérêt, et se révèle plus importante et plus durable que ne le prévoyaient la plupart des prévisionnistes. Parallèlement, la persistance de l'inflation a contrarié les anticipations de baisse significative des taux d'intérêt. Toutefois, les actions mondiales ont enregistré un rendement de plus de 10 % depuis le début de l'année.

Au cours des cinq derniers mois, les économistes ont revu à la hausse leurs prévisions de croissance du PIB réel mondial pour 2024, d'environ 2,5 % à 3 %, et ont ramené de sept à deux leurs prévisions du nombre de baisses des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine. Les investisseurs et les décideurs, autrefois sceptiques, ont fini par admettre que l'économie ne se contente pas d'être résiliente, mais est en réalité plutôt robuste. Et à long terme, l'impact économique potentiel de l'intelligence artificielle (IA) pourrait être significatif, voire transformateur.

Dans nos *Perspectives semestrielles*, nous faisons le point sur l'environnement actuel.



L'environnement actuel
semble « meilleur » qu'à
l'accoutumée.

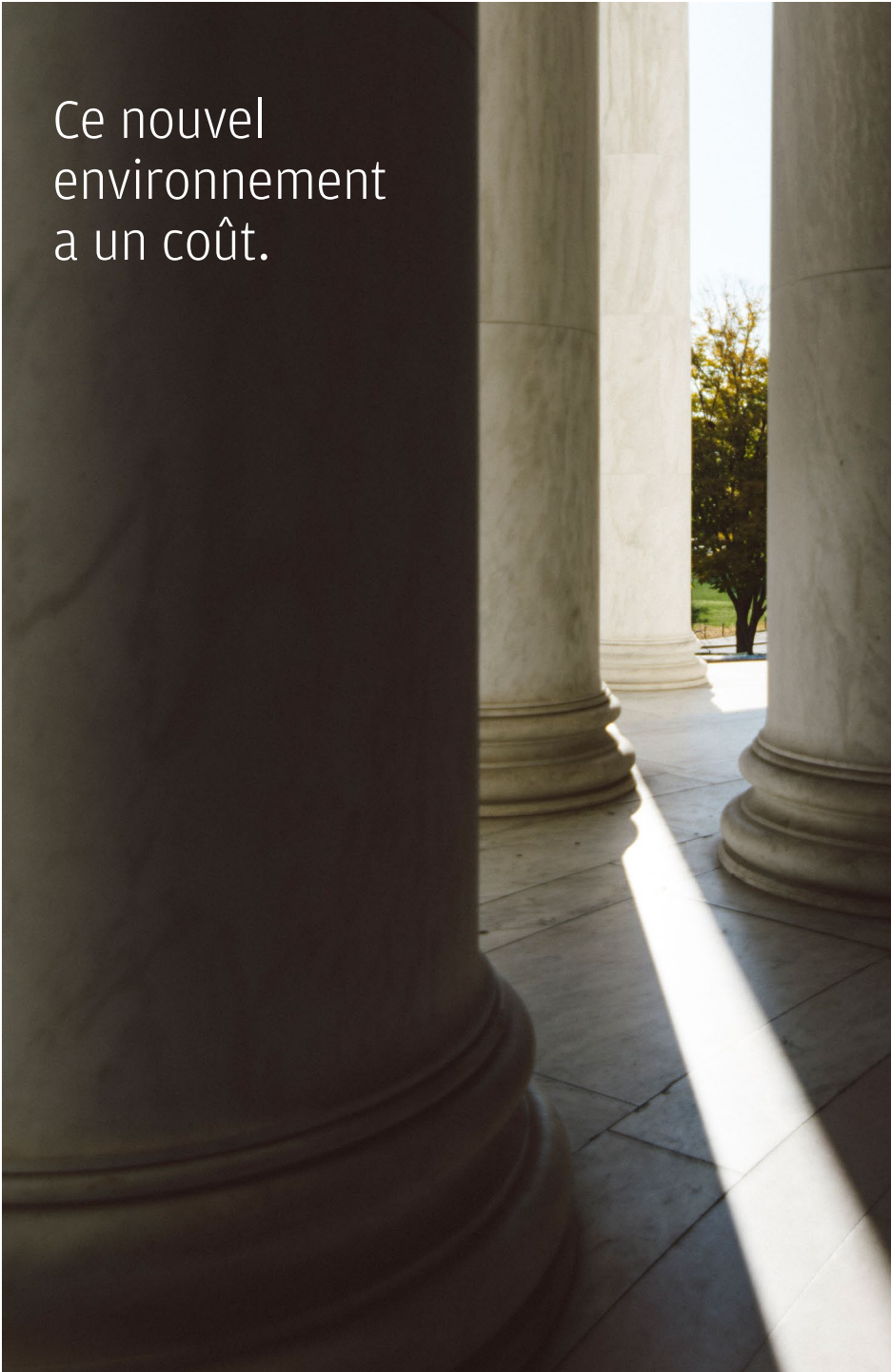
Croissance plus élevée

Taux directeurs et rendements
obligataires plus élevés

Valorisation des actions
plus élevée

En réalité, un ensemble de variables macroéconomiques et de marché (exception faite de l'inflation) dans les économies développées semblent aussi saines qu'elles ne l'ont jamais été depuis des décennies, des taux de chômage et des rendements des obligations d'État à court terme en passant par les marges bénéficiaires des entreprises. Les actions mondiales devraient alimenter les rendements des portefeuilles jusqu'à la fin de l'année. Parallèlement, les coûts de financement plus onéreux créent un potentiel de rendements obligataires attrayants et de décotes pour les actions de moyenne capitalisation, l'immobilier et le *private equity*.

Et pourtant...



Ce nouvel
environnement
a un coût.

IL EXISTE UNE POSSIBILITÉ POUR :

Une inflation plus élevée

Des risques géopolitiques plus importants

Des impôts plus élevés

Les clients devraient être pleinement investis, tout en restant attentifs aux risques potentiels qui pèsent sur une économie mondiale forte dans un monde fragile.

Le risque géopolitique est au cœur des préoccupations des investisseurs, grands et petits. La possibilité d'une aggravation des conflits mondiaux - qu'il s'agisse d'une guerre régionale au Moyen-Orient ou d'une intensification de ce qui est déjà la plus importante guerre terrestre en Europe depuis la Seconde Guerre mondiale - ne peut être écartée. Les élections américaines de novembre pourraient avoir d'importantes répercussions sur l'économie et le marché, que personne ne peut prédire avec certitude. Les relations entre les États-Unis et la Chine, les deux économies et partenaires commerciaux les plus importants au monde, semblent se détériorer inexorablement.

Une économie forte dans un monde fragile : tel est le contexte dans lequel évoluent les investisseurs à l'approche de la mi 2024.



Une économie forte

Un rapide bilan de santé montre que le terme « résiliente », utilisé pour qualifier l'économie mondiale, minimise ce que nous observons.

Aux États-Unis, la croissance réelle tend à avoisiner 3%, le taux de chômage est inférieur à 4% depuis deux ans (un record) et l'inflation est tombée depuis son point haut de 2022 à un taux plus tolérable (bien que supérieur à l'objectif fixé) d'environ 3%. Par ailleurs, la croissance européenne se redresse après un choc lié aux prix de l'énergie et aux taux d'intérêt, tandis que l'industrie manufacturière mondiale pourrait enfin repartir à la hausse.

Du point de vue des marchés, les actions mondiales ont augmenté de 20% au cours de l'année écoulée et les obligations d'État à court terme offrent des rendements réels positifs – qu'est-ce qui ne va pas ?

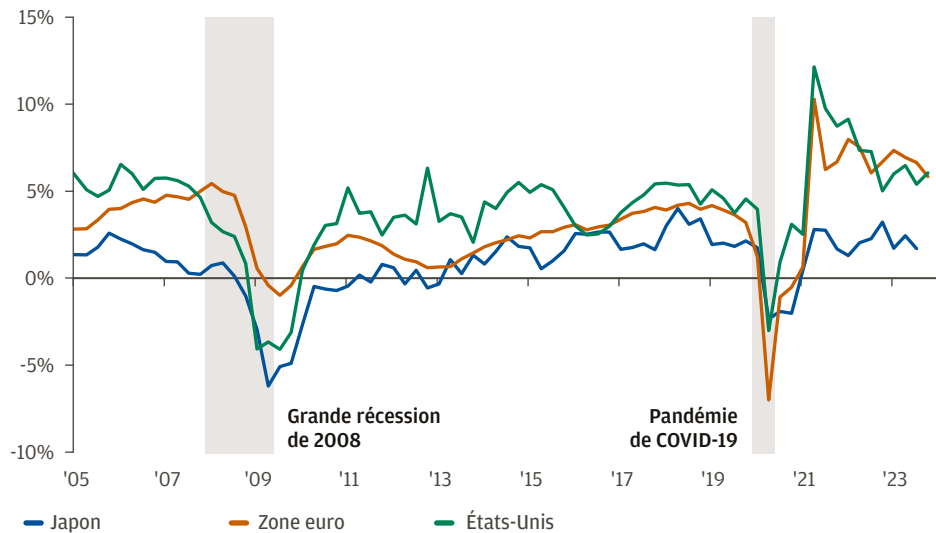
Une croissance plus élevée dans une économie forte

Les consommateurs alimentent une expansion qui s'annonce durable

La croissance plus importante commence avec la pandémie. De puissantes mesures de relance budgétaire et monétaire, alliées à la réouverture de l'économie, ont propulsé la croissance mondiale à un rythme effréné de plus de 15 % en termes nominaux en 2021. Aujourd'hui, après trois ans et avec la fin du cycle de durcissement des banques centrales, la croissance a marqué le pas pour s'établir à environ 6,5 % en termes nominaux. Bien que la croissance nominale puisse encore ralentir au cours de l'année à venir, elle se stabilisera probablement à un rythme plus élevé que celui qui a marqué la majeure partie des années 2010.

Les revenus des ménages augmentent et financent une consommation soutenue

Croissance de la rémunération totale des salariés, % en glissement annuel

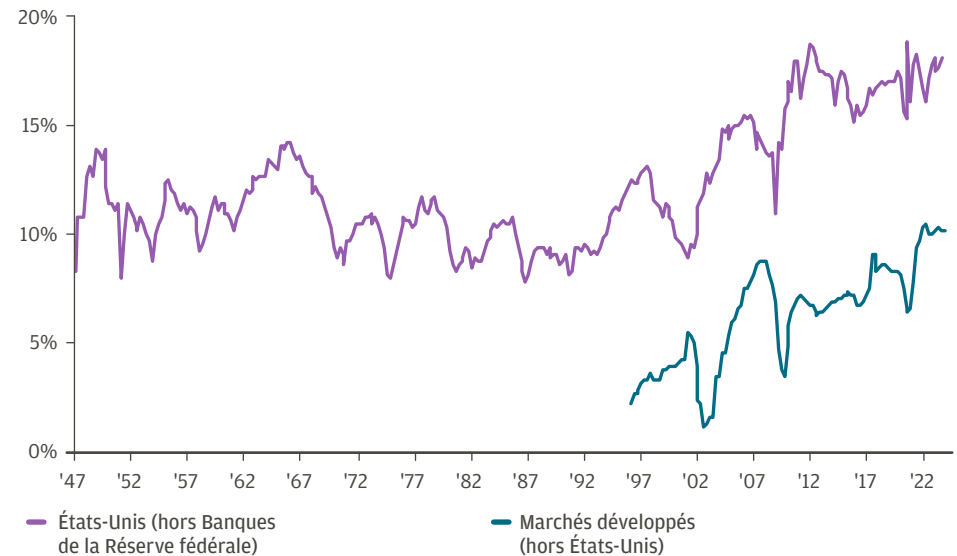


Sources : Organisation de coopération et de développement économiques, NBER, Haver Analytics. Données au 31 mars 2024.

La croissance des revenus des ménages en Europe et aux États-Unis avoisine 6 %, et a financé une consommation soutenue. Parallèlement, la confiance est renforcée par des prix des actifs élevés et une richesse nette record. Cette consommation est une aubaine pour les entreprises, qui ont rarement aussi bien réussi à transformer leurs chiffres d'affaires en bénéfices. Aux États-Unis, les marges bénéficiaires non financières ont avoisiné 18 %, tandis qu'en Europe et au Japon, elles ont doublé pour atteindre 10 % au cours de la dernière décennie. En l'absence de contraction importante des marges ou des bénéfices, il est difficile d'envisager le type de plans de licenciement qui menaceraient les revenus des ménages.

Les entreprises ont rarement aussi bien réussi à transformer leurs chiffres d'affaires en bénéfices

Bénéfices non financiers des entreprises en % du chiffre d'affaires

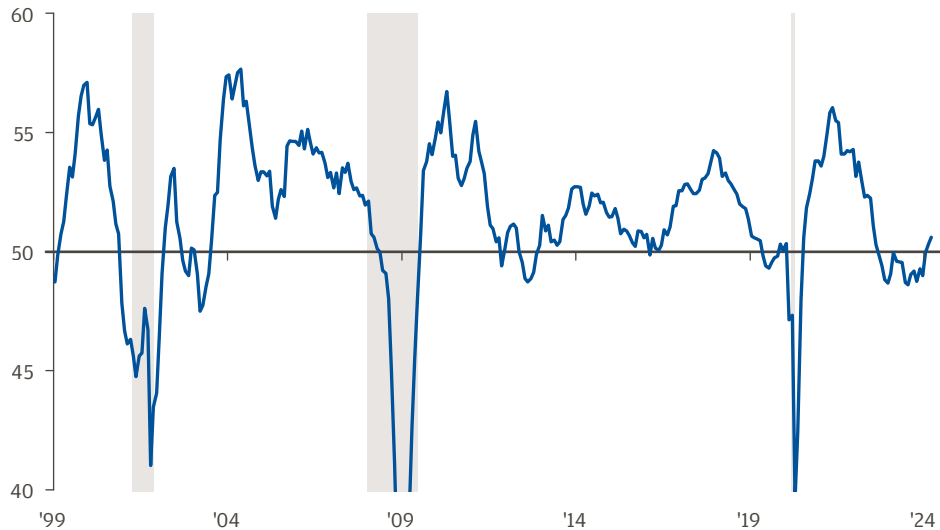


Sources : Federal Reserve Board, MSCI, J.P. Morgan. Données au 31 mars 2024.

En dehors des États-Unis, les perspectives de croissance pourraient légèrement s'améliorer. Les indicateurs économiques mondiaux sont étonnamment orientés à la hausse, et le secteur manufacturier mondial pourrait se revigorer après une année difficile, les entreprises reconstituant des stocks actuellement épuisés. Même en Chine, les indicateurs économiques se sont stabilisés en dépit de la persistance de la crise dans le secteur immobilier.

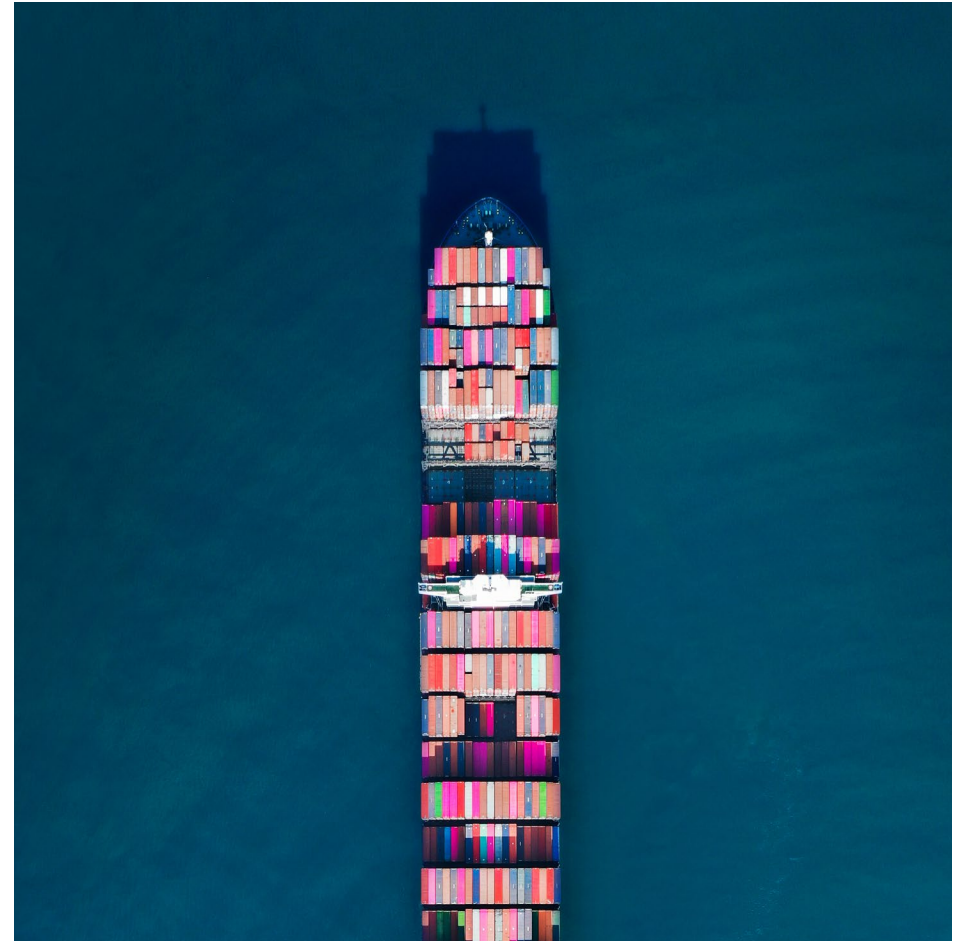
L'industrie manufacturière mondiale prend un virage

J.P. Morgan Global Manufacturing PMI (>50 = expansion)



Sources : J.P. Morgan, S&P Global, National Bureau of Economic Research, Haver Analytics. Données au 30 avril 2024.

Les entreprises sont également plus enclines à investir dans la croissance. La confiance des chefs d'entreprise est à son plus haut niveau en deux ans, les bénéfices des sociétés sont élevés et l'amélioration des conditions de crédit entraînera probablement une augmentation des dépenses d'investissement et des embauches. Les secteurs cycliques sensibles aux taux d'intérêt pourraient également rebondir si la politique monétaire devient plus accommodante. L'investissement résidentiel (logement) est l'une des composantes de l'économie les plus sensibles aux taux d'intérêt. La production dans ce secteur s'est effondrée de près de 15 % pendant le cycle de hausse des taux. Malgré des taux d'intérêt toujours élevés, le secteur a commencé à renouer avec la croissance.



Le risque de récession est relativement faible. Mais certains investisseurs craignent toujours que le contexte de croissance ne conduise à nouveau à une inflation élevée et à une nouvelle série de hausses des taux d'intérêt de la part des banques centrales mondiales. La croissance maintiendra probablement l'inflation au-delà des objectifs des banques centrales jusqu'à la fin de l'année, mais elle ne devrait pas nécessiter de nouvelles hausses des taux d'intérêt qui risqueraient de compromettre le cycle économique.

Une inflation plus élevée dans une économie forte

L'inflation devrait se stabiliser entre 2 % et 3 %

L'inflation mondiale a accusé une baisse impressionnante (et favorable au marché), passant de près de 8 % à 3 %, mais certains signes indiquent que le rythme de ce fléchissement ralentit, notamment aux États-Unis. Au premier trimestre, les prix de l'indice PCE de base (prix à la consommation hors alimentation et énergie) ont augmenté à un rythme annuel proche de 4 %, la hausse de l'indice du coût de l'emploi a surpris et les indicateurs des anticipations d'inflation basés sur le marché ont augmenté.

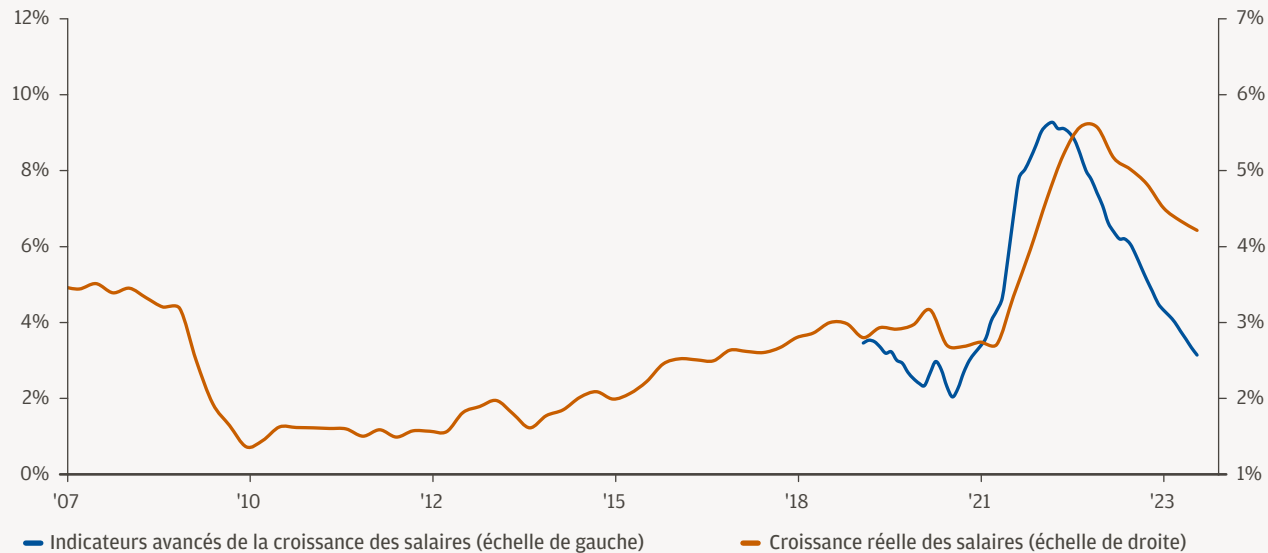
Au second semestre, nous estimons que l'inflation américaine devrait passer du rythme annualisé de 4 % observé au premier trimestre à moins de 3 % d'ici la fin de l'année.

La désinflation cyclique devrait être alimentée par le ralentissement de l'inflation de la composante logement de l'IPC et de la hausse des salaires. Les indicateurs avancés des loyers semblent indiquer un ralentissement des indices officiels du logement cette année. Cette évolution devrait compenser toute hausse des prix des biens, compte tenu de la reconstitution des stocks et du maintien de la demande des consommateurs. Sur le front de l'emploi, l'équilibre entre l'offre et la demande s'est nettement amélioré entre 2021 et 2022, et les indicateurs avancés de la croissance des salaires suggèrent que la hausse observée au premier trimestre devrait s'inverser.

La croissance des salaires devrait ralentir au cours des prochains mois

Indice américain Indeed Wage Tracker, moyenne mobile sur 3 mois, % de variation en glissement annuel

Croissance des salaires, % de variation en glissement annuel de l'indice du coût de l'emploi



Sources : Indeed Hiring Lab, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Données au 31 mars 2024.

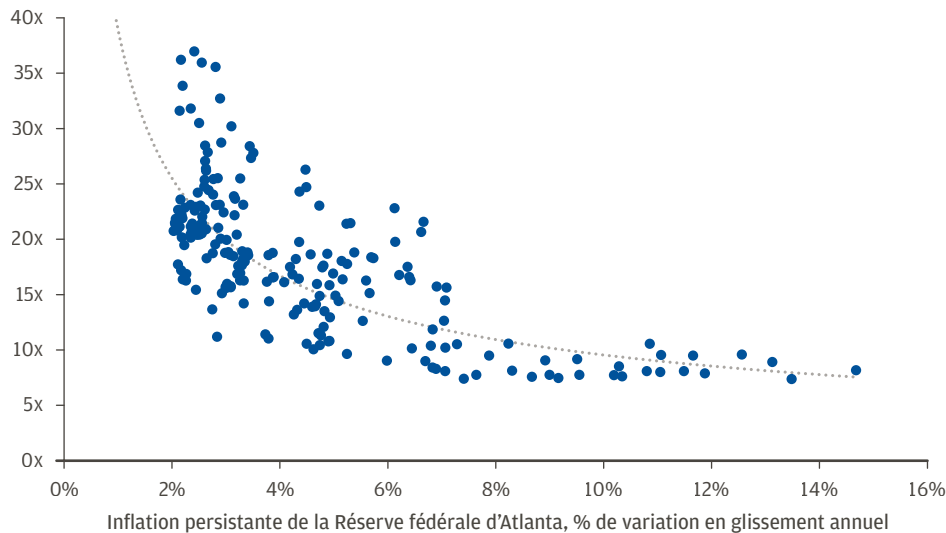
D'après notre analyse, l'inflation américaine devrait se situer dans une fourchette de 2 % à 3 % dans un avenir proche.

Tout d'abord, les marchés du travail restent plus tendus qu'ils ne l'étaient avant la pandémie, ce qui alimente une croissance plus forte des salaires. Même en versant des salaires plus élevés, les entreprises jouissent d'un plus grand pouvoir de fixation des prix, qu'elles répercutent sur les consommateurs.

Ensuite, les prix des matières premières ont augmenté. Cette évolution reflète pour partie l'impact de la politique industrielle et de la transition énergétique, qui ont stimulé la demande plus que l'offre. Les prix des produits de base intègrent désormais plus de risques géopolitiques.

Les multiples d'actions ont tendance à être soutenus lorsque l'inflation est inférieure à 3 %

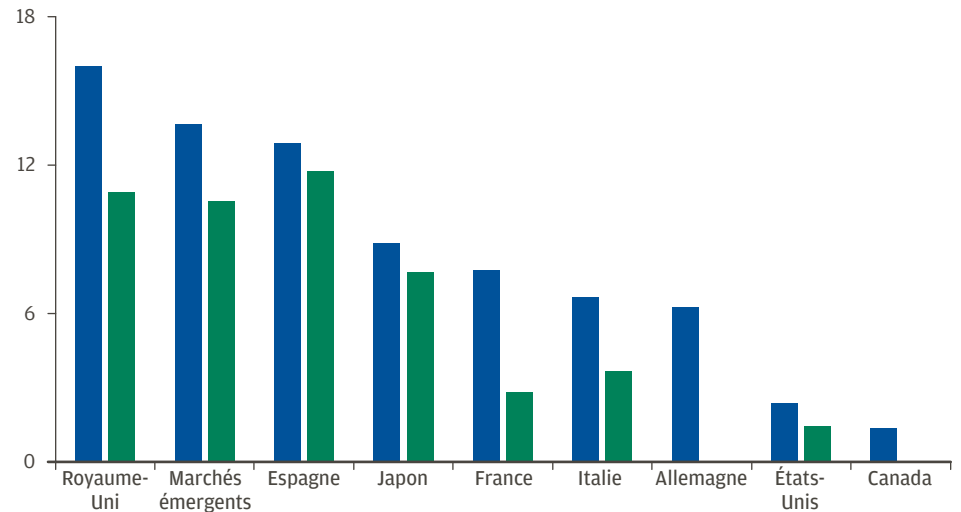
Multiples P/E du S&P 500



Sources : S&P et Réserve fédérale d'Atlanta. Données au 30 septembre 2023.

Une hausse des prix de l'énergie compromettrait nos perspectives d'inflation

En points de base, répercussion sur l'inflation hors énergie d'une hausse de 1 % de l'inflation de l'énergie



■ Y compris la pandémie (2000 - 3e trimestre 2023) ■ Hors pandémie (2000 - 4e trimestre 2019)

Sources : Oxford Economics, Haver Analytics. Données au 31 décembre 2023. Les marchés émergents comprennent huit pays : Brésil, Chili, République tchèque, Hongrie, Mexique, Pérou, Pologne, Roumanie. Note : Un modèle polynomial à décalage distribué est utilisé pour estimer les répercussions des prix de l'énergie. La variable dépendante est l'IPC hors énergie, et les variables indépendantes sont des fonctions polynomiales de l'inflation de l'énergie avec des décalages allant jusqu'à quatre et de degré allant jusqu'à deux. Un décalage d'un quart de la variable dépendante est également inclus comme contrôle. Le résultat est la somme de tous les coefficients des variables de l'inflation de l'énergie. Le modèle est estimé avec des données trimestrielles allant de 2000 au quatrième trimestre 2019 pour le résultat hors pandémie, et jusqu'au 3e trimestre 2023 pour le résultat pandémie incluse.

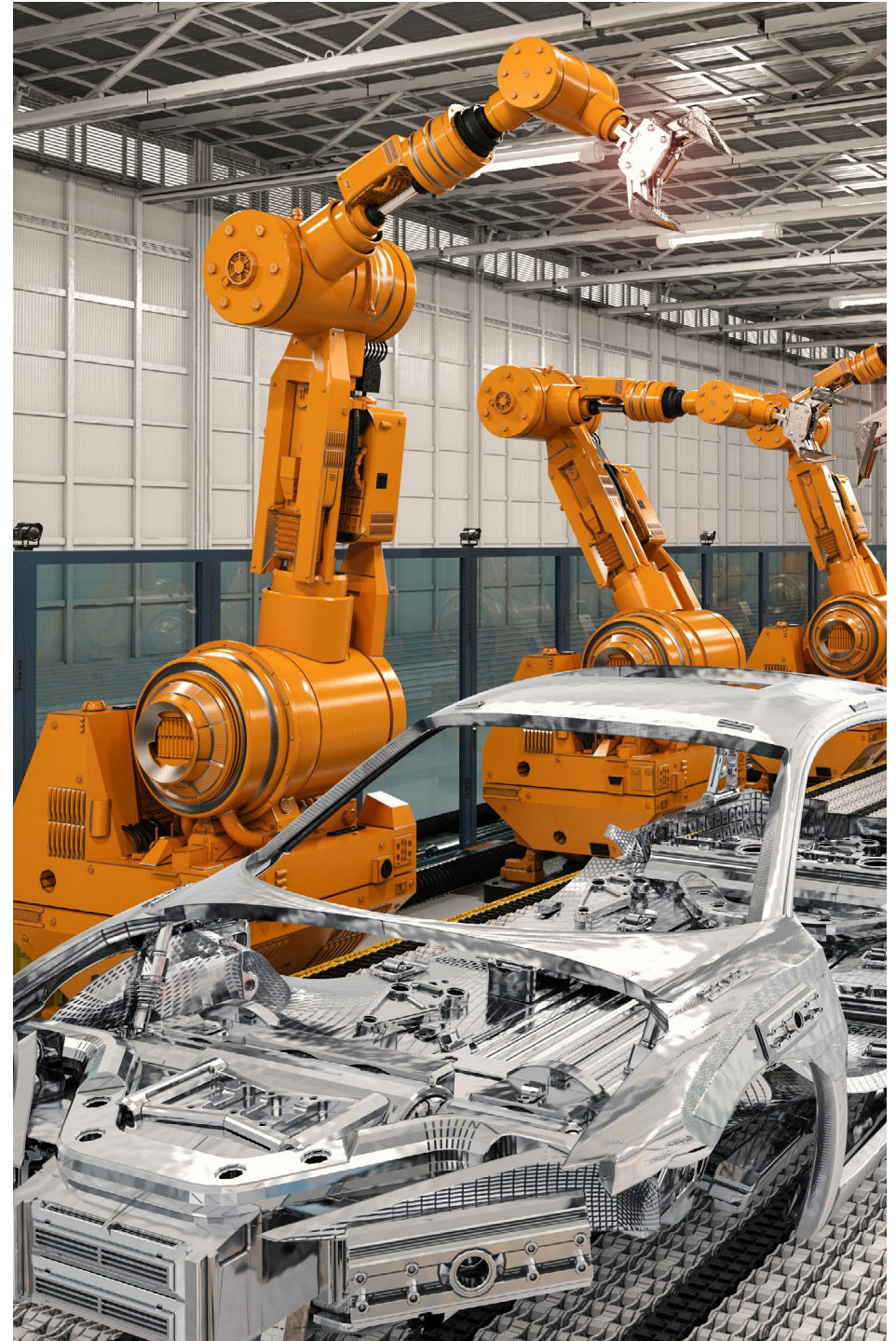
Enfin, il faudra de nombreuses années avant que la pénurie de logements ne se résorbe dans nombre d'économies développées. Cette situation devrait engendrer une pression à la hausse sur les coûts du logement en 2025 et au-delà.

Du point de vue de l'investisseur, une inflation de 2 % à 3 % devrait être relativement favorable. D'après notre analyse, une inflation de 3 % a représenté un seuil clé au cours des 60 dernières années. En dessous de ce niveau, les multiples du marché actions ont tendance à rester bien soutenus et la corrélation négative entre les actions et les obligations est fiable.

Bien entendu, une nouvelle hausse des prix de l'énergie - due, par exemple, à une guerre régionale au Moyen-Orient - compromettrait nos perspectives d'inflation aux États-Unis. Comment la hausse des prix de l'énergie pourrait-elle se répercuter sur l'ensemble de l'économie ? Il faudrait une hausse durable de 50 % des prix de l'énergie pour que l'inflation hors énergie augmente de 1 %. Une augmentation de cette ampleur est peu probable, compte tenu des réserves de l'OPEP, de l'indépendance énergétique des États-Unis et de la prime de risque géopolitique qui se reflète probablement déjà dans les prix du pétrole.

L'inflation européenne est beaucoup plus exposée à la volatilité potentielle des prix des matières premières, mais la croissance des prix dans l'Union monétaire européenne est revenue à des niveaux plus confortables. Notons que la poussée inflationniste en Europe tenait davantage à des chocs énergétiques, alimentaires et d'approvisionnement qu'à des tensions sur les marchés de l'emploi et à une demande excédentaire. L'inflation européenne semble bien partie pour revenir à l'objectif de la Banque centrale européenne vers la fin de l'année.

Les pressions à la hausse pourraient maintenir l'inflation au-dessus des objectifs des banques centrales, notamment aux États-Unis. Les taux directeurs et les rendements obligataires seront probablement plus élevés, mais les bénéfices des entreprises et la demande d'actifs réels seront également plus robustes. Ce contexte est positif pour les portefeuilles multi-actifs.



Des taux directeurs plus élevés dans une économie forte

Les taux directeurs aux États-Unis resteront probablement supérieurs au taux d'inflation

Début 2024, les investisseurs anticipaient un cycle de baisse des taux d'intérêt significatif. Il semble que ce soit le cas à l'échelle mondiale. Mais aujourd'hui, la Réserve fédérale semble vouloir attendre que l'inflation baisse encore.

Comment la Réserve fédérale va-t-elle déterminer sa prochaine mesure ? Nous estimons que la Banque centrale est en position de force. Tant que le marché du travail n'est pas sous pression, elle peut attendre que les indicateurs de la composante logement de l'inflation s'améliorent. Si la croissance ralentit de manière inattendue au point de menacer d'une récession, la Réserve fédérale pourra baisser les taux d'intérêt et stimuler l'activité dans les segments de l'économie qui en bénéficieraient le plus, notamment l'immobilier résidentiel.

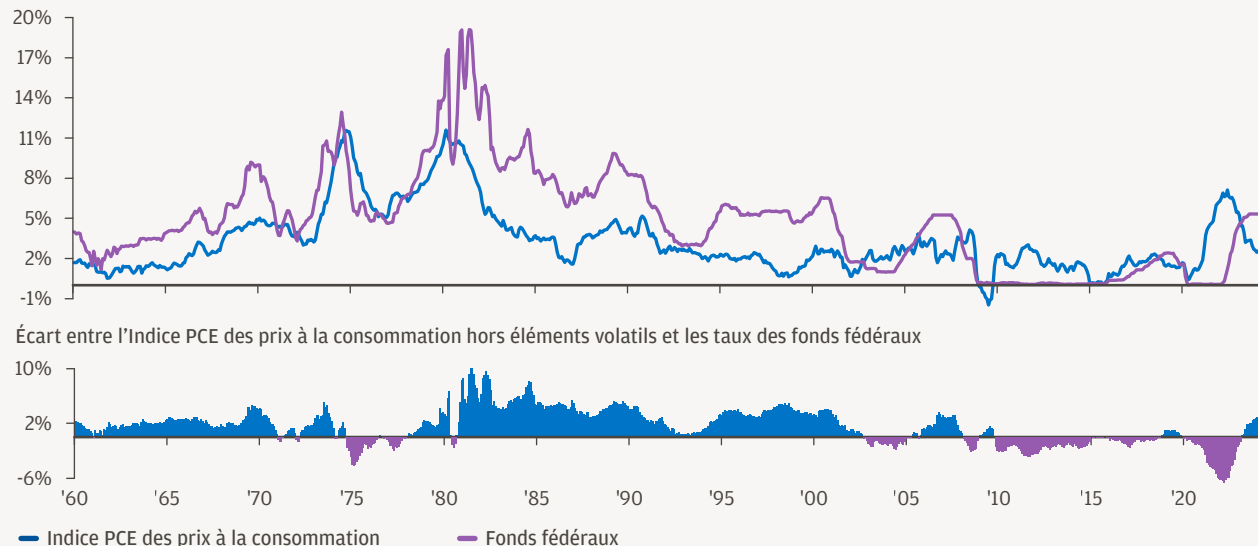
En l'absence d'un regain de pression sur le marché du travail, les arguments en faveur de nouvelles hausses de taux semblent relativement minces.

Comme nous l'avons noté, le marché du travail américain est beaucoup plus sain qu'il ne l'était en 2022, notamment parce que l'offre de main-d'œuvre a été stimulée par 700 000 travailleurs supplémentaires nés à l'étranger au premier trimestre. En outre, les indicateurs avancés laissent entrevoir la poursuite d'un tassement de la croissance des salaires.

Surtout, les attentes en matière d'inflation sont modérées. Les enquêtes de la Réserve fédérale de New York et de l'Université du Michigan sur les prévisions d'inflation à un an restent proches de 3 %. Les indicateurs de marché concernant l'inflation à plus long terme sont stables, proches de 2,5 % depuis un an.

Pendant la majeure partie de l'histoire financière moderne, les taux directeurs ont été supérieurs au taux d'inflation

Indice PCE des prix à la consommation hors éléments volatils et taux des fonds fédéraux, % de variation en glissement annuel



Sources : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board, Haver Analytics. Données au 31 mars 2024.

Lorsque la Réserve fédérale décidera de baisser les taux d'intérêt, ceux-ci resteront probablement supérieurs au taux d'inflation, ce qui serait conforme aux tendances historiques, comme l'illustre le graphique précédent.

Lorsque la Réserve fédérale entamera son cycle de baisse des taux, les investisseurs devront comprendre que nous serons dans un environnement de taux très différent. Au cours des années 2010, la Réserve fédérale a entamé un assouplissement de sa politique monétaire sans précédent. Les taux directeurs sont restés bien en deçà du taux d'inflation afin d'aider les consommateurs et les entreprises à restaurer leur situation financière après la crise financière mondiale. Parallèlement, les économistes ont théorisé sur la « stagnation séculaire » et la mort de l'inflation.

Cette époque est révolue. Le risque d'inflation élevée est tout aussi important que le risque de récession, la volatilité de l'inflation est plus élevée et les bilans du secteur privé sont très sains. Pour le reste de l'année et jusqu'en 2025, l'environnement de rendement des liquidités devrait être comparable à celui des années 1990, lorsque les taux directeurs étaient supérieurs d'environ 200 points de base au taux d'inflation.

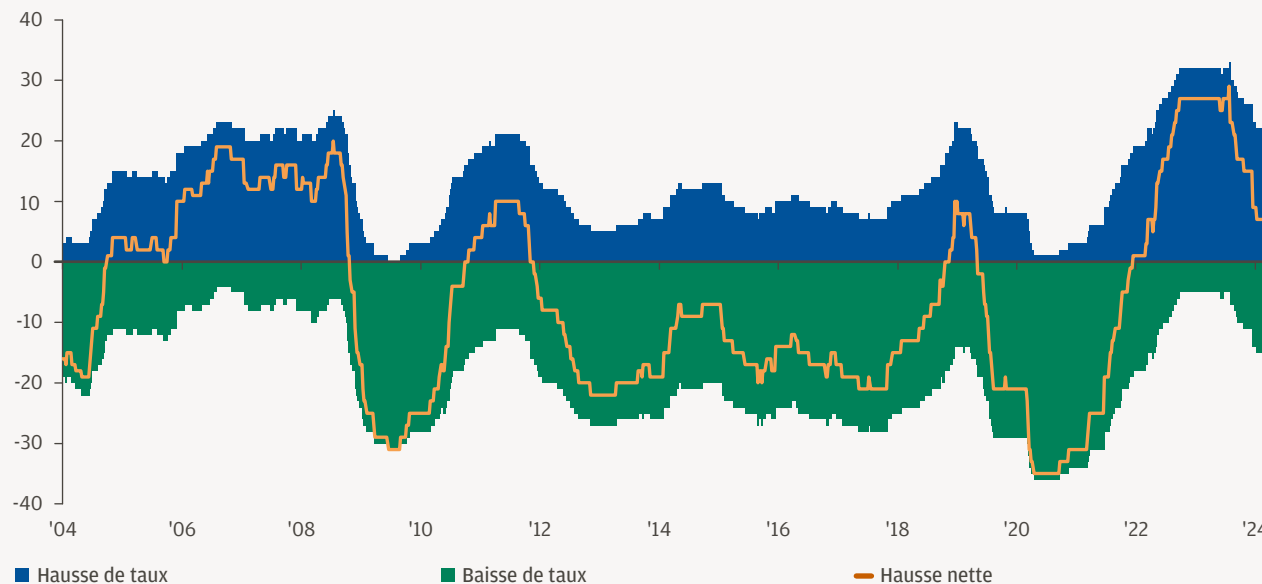
Ainsi, les décideurs politiques favorisent l'épargne plutôt que l'investissement, ce qui devrait contribuer à limiter la hausse des prix.

Le cycle de baisse des taux de la Réserve fédérale pourrait être retardé, mais à l'échelle mondiale, le mouvement de resserrement s'est résolument inversé. La Banque Nationale Suisse a déjà commencé à baisser ses taux d'intérêt, devenant ainsi la première banque centrale du G-10 à le faire, et actuellement, 20 autres banques centrales réduisent leurs taux. La Banque centrale européenne et la Banque du Canada ont amorcé les baisses de taux pour cet été. La Banque centrale du Brésil a déjà abaissé son taux directeur de 13,75 % l'été dernier à 10,75 % aujourd'hui, et certaines banques centrales d'Amérique latine ont terminé leurs cycles d'assouplissement.

L'exception est la Banque du Japon. L'inflation japonaise et la croissance des salaires commencent enfin à atteindre un niveau compatible avec les objectifs de la politique de la Banque centrale. Le Japon offre les rendements les plus bas au plan mondial (les rendements des bons du Trésor japonais sont encore proches de 0 %), ce qui pèse sur le yen.

La Réserve fédérale est attentiste, mais des baisses de taux sont en cours au niveau mondial

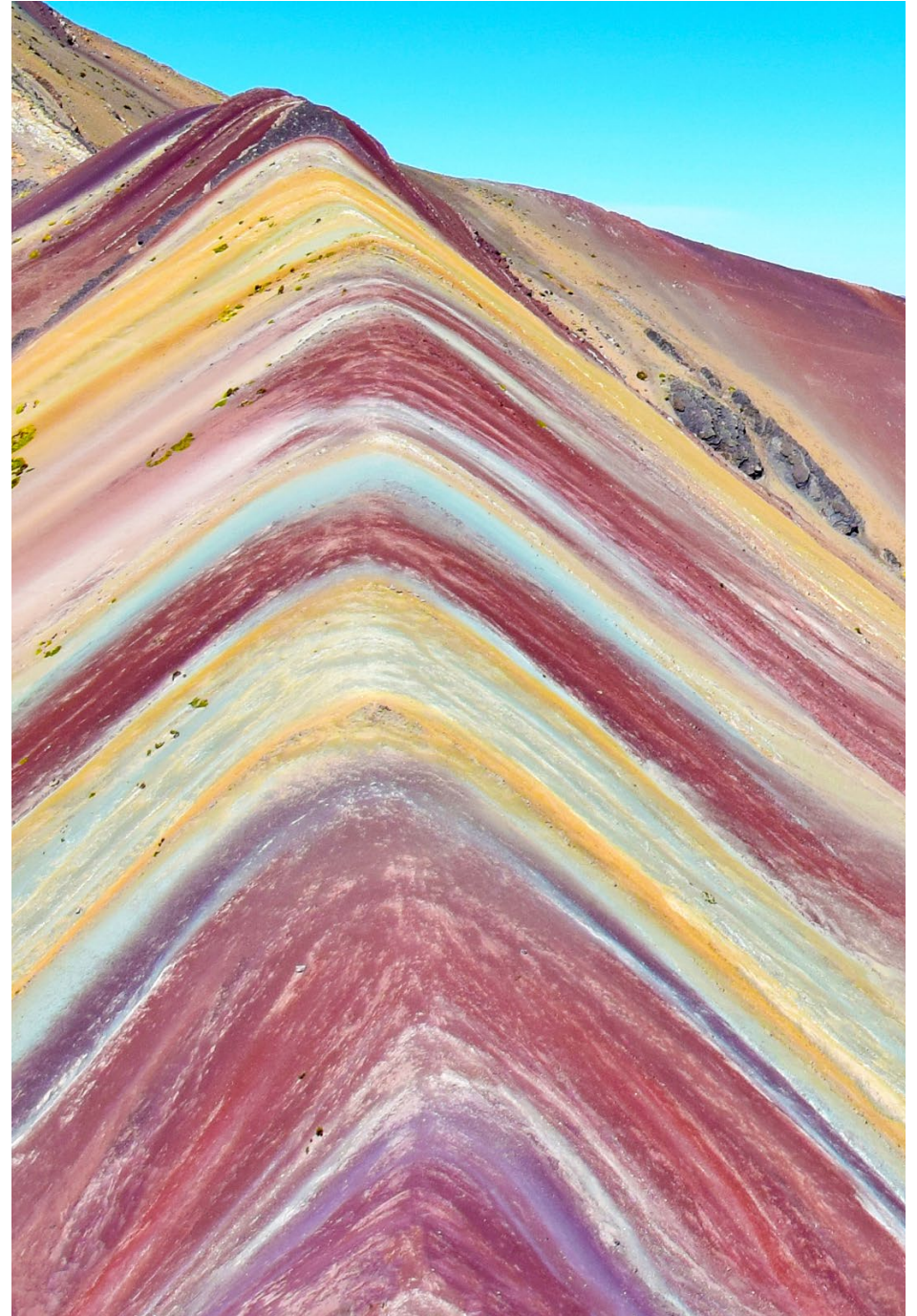
Nombre de banques centrales dont la dernière décision a été une hausse ou une baisse



Sources : banques centrales, Bloomberg Finance L.P. Données aux 31 mai 2024.

La combinaison d'une inflation plus saine et d'une pression sur la monnaie incite la Banque du Japon à normaliser les taux d'intérêt à partir de maintenant, même si elle maintient globalement une politique de soutien.

Cette évolution en faveur de l'assouplissement devrait être favorable aux actifs risqués mondiaux, même si le cycle de réduction mondial sera plus échelonné que le cycle de hausse qui a débuté en 2021. Cette différenciation devrait également offrir des opportunités aux stratégies de *hedge funds* qui bénéficient de taux de base plus élevés. Les marchés des changes pourraient également présenter des opportunités jusqu'à la fin de l'année. Les devises défensives à faible rendement telles que le franc suisse, le yen japonais et le renminbi chinois devraient rester sous pression, notamment par rapport au dollar américain.



Des rendements obligataires plus élevés dans une économie forte

Les rendements obligataires se maintiendront à des niveaux plus élevés qu'au cours de la dernière décennie

Fondamentalement, les rendements des obligations d'État reflètent les attentes des investisseurs concernant les futurs taux directeurs des banques centrales, les perspectives de croissance et d'inflation, et une prime de risque qui intègre tous les autres facteurs. Compte tenu de notre perspective de hausse des taux directeurs, de poursuite de la croissance mondiale et d'inflation persistante, nous estimons que les rendements obligataires, toutes échéances confondues, se négocieront probablement dans une fourchette plus élevée que pendant la période qui a suivi la crise financière mondiale.

Les rendements des obligations d'État à 10 ans sont étroitement liés à la croissance nominale du PIB. Aujourd'hui, la croissance nominale aux États-Unis est supérieure à

Les rendements des obligations américaines à long terme fluctuent à l'instar des variations du PIB

Croissance du PIB américain sur 10 ans, % de variation annualisé ; rendement des obligations du Trésor à 10 ans



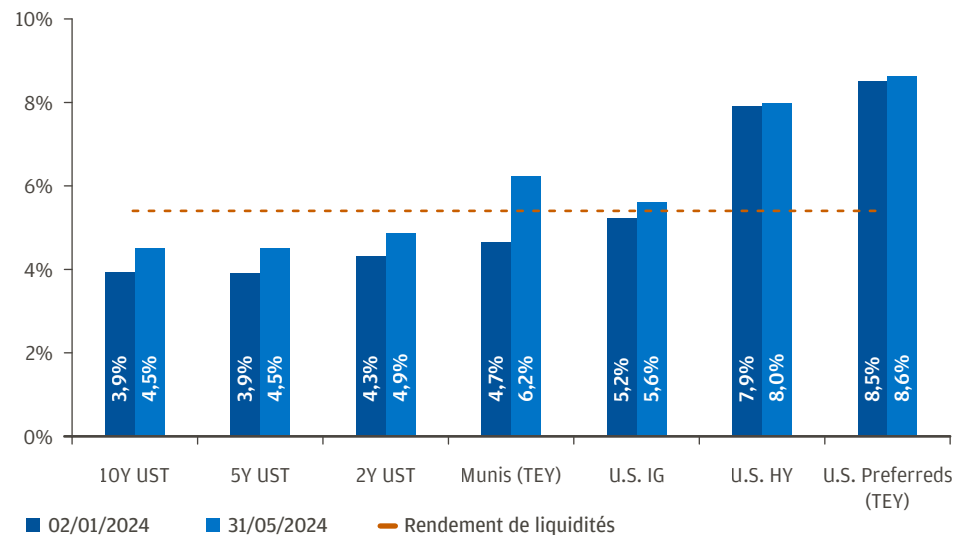
Sources : Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Données au 31 mars 2024.

5 %. Les attentes concernant la politique de la banque centrale ont également évolué. Le risque de récession est relativement faible et il existe un risque d'inflation persistante, de sorte que les chances d'un cycle d'assouplissement important des banques centrales mondiales semblent faibles.

La théorie et la pratique nous indiquent que les rendements obligataires devraient rester élevés, sans compter les risques d'émission excessive de dette publique qui augmenterait l'offre, ou un choc sur les prix des matières premières qui pourrait accroître les anticipations d'inflation. Certains risques augmentent. Mais le revirement de la politique monétaire mondiale signifie que les taux obligataires ont déjà atteint leurs plus hauts niveaux pour ce cycle.

Le rendement des obligations de qualité et des obligations de collectivités locales est désormais largement supérieur à celui des liquidités

Rendement, %



Sources : Bloomberg Finance L.P. Données au 31 mai 2024.

Le haut de la fourchette des rendements obligataires devrait être rassurant pour les investisseurs. En cas de ralentissement cyclique, la hausse des prix des obligations de grande qualité devrait contribuer à compenser les baisses des actifs plus risqués. En effet, nous maintenons la durée dans les portefeuilles multi-actifs.

D'un point de vue tactique, il n'est pas nécessaire d'investir dans des titres à plus longue échéance ou plus risqués pour obtenir des rendements attrayants. En effet, les obligations d'entreprises américaines « investment grade » ayant une échéance inférieure ou égale à trois ans affichent un rendement supérieur à 5,5 %. En Europe, le rendement des obligations ayant une qualité de crédit et une échéance similaires est légèrement inférieur à 4 %.

Le risque de dégradation des émetteurs de grande qualité nous paraît relativement faible. Parmi les sociétés non financières des marchés développés, le ratio des intérêts nets payés par les entreprises rapporté aux flux de trésorerie atteint des niveaux historiquement bas.¹ Parallèlement, les notations de crédit n'ont jamais été aussi élevées : plus de la moitié de l'indice des obligations américaines « investment grade » est notée A ou plus, un record.²

Les rendements des obligations des collectivités locales américaines sont proches de leur point haut des dix dernières années, et le récent désengagement offre enfin une opportunité pour des valorisations plus attrayantes. L'efficacité fiscale, la stabilité et les revenus offerts par cette classe d'actifs en font un point d'ancrage de nombreux portefeuilles obligataires d'investisseurs américains.

Des taux plus élevés offrent aux investisseurs des revenus attrayants et nous pourrions même assister à une modeste appréciation des prix sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt au second semestre. Et, comme nous l'avons noté, si les perspectives de croissance s'assombrissent, les obligations de qualité compenseront largement la volatilité potentielle des actions, d'autant que la corrélation négative entre les actions et les obligations devrait se maintenir tant que l'inflation continuera à se stabiliser.

En bref, les obligations de qualité ont toute leur place dans les portefeuilles d'investissement.

1 JPMorgan Flows and Liquidity, Nikolaos Panigirtzoglou, 3 avril 2024.

2 JPMorgan Daily Credit Strategy, Eric Beinstein, 23 avril 2024.

Les marchés obligataires dans une économie forte

Le profil risque/rendement peut être attrayant

La forte croissance économique et les taux d'intérêt élevés indiquent que c'est le bon moment pour être prêteur en déployant des capitaux sur les marchés du crédit. Aujourd'hui, nous nous concentrons sur quelques stratégies présentant des différences significatives en termes de risque et de rendement potentiel.

Les rendements sont proches de 10 % dans les segments les plus risqués des marchés obligataires liquides, tels que certaines obligations à haut rendement.

Les obligations à haut rendement peuvent généralement constituer une composante intéressante des portefeuilles multi-actifs. En effet, les obligations à haut rendement ont dégagé un rendement de près de 3 % depuis le début de l'année, contre une performance négative depuis le début de l'année pour les obligations de qualité et les obligations de collectivités locales. Bien que la contraction des spreads ait atteint son plus haut niveau en cinq ans, les rendements globaux sont supérieurs à 8 % et les perspectives globales de défaut sont relativement faibles. En réalité, les obligations à haut rendement pourraient supporter un élargissement des spreads d'environ 75 points de base ou une augmentation du taux de défaut à 4,4 %, contre moins de 3 % aujourd'hui, et continuer à offrir des rendements comparables à ceux des bons du Trésor.

Les investisseurs mondiaux en obligations devraient également voir un potentiel de revenus attrayants et de rendements ajustés aux risques dans les segments du crédit titrisé (par exemple, les obligations adossées aux remboursements de prêts automobiles) et dans certains segments des marchés européens et émergents de qualité et à haut rendement.

La performance relative des actions privilégiées et des titres hybrides par rapport aux taux sans risque est supérieure à celle du haut rendement, et leur part élevée de paiements de coupons qualifiés accroît l'efficacité fiscale pour les investisseurs américains. Nous préférons nous en tenir aux émetteurs de qualité des secteurs financier et des services aux collectivités. Les rendements équivalents fiscaux actuels sont supérieurs à 8 %, avec seulement 3,5 ans de durée.

Les prêts directs restent une priorité à nos yeux. Les prix actuels, avec des rendements actuariels les plus défavorables de plus de 11 % (taux de base de plus de 5 % et spreads de plus de 6 %), compensent largement les pertes potentielles liées à des défauts. Ces rendements sont également supérieurs aux rendements proposés dans les segments du haut rendement du marché d'environ 8 % et aux rendements des prêts à effet de levier de 9 %.

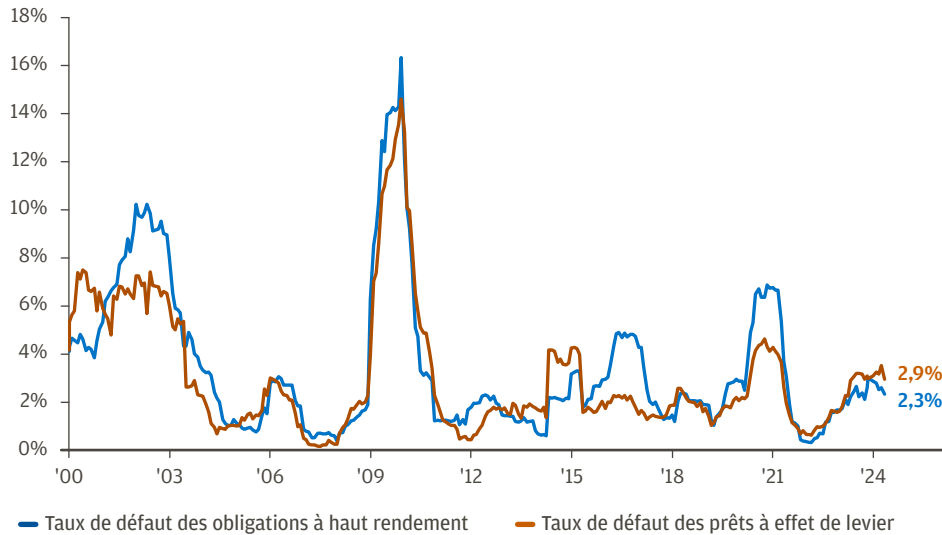
Bien que nous soyons globalement favorables au crédit à long terme, tous les emprunteurs ne se valent pas. Récemment, nous avons constaté que les petites entreprises dont les prêts arrivent à échéance étaient confrontées à des taux plus élevés. En effet, le taux de défaut des prêts à effet de levier a atteint 3 %, ce qui pourrait constituer une opportunité pour les investisseurs du segment du crédit spécialisé. Lorsque le prêt d'une entreprise est proche de l'échéance, trois scénarios se présentent. Dans le premier, l'entreprise rembourse ou refinance le prêt. Dans le deuxième scénario, l'entreprise est en défaut, se déclare en faillite, puis se restructure ou procède à une liquidation.

L'opportunité d'investissement actuelle relève du troisième scénario.

De nombreuses entreprises ne peuvent pas refinancer leurs prêts à des conditions similaires à celles de leurs contrats de prêt initiaux. En effet, le ratio médian de couverture des intérêts pour les entreprises privées qui empruntent sur les marchés des prêts à effet de levier s'est détérioré, passant de 2 x en 2021 à 1,5 x aujourd'hui. Mais plutôt que de faire défaut sur un prêt et de se déclarer en faillite, l'entreprise et ses créanciers peuvent renégocier leur contrat. Ces transactions de type « amend and extend » ont été multipliées par 10 en 2023 par rapport à 2022, signe que la hausse des taux a commencé à se faire sentir.

Les taux de défauts des entreprises se sont stabilisés malgré les taux d'intérêt élevés

Taux de défaut des obligations à haut rendement et des prêts à effet de levier, %



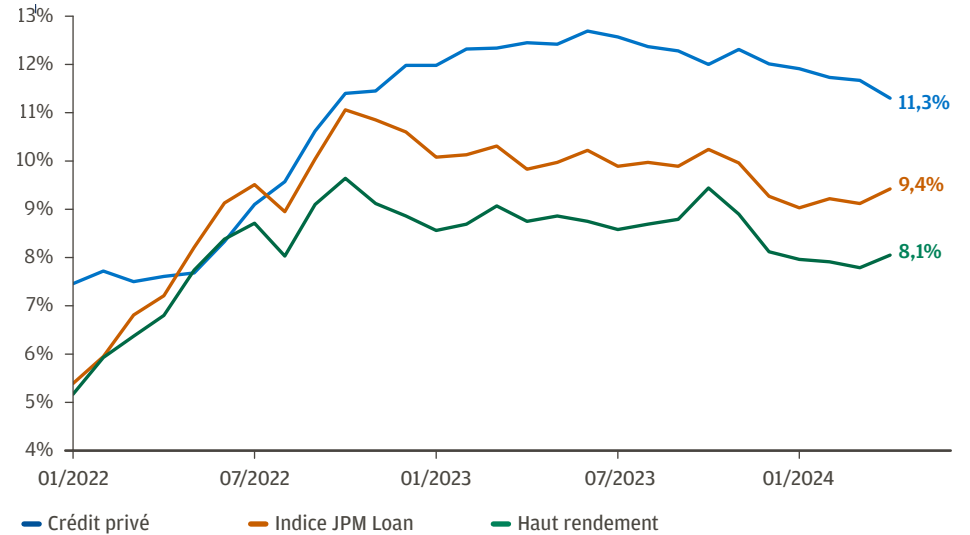
Sources : J.P. Morgan, Pitchbook Data, Inc. Données au 30 avril 2024.

Les investisseurs en crédit qui apportent le capital nécessaire au financement de ces transactions peuvent obtenir une « prime de complexité » supplémentaire par rapport à des marges déjà attrayantes.

Dans un contexte où les prêteurs traditionnels restent à l'écart et où le coût de l'argent est élevé, le moment est propice pour être un nouveau prêteur. Notre analyse du secteur du crédit fait apparaître de nombreuses opportunités pour générer des rendements compris entre 8 % et 15 %.

Les récentes opérations de prêts directs offrent des rendements nettement supérieurs à ceux de leurs homologues cotés à haut rendement

Rendement, %



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

Hausse des prix des actions et des valorisations dans une économie forte

Les actions de grande capitalisation devraient bénéficier d'une croissance des bénéfices plus forte et des répercussions de l'inflation

Notre point de vue, peut-être le plus controversé, est que les valorisations des actions devraient rester soutenues dans un environnement de croissance et d'inflation plus élevées. La sagesse populaire veut que des rendements obligataires plus élevés entraînent une baisse des valorisations des actions, car le taux auquel les investisseurs actualisent les flux de trésorerie futurs en dollars actuels est plus élevé qu'il ne le serait si les rendements obligataires étaient plus faibles. Voici pourquoi nous avons un point de vue différent.

Les actions peuvent bénéficier des environnements inflationnistes, car les entreprises peuvent augmenter leurs prix tout en maîtrisant leurs coûts. Comme nous l'avons noté, durant la période d'inflation la plus élevée depuis 1980, les marges bénéficiaires dans les économies développées sont proches de leurs points hauts historiques. Cette situation témoigne de la puissance des grandes capitalisations technologiques dont les modèles économiques ont résisté à l'inflation élevée et à la hausse des taux d'intérêt.

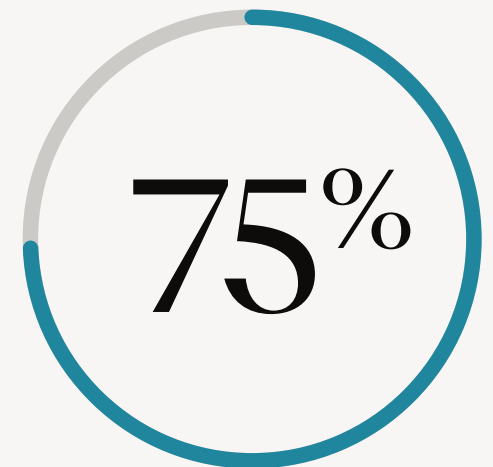
En outre, l'histoire montre que les actions offrent un rendement annuel moyen de près de 15 % lorsque l'inflation se situe entre 2 % et 3 %. Et même lorsque l'inflation évolue entre 3 % et 4 %, les rendements annuels moyens sont supérieurs à 8 %.

La protection contre l'inflation que peuvent offrir les actions sera plus utile aux investisseurs dans un environnement de croissance et d'inflation plus élevées qu'elle ne l'était dans la période qui a suivi la crise financière mondiale. Le contexte de marché actuel ressemble beaucoup plus à celui des années 1990, époque où les taux directeurs étaient élevés et stables, où la courbe des rendements était plate et où l'augmentation de la productivité et de l'investissement faisait grimper les cours des actions.

Lorsque les investisseurs comparent la valorisation relative des actions et des obligations, ils comparent souvent le rendement des actions (l'inverse du multiple P/E) au rendement des obligations du Trésor à 10 ans.³

Pendant la majeure partie des années 2010, les rendements obligataires ont été bien inférieurs aux bénéfices des entreprises du S&P 500, ce qui impliquait que les obligations plus sûres se négociaient avec une forte prime par rapport aux actions.

Ceci était logique compte tenu du contexte. Le principal risque pour les obligations (l'inflation) était très faible au cours des années 2010. Les investisseurs craignaient également que l'économie ne bascule dans une récession (le principal risque pour les actions), étant donné l'environnement de croissance moins favorable. Les investisseurs ont donc perçu les obligations comme beaucoup moins risquées que les actions. Aujourd'hui, le contexte d'investissement est tout à fait différent. Le risque de récession et le risque de hausse de l'inflation sont beaucoup plus équilibrés.

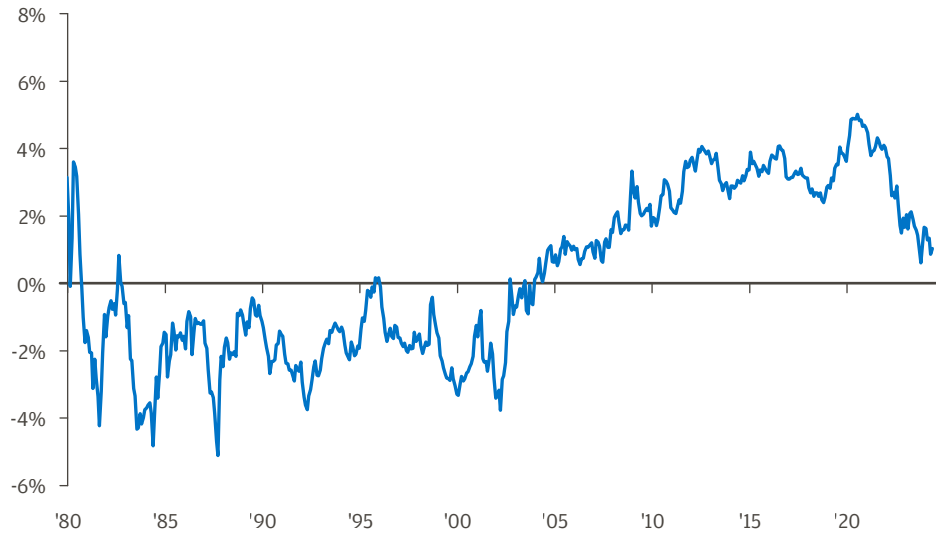


Pourcentage des bénéfices annuels que les entreprises de l'Indice S&P 500 distribuent aux actionnaires sous forme de dividendes et de rachats.

³ Le multiple P/E permet de calculer un rendement pour le marché actions qui suppose que chaque dollar de bénéfice de l'entreprise est versé sous forme de dividende.

La prime de risque des actions est-elle revenue à son niveau des années 1990 ?

Prime de risque des actions américaines (bénéfices des entreprises du S&P 500 - rendement des obligations américaines à 10 ans), %



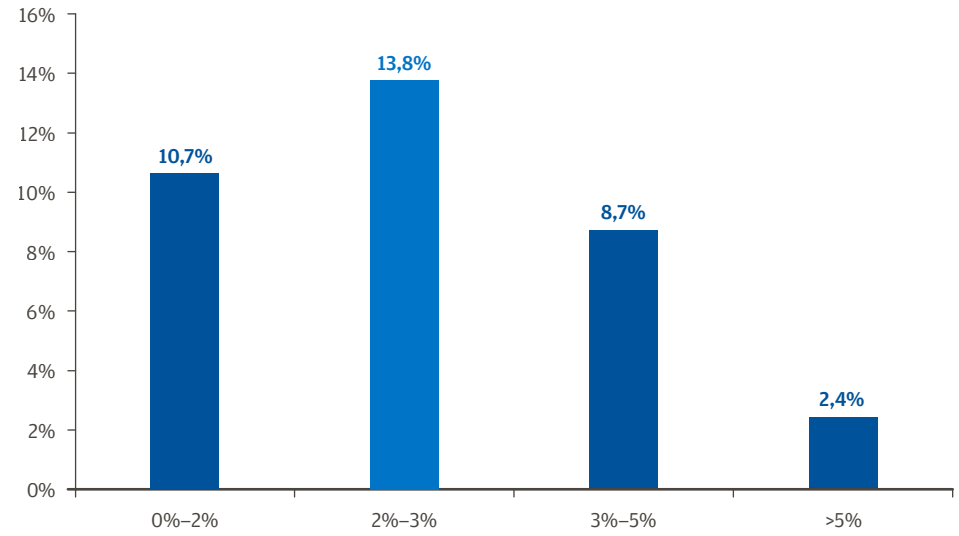
Source : Bloomberg Finance L.P. Données aux 31 mars 2024. Prime de risque des actions représentée par la rentabilité des bénéfices du S&P 500 moins le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans.

En comparant l'environnement actuel à la période qui a suivi la crise financière mondiale, on pourrait penser que les actions sont assez onéreuses par rapport aux obligations. Mais si l'on remonte plusieurs décennies en arrière, la situation change.

Aujourd'hui, comme dans les années 1990, nous estimons que les valorisations des actions peuvent rester élevées malgré la hausse des rendements obligataires. Plus précisément : les bénéfices des entreprises devrait être proche du rendement des obligations du Trésor à 10 ans. Cela implique un multiple P/E prévisionnel de 20 x si le rendement des obligations à 10 ans est de 5 %. Ensuite, la croissance des bénéfices devrait propulser les marchés actions vers de nouveaux sommets.

Les actions peuvent prospérer dans la plupart des contextes inflationnistes

Performance en glissement annuel du S&P 500 dans différents contextes inflationnistes (1950-2024)



Sources : J.P. Morgan, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg Finance L.P. Données au 31 mars 2024.

Au-delà des valorisations relatives, d'autres facteurs importants expliquent les valorisations élevées des actions. La rentabilité des capitaux propres de l'indice S&P 500, qui mesure l'efficacité avec laquelle les entreprises génèrent des revenus pour leurs actionnaires, s'élève actuellement à 19 %, soit cinq points de pourcentage de plus que la moyenne à long terme. En outre, les entreprises de l'indice distribuent environ 75 % de leurs bénéfices annuels directement aux actionnaires sous forme de dividendes et de rachats, soit le double de la moyenne observée entre 1977 et 2003.⁴

En bref, l'environnement semble très attrayant pour les investisseurs en actions.

Sur l'ensemble des marchés actions mondiaux, nous privilégions les actions européennes, compte tenu de l'inflexion de la croissance mondiale. Les entreprises européennes affichent également des pratiques de plus en plus favorables aux actionnaires, à l'instar des entreprises japonaises (nous analysons ces deux tendances dans nos Perspectives mondiales). Par ailleurs, les investisseurs peuvent trouver des opportunités au Mexique, compte tenu des tendances à la délocalisation, tandis que les actions brésiliennes offrent une combinaison intéressante de fondamentaux économiques stables et de valorisations décotées : l'Indice MSCI Brazil se négocie actuellement à un multiple P/E prévisionnel de 7,5 x.

Aux États-Unis, la croissance des bénéfices à un chiffre devrait permettre aux marchés d'atteindre de nouveaux points hauts jusqu'à la fin de l'année 2024 et au-delà.

Sur le plan sectoriel, nous nous concentrons sur la technologie, la consommation discrétionnaire, la santé et l'industrie. Le secteur technologique présente les meilleures perspectives de croissance des bénéfices, avec une progression de l'ordre de 15 % au cours des prochains trimestres, contre environ 9 % pour l'ensemble du marché.

Le secteur de la consommation devrait bénéficier de la fin de l'excédent du stock qui est apparu lorsque la consommation s'est réorienté des biens vers les services au cours de la réouverture post-COVID. La croissance des bénéfices dans le secteur de la santé passe de -20 % en 2023 à +8 % cette année, et le secteur peut profiter de tendances séculaires telles que les médicaments amaigrissants (GLP-1).

Par ailleurs, nous souhaitons continuer à éviter les sociétés dont l'échéance de la dette est proche (leurs actions ont sous-performé le marché de 10 % cette année). De même, nous cherchons à éviter les entreprises non rentables. En effet, les actions des sociétés qui ne devraient pas être rentables avant 2026 ont chuté en moyenne de 28 % depuis le début de l'année.⁵

Les actions mondiales devraient être en mesure d'alimenter les portefeuilles grâce à une croissance, une inflation et des taux d'intérêt plus élevés pendant le second semestre de 2024.

5 David Kostin. U.S. Weekly Kickstart. Goldman Sachs, 2024.

Opportunités transversales

La hausse des taux peut être problématique pour certaines entreprises, certains ménages et certaines catégories d'actifs. Mais ces tensions créent des opportunités d'investissement, à condition de savoir où chercher. La position de la Réserve fédérale, qui consiste à maintenir des taux plus élevés plus longtemps, a permis d'élargir les possibilités offertes par l'immobilier, le *private equity* et les actions américaines de petite et moyenne capitalisation. Mais cela pourrait ne durer qu'un temps, jusqu'au début d'un cycle de baisse des taux significatif.

Immobilier commercial : renouer avec cette classe d'actifs après un ajustement mouvementé

Si l'immobilier commercial a été durement touché par la crise du COVID et le réajustement des taux d'intérêt qui a suivi, les dommages causés à la perception de la classe d'actifs par les investisseurs (exacerbés par une couverture médiatique incomplète) ont sans doute été pires.

La hausse des taux a pesé sur les valorisations. L'exode urbain et l'essor du télétravail ont remis en question la viabilité des bureaux. La crise bancaire brève mais turbulente qui s'est produite au printemps 2023 a accru les inquiétudes quant à la disponibilité du crédit.

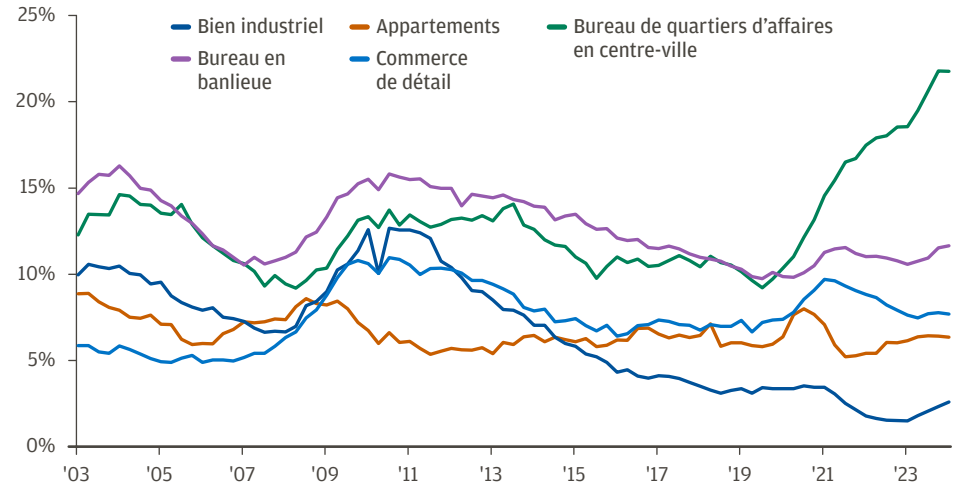
Sur les marchés actions, l'immobilier est le secteur le moins performant depuis fin 2021, avec une sous-performance de 35 % par rapport au reste du marché. Parallèlement, les prix de l'immobilier, tels que mesurés par le National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF), sont en baisse de 10 % à 20 % par rapport aux points hauts de 2022.

Toutefois, nous estimons qu'il est temps d'investir dans ce secteur après une période de turbulences. Voici quelques raisons clés :

En premier lieu, les fondamentaux des secteurs immobiliers hors bureaux restent positifs.

Les taux de vacance dans le commerce de détail, les appartements et les biens industriels sont tous stables. Les taux de vacance des bureaux dans les quartiers d'affaires sont historiquement élevés mais montrent des signes timides de stabilisation. Notons que les taux de vacance des bureaux en banlieue ont été supérieurs à ceux des centres-villes.

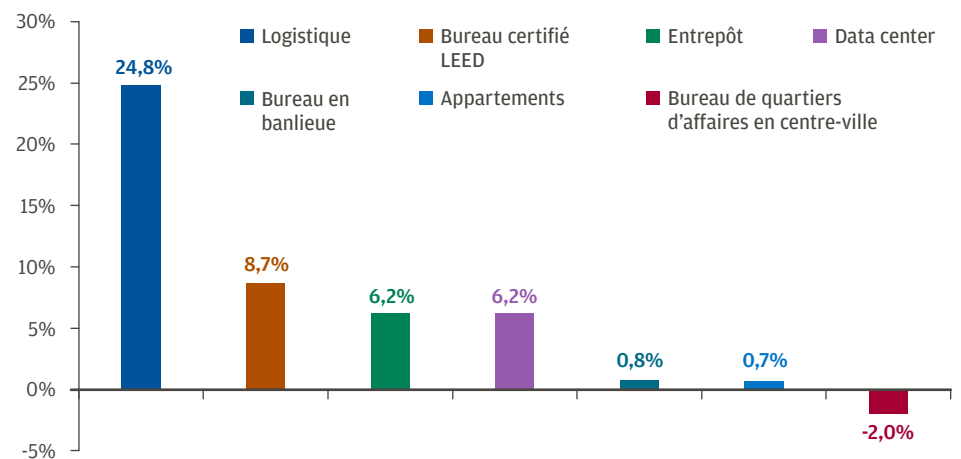
Exception faite du secteur des bureaux, les taux de vacance semblent stables
Taux de vacance dans l'immobilier commercial, % corrigé des variations saisonnières



Source : NCREIF. Données au 31 mars 2024.

Les fondamentaux du secteur restent positifs à l'exception des bureaux et des immeubles résidentiels

Variation des revenus locatifs par ft² depuis le 4e trimestre 2022



Sources : CoStar, Goldman Sachs Investment Research. Données au 31 mars 2024.

Les conditions de crédit progressent également. Le secteur des bureaux est le seul type de biens immobiliers dont les taux d'impayés et de recouvrement sont en hausse. Les tendances dans les secteurs de l'hôtellerie, du commerce de détail, des immeubles résidentiels et industriels sont stables ou s'améliorent.

Curieusement, l'encours des prêts bancaires pour l'immobilier commercial a augmenté l'année dernière, tandis que les émissions primaires sur les marchés des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales ont été multipliées par trois au premier trimestre 2024 par rapport au premier trimestre 2023. Ces signes avant-coureurs sur les marchés financiers laissent penser que le secteur de l'immobilier résidentiel sera en mesure de faire face aux 1 500 milliards de dollars de prêts qui arriveront à échéance au cours des deux prochaines années (en supposant que les taux soient proches de leur point haut de ce cycle).

Enfin, la croissance des loyers est forte depuis la fin de l'année 2022. Les deux seuls types de biens immobiliers dont la croissance des loyers est négative sont les appartements en étage peu élevé et les bureaux dans les quartiers d'affaires en centre-ville. La logistique, les data centers, les entrepôts, les hôtels axés sur les voyages d'affaires et les immeubles de bureaux nouvellement construits et certifiés LEED ont tous été en mesure d'augmenter les revenus locatifs de plus de 5%.⁶

L'immobilier n'est pas monolithique et les différents secteurs sont confrontés à des facteurs défavorables et favorables très différents. À l'avenir, nous sommes surtout intéressés par les secteurs qui bénéficieront de tendances séculaires. Il s'agit par exemple des data centers, des logements pour étudiants et de la logistique. En particulier, le secteur du logement devrait continuer à bénéficier d'un thème séculaire majeur, à savoir l'importante pénurie de maisons individuelles et d'immeubles résidentiels. Nous estimons que la pénurie de biens immobiliers résidentiels aux États-Unis représente entre 2 et 2,5 millions de logements. Cette pénurie n'est pas près de se résorber, car la hausse des taux d'intérêt a limité les nouvelles constructions et augmenté le coût d'achat d'un logement.

Cet environnement a soutenu le marché de la location, notamment la location de logements. Parallèlement, les nouvelles mises en chantier d'immeubles ont chuté de 33 % par rapport aux points hauts de 2022, ce qui devrait finir par soutenir également les prix des immeubles résidentiels.

L'immobilier commercial est à un tournant. Les investisseurs peuvent trouver de la valeur dans cette classe d'actifs, qui peut offrir aux portefeuilles d'investissement des revenus non corrélés et une couverture contre l'inflation.

La pénurie de biens immobiliers résidentiels aux États-Unis est estimée représenter entre 2 et 2,5 millions de logements.

⁶ Lotfi Karoui. US CRE, one year later: Volatile, dispersed, but not systemic. Goldman Sachs, 2024.

Private equity : renaissance à l'issue d'une période difficile

À l'instar du secteur immobilier, le secteur du *private equity* renaît à l'issue d'une période difficile. Cette classe d'actifs a doublement été affectée par la hausse des taux d'intérêt. Tout d'abord, la dette, principal ingrédient des opérations de LBO, est à la fois plus coûteuse et plus difficile à obtenir, car la demande de prêts à effet de levier s'est tarie. Ensuite, il est devenu plus difficile de monétiser les investissements. Les introductions en bourse et les opérations de sortie du *private equity* ont baissé d'environ 50 % par rapport aux points hauts de 2021. Autre contrainte : certains vendeurs potentiels sont peu disposés à réaliser des transactions à des prix inférieurs aux niveaux de 2021.

En conséquence, les flux de trésorerie nets pour les investisseurs dans des fonds de *private equity* ont, pour la première fois depuis la crise financière mondiale, été négatifs pendant deux années consécutives. L'un des risques existants pour les investisseurs dans des fonds de *private equity* est que la hausse des taux d'intérêt exerce une pression supplémentaire sur les valorisations, et que les distributions restent limitées en raison de faibles volumes de transactions.

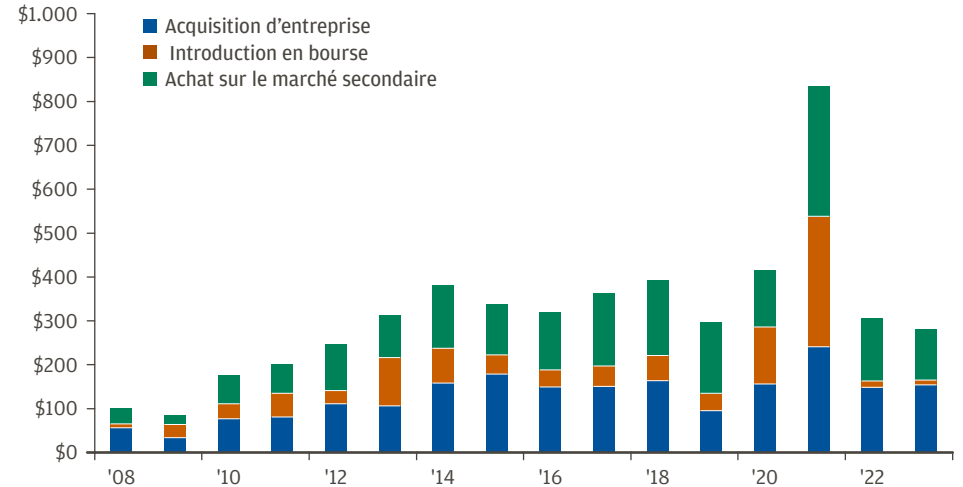
Mais certains de ces facteurs négatifs commencent à s'estomper, ce qui crée un contexte intéressant pour de nouveaux investissements dans cette classe d'actifs. L'augmentation des valorisations des actions sur les marchés devrait entraîner un regain d'intérêt pour les introductions en bourse, tandis que la stabilité des taux d'intérêt (et éventuellement des baisses de taux) devrait stimuler les transactions.

Pour le moment, nous nous concentrons sur des partenariats avec des gérants qui ont démontré leur capacité à créer de la valeur par la croissance organique et l'efficacité opérationnelle sans avoir recours à un effet de levier excessif. Nous trouvons le plus grand nombre d'opportunités en investissant dans des secteurs qui bénéficient de tendances séculaires. En tête de liste : la technologie, la défense, la santé et la transition énergétique.

Tant que les sorties traditionnelles des fonds de *private equity* resteront difficiles d'accès, nous devrions assister à la poursuite d'un flux d'opérations record sur les marchés secondaires du *private equity*, où les fonds achètent des actifs existants d'autres portefeuilles de fonds de *private equity*. En règle générale, les acheteurs d'actifs secondaires de *private equity* exigent une décote par rapport à la valeur de détention actuelle de l'actif en contrepartie d'un apport de liquidités. Les vendeurs sont prêts à accepter des décotes en échange de la possibilité d'obtenir des capitaux pour de nouveaux investissements.

Les sorties des fonds de *private equity* sont freinées par les taux d'intérêt élevés

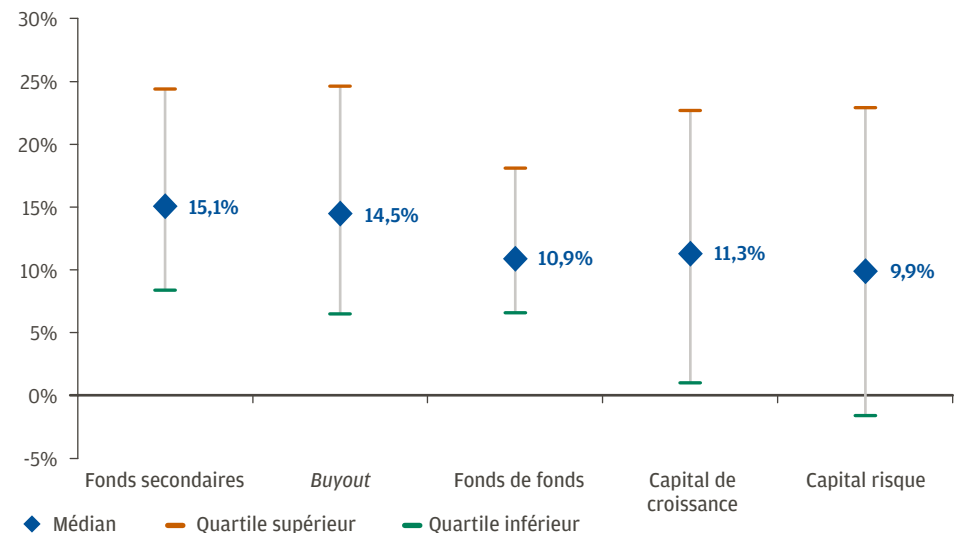
Milliards de dollars



Sources : PitchBook, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 décembre 2023.

Les fonds de *private equity* secondaires ont régulièrement généré des rendements élevés

TRI net par stratégie, en % (horizon d'investissement de 20 ans, de 1978 à 2023)



Source : Cambridge Associates. Données de 2023.

Les transactions secondaires de *private equity* offrent également aux investisseurs institutionnels la possibilité de rééquilibrer leurs portefeuilles d'investissements privés de manière plus régulière.

En outre, les investisseurs dans les fonds de *private equity* secondaires peuvent bénéficier de l'achat d'actifs qui sont « mûrs ». En d'autres termes, les investisseurs peuvent s'attendre à bénéficier de distributions plus rapidement que dans le cas d'un fonds primaire traditionnel, car les investissements sont plus proches de la « réalisation » (la fin du cycle d'investissement). Enfin, les investisseurs dans les fonds de *private equity* secondaires peuvent diversifier à la fois les années d'investissement initial et les gérants. Historiquement, parmi les sous-ensembles de stratégies d'investissement privé, les fonds de *private equity* secondaires ont non seulement généré les taux de rendement internes (TRI) nets médians les plus élevés (15 % au cours des 20 dernières années), mais également la dispersion des résultats la plus réduite entre les gérants du quartile supérieur et ceux du quartile inférieur.

Actions de qualité de petite et moyenne capitalisation

Traditionnellement, les entreprises de petite et moyenne capitalisation souffrent davantage de la hausse des taux d'intérêt que leurs homologues de grande capitalisation. Lorsque les taux ont augmenté de façon spectaculaire en 2022, de nombreuses petites entreprises ont été confrontées à des difficultés.

Aujourd'hui, les entreprises américaines de petite capitalisation consacrent plus de 30 % de leur EBITDA (résultat avant intérêts, impôts et dotation aux amortissements) au service de la dette, contre 20 % avant que les banques centrales ne commencent à relever les taux d'intérêt. Les entreprises du S&P 500, en revanche, consacrent moins de 10 % de leur EBITDA au service de la dette. Il n'est donc pas surprenant que les actions de petite capitalisation aient sous-performé les grandes capitalisations de plus de 15 % (en cumul) au cours des deux dernières années.

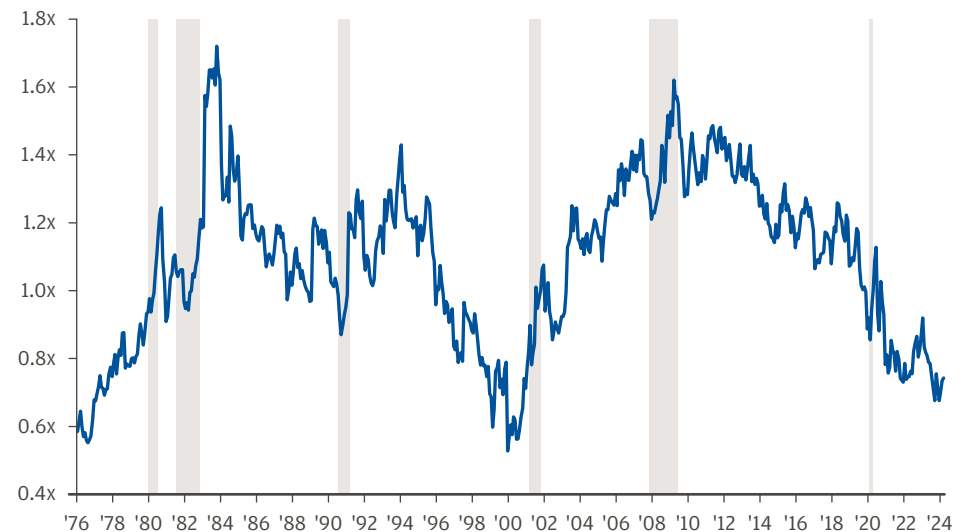
Si une décote de valorisation pour les actions de petite et moyenne capitalisation endettées semble raisonnable, la décote quasi record que l'on observe aujourd'hui entre les actions de petite et moyenne capitalisation de qualité ne l'est pas. Cette décote persiste même si les principales sociétés de ce secteur sont compétitives par rapport à leurs homologues de grande capitalisation (mesurées par la marge de flux de trésorerie disponible).

En outre, nous constatons qu'il existe une opportunité croissante d'acquérir des actifs « historiques » provenant de fonds qui ont plus de 10 ans et qui sont en cours de liquidation - un segment de marché du *private equity* qui pourrait atteindre 1 000 milliards de dollars d'ici 2025.⁷ Dans ce domaine, les décotes peuvent atteindre 50 % et la monétisation est attendue dans les deux ou trois années à venir.

Pour toutes ces raisons, les fonds de *private equity* secondaires offrent aux investisseurs des rendements potentiels attrayants. Les avantages de l'investissement secondaire en *private equity* - qui découlent eux-mêmes d'un environnement de taux plus élevés - peuvent offrir des rendements potentiels plus réguliers que les rendements traditionnels du *private equity* et supérieurs aux équivalents du marché coté pour les investisseurs avertis qui comprennent les arbitrages de liquidité.

La décote quasiment record pour les actions de petite capitalisation peut représenter une opportunité

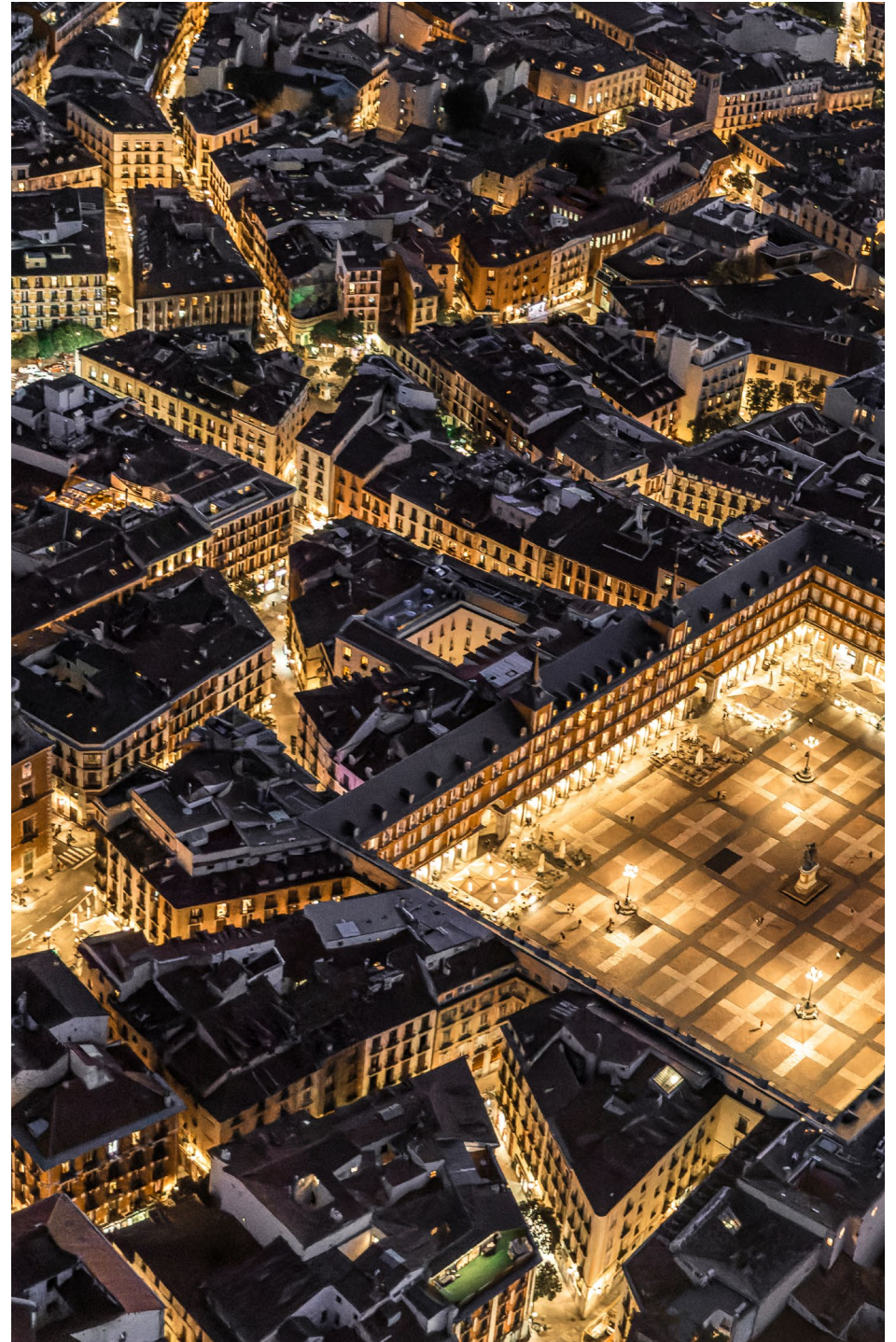
Quintile supérieur des marges de flux de trésorerie disponible, multiple P/E prévisionnel par rapport à la même cohorte d'actions de grande capitalisation*

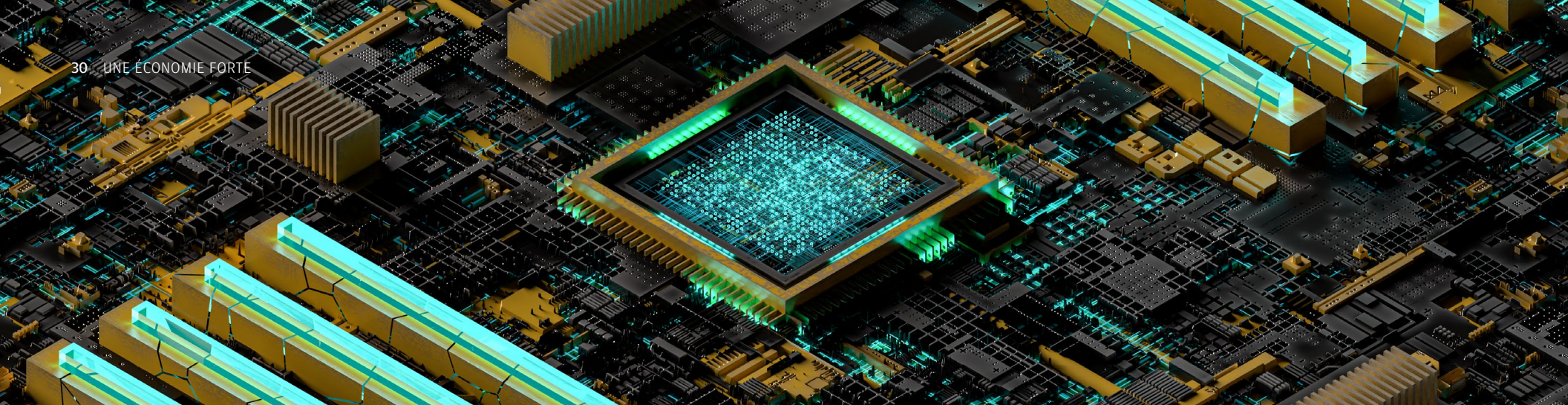


Source : Empirical Research Partners. Données au 30 avril 2024. *Note : données pondérées par la capitalisation boursière, actions de petite capitalisation (hors matières premières et biotechnologie).

Il pourrait donc s'agir d'un point d'entrée intéressant pour constituer un portefeuille de sociétés de petite et moyenne capitalisation de grande qualité, gérées activement et affichant une valorisation attrayante. Une allocation d'environ 5 % à 10 % du portefeuille d'actions global d'un investisseur aux actions de petite et moyenne capitalisation, avec un horizon temporel et une tolérance au risque appropriés, peut contribuer aux rendements ajustés au risque.

Dans ces trois marchés - immobilier, *private equity*, sociétés de petite et moyenne capitalisation - la trajectoire des taux d'intérêt sera déterminante. Si les taux d'intérêt restent élevés plus longtemps, il est probable que le stress persistera. Mais l'envers du stress, correspond à une opportunité. Si l'inflation baisse plus rapidement que prévu, permettant un cycle de réduction des taux d'intérêt, les opportunités pourraient ne pas durer.





La révolution de l'intelligence artificielle

L'IA n'en est qu'à ses balbutiements

L'intelligence artificielle (IA) a déjà suscité une vague d'enthousiasme, d'investissements et de croissance des bénéfices. Nous voulons investir à long terme dans l'ensemble de la chaîne de valeur. D'ici à la fin de la décennie, l'augmentation de la productivité grâce à l'IA pourrait commencer à se refléter dans les indicateurs économiques. Les gains en productivité pourraient être encore plus importants que l'impact combiné de l'ordinateur personnel et d'Internet.

Dans sa lettre aux actionnaires, Jamie Dimon, notre Président-directeur général, a comparé l'IA à la machine à vapeur, à l'électricité et à l'ordinateur personnel. Pour comprendre comment la révolution de l'IA pourrait se dérouler, nous avons examiné les précédents historiques.

Les gains en productivité ne se manifestent pas du jour au lendemain. Il a fallu plus de 60 ans pour que la machine à vapeur apporte un avantage visible à l'échelle de l'économie. Pour chaque innovation technologique, le délai nécessaire pour qu'elle se répercute de façon observable sur la croissance de la productivité diminue. Si cette tendance se maintient, les avantages de l'IA devraient pouvoir se refléter dans les indicateurs économiques officiels d'ici à la fin de la décennie.

Cela signifie que l'impact économique de l'IA pourrait se faire sentir en deux fois moins de temps qu'il en a fallu à l'ordinateur et à Internet pour produire des avantages économiques.

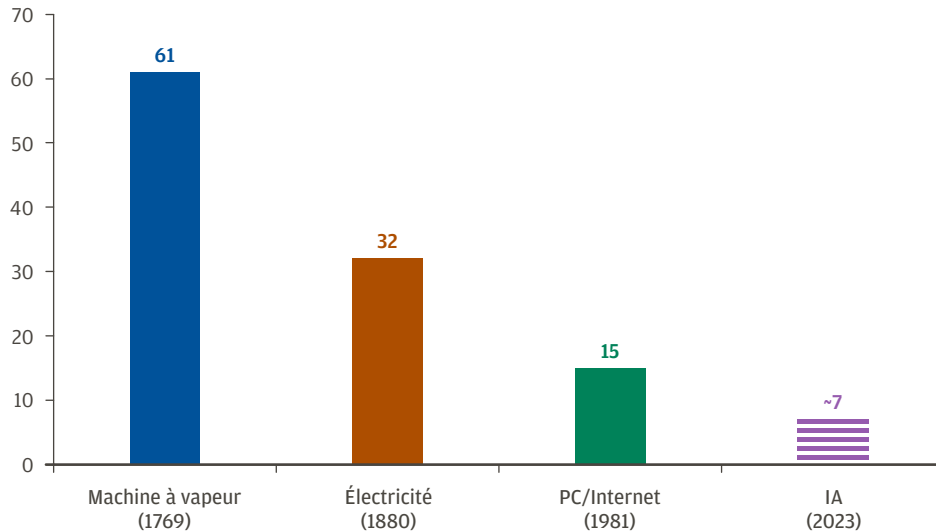
Quel sera l'ampleur de l'augmentation de la productivité ? Pour tenter de répondre à cette question, nous avons modifié une structure du Fonds monétaire international (FMI) qui isole les emplois potentiels susceptibles d'être remplacés par l'IA. En utilisant les hypothèses du FMI sur la durée et l'ampleur des déplacements d'emplois, nous pouvons générer une estimation haute de l'augmentation potentielle de la productivité due à l'IA.⁸

Dans l'hypothèse où la moitié des emplois vulnérables aux États-Unis seraient automatisés au cours des 20 prochaines années, les gains de productivité cumulés avoisineraient 18 %, soit 7 000 milliards de dollars de plus pour le PIB que la projection actuelle du Congressional Budget Office (CBO). À titre de référence, le gain de productivité cumulé dû à l'ordinateur personnel et à Internet s'élevait à un peu moins de 13 % sur un horizon temporel similaire.

⁸ Plus précisément, le FMI a calculé qu'environ 30 % des emplois américains entrant dans la catégorie « forte exposition, faible complémentarité » sont potentiellement vulnérables aux évolutions liées à l'IA. Nous supposons que la moitié de ces emplois (15 % de la main-d'œuvre américaine) seront supprimés du fait de l'IA au cours des 20 prochaines années et que le rythme de suppression des emplois suit une fonction sigmoïde (c'est-à-dire la « courbe en S » classique). Ce faisant, nous réduisons effectivement le nombre total d'heures travaillées dans l'économie du fait de ce déplacement, ce qui se traduit par une augmentation mécanique de la productivité du travail, en supposant que la production reste inchangée. Mauro Cazzaniga, Florence Jaumotte, Longji Li, Giovanni Melina, Augustus J. Panton, Carlo Pizzinelli, Emma Rockall et Marina M. Tavares, Gen-AI : Artificial Intelligence and the Future of Work, Fonds monétaire international, janvier 2024.

Le potentiel de l'IA pourrait être sous-estimé, même par les optimistes

Nombre d'années écoulées entre une innovation et les gains en productivité



Sources : U.S. Census Bureau, Business Trends and Outlook Survey, J.P. Morgan. Données de novembre 2023.

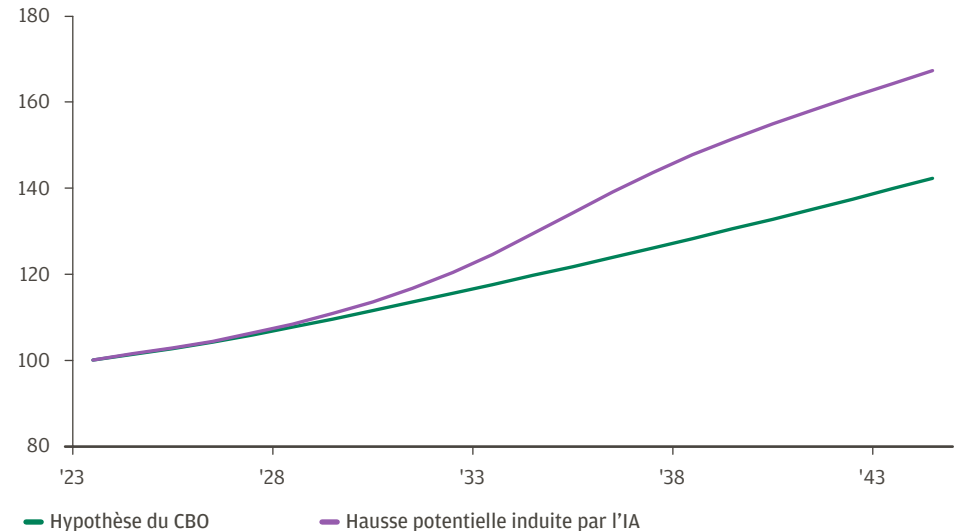
Mais que deviennent les travailleurs qui risquent d'être remplacés par l'IA ? Bien que la suppression des emplois puisse être critique pour les travailleurs de certains secteurs et de certaines régions, les améliorations technologiques globales créeront probablement plus d'emplois qu'elles n'en détruiront.

Le secteur agricole américain est un bon exemple de l'évolution des tendances de l'emploi. En 1950, près de 15% de tous les emplois aux États-Unis étaient liés à l'agriculture. Aujourd'hui, cette proportion est inférieure à 1,5%. Il est probable que la main-d'œuvre mondiale s'adaptera à l'évolution des sources de demande de main-d'œuvre, et les entreprises qui ont démontré leur capacité à conserver et à améliorer les compétences de leurs salariés devraient en tirer profit.

Bien entendu, ces estimations sont imprécises. L'adoption de l'IA se heurtera à de nombreux obstacles, notamment des préoccupations concernant l'approvisionnement en semi-conducteurs avancés, des questions juridiques et réglementaires, des ressources énergétiques potentiellement limitées pour les data centers et la capacité des entreprises à optimiser les utilisations potentielles.

Les projections actuelles du Congressional Budget Office pourraient sous-estimer les gains en productivité potentiels induits par l'IA

Indice de la productivité du travail aux États-Unis, base 100 = 2023



Sources : FMI, J.P. Morgan. Données au 31 janvier 2024. Note : l'hypothèse du CBO est calculée en utilisant une projection du PIB réel divisé par le nombre d'heures travaillées. Le potentiel de hausse due à l'IA est projeté en retenant l'hypothèse d'un remplacement de 15% des emplois par l'IA au cours des 20 prochaines années, ce qui correspond à la moitié de ce qui ressort de la recherche du FMI.

Une politique publique axée sur la formation professionnelle et la transition pour les travailleurs vulnérables sera probablement nécessaire pour atténuer les difficultés et les bouleversements liés à ces évolutions. Les parties prenantes devront évaluer les avantages et les inconvénients d'une consommation d'énergie et d'eau nettement plus élevée que nécessite l'IA. Enfin, les entreprises devront trouver un équilibre entre les nouvelles utilisations de l'IA et une gouvernance responsable.

La répercussion des avantages de l'IA sur les indicateurs économiques traditionnels pourrait prendre un certain temps. Mais nous pouvons constater que la révolution de l'IA a déjà un impact sur le comportement, l'investissement et les bénéfices des entreprises. Bien que moins de 5% des entreprises américaines utilisent activement l'IA (selon les données du Census Bureau), des sociétés représentant 50% de la capitalisation boursière du S&P 500 ont mentionné l'IA lors de la présentation de leurs bénéfices. Les gouvernements du monde entier sont également un important vivier inexploité d'utilisateurs potentiels des applications de l'IA.

Parmi les sociétés cotées, la première vague de gagnants est étroitement liée à la fabrication de semi-conducteurs et au cloud - l'infrastructure numérique et physique qui alimente la technologie de l'IA. Nvidia, le principal producteur de processeurs qui alimentent les grands modèles de langage, a vu ses bénéfices augmenter de plus de 400 % depuis fin 2021. Deux entreprises seulement, Alphabet et Microsoft, ont augmenté leurs dépenses d'investissement de 10 milliards de dollars au premier trimestre 2024, soit les trois quarts de la hausse totale des dépenses d'investissement du S&P 500.⁹

Toutefois, les investisseurs commencent à comprendre que le développement de cette infrastructure sera relativement vaste, à la fois parce que son adoption va se

généraliser et parce que l'IA requiert nettement plus d'énergie que l'informatique traditionnelle. D'après les estimations, l'utilisation de ChatGPT nécessite jusqu'à 10 fois plus d'énergie qu'une recherche classique sur Internet. En outre, il paraît probable que les data centers seront le principal contributeur à la croissance de la demande d'électricité aux États-Unis jusqu'à la fin de la décennie.

En effet, la production industrielle d'équipements électriques est déjà revenue aux niveaux du milieu des années 2000 et semble partie pour continuer à augmenter. Jusqu'à maintenant en 2024, les entreprises qui fournissent du chauffage, de la climatisation, des équipements électriques et de l'immobilier aux data centers ont surperformé.

À plein régime, l'IA devrait accroître les sources de chiffre d'affaires, réduire les délais de commercialisation et diminuer les coûts

Applications sectorielles de l'IA

Santé	Finance	Publicité et contenu numérique	Commerce de détail et fret	Énergie et industrie	Service client	Intelligence économique
Implants intelligents (ex. : hanche et genou)	Offres de fonds thématiques	Efficacité du marketing	Achats et essais de produits en 3D	Outils d'IA pour les pipelines	Analyse de la clientèle	Outils pour développeurs et code assisté
Imagerie médicale	Nouveaux outils de tarification des transactions	Ciblage publicitaire renforcé	Robots piétons pour les livraisons	Modèles géologiques	Déclarations de sinistre et dossiers d'assurance	Conseils liés à l'IA
Détection de pathologies	Production d'analyses de portefeuilles de clients	Moteur de recommandation	Efficacité de la chaîne d'approvisionnement	Outils de micro-réseaux basés sur l'IA	Transcription et résumé	Système domotique intégré
Médecine personnalisée	Automatisation des prix et de l'exécution des transactions	Meilleure conversion des annonces	Gestion des stocks	Analyse de la consommation d'énergie	Accompagnement du client	Automatisation des tâches administratives
Identification de biomarqueurs	Gestion de portefeuille	Dynamique des enchères publicitaires	Prévision de la demande	Amélioration du négoce d'énergie		Prévention et protection contre la fraude
Développement de nouveaux médicaments	Augmentation de la rapidité des transactions	Création de contenu	Acheminement des poids lourds	Planification de la main-d'œuvre		Capacités en matière de cybersécurité
Analyse des données génomiques	Vente croisée de produits	Itinéraires de voyage personnalisés	Meilleure utilisation de la flotte	Optimisation des réservoirs		Évaluation et gestion des risques
Outils pour les points de service des médecins		Développement de jeux vidéo	Réseaux de flottes autonomes	Détection des fuites et suivi des émissions		Analyse accélérée des données
						Modélisation prédictive

Sources : J.P. Morgan, Morgan Stanley. Données au 31 mars 2024.

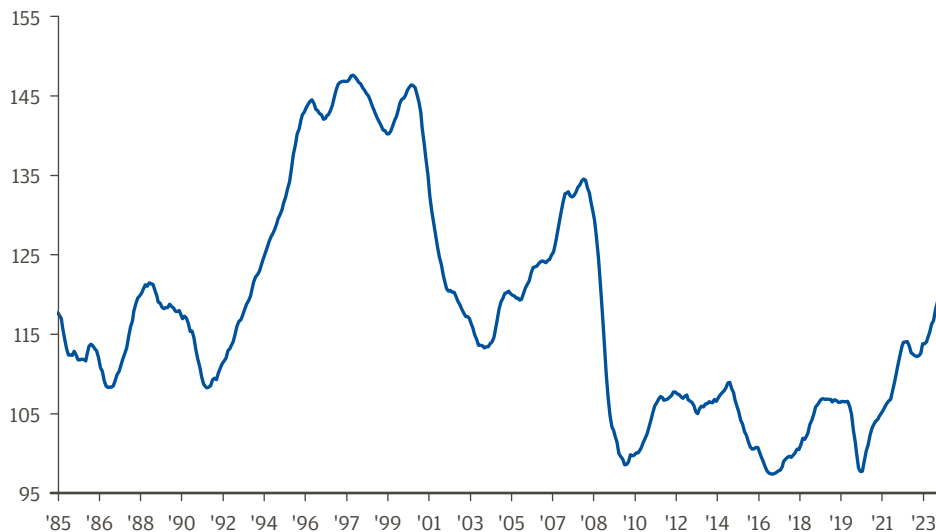
⁹ Michael Goldstein. Capital Spending Growth Accelerates: An Early Warning Sign? Empirical Research Partners, 2024.

Outre les bénéficiaires de la construction d'infrastructures numériques et physiques, nous cherchons à investir dans des entreprises qui pourraient bénéficier d'une hausse de la productivité (dans des secteurs tels que les biens de consommation, les services financiers, les transports et l'énergie), d'une hausse du chiffre d'affaires (logiciels, robotique, applications) ou des deux (industrie manufacturière, soins de santé). Les possibilités d'utilisation de l'IA touchent quasiment tous les secteurs d'activité.

Sur les marchés privés, nous anticipons des opportunités d'investissement dans des entreprises plus jeunes développant des applications qui rendront la technologie de l'IA utile aux entreprises et aux consommateurs, ou dans celles qui innovent avec l'« edge AI » (intelligence artificielle en périphérie du réseau) où les calculs ont lieu à la source des données (par exemple, un smartphone, une voiture, un dispositif médical ou une machine industrielle) plutôt que dans le cloud. Nombre de ces entreprises n'existent probablement pas encore.

L'électrification est favorisée par la demande importante et croissante de l'IA en sources d'énergie

Production d'équipements électriques, indexée à 100 en 2017, moyenne mobile sur 6 mois



Sources : Federal Reserve Board, Haver Analytics. Données au 30 avril 2024.

Les investisseurs devraient aborder la révolution de l'IA avec patience et dans une perspective long terme, en s'exposant à des bénéficiaires potentiels dans tous les secteurs et toutes les régions, dans les univers public et privé. Les opportunités potentielles sont considérables.





Un monde fragile

Malgré nos perspectives économiques et de marché positives, il existe deux grandes sources d'incertitude : les élections américaines et les risques géopolitiques.

Les élections américaines

Elles seront probablement favorables au marché, mais avec des taux d'imposition des particuliers plus élevés à moyen terme.

Pour la première fois depuis 1892, les deux principaux candidats à la prochaine élection présidentielle ont tous deux été présidents et ont déjà fait campagne l'un contre l'autre. Du point de vue de l'investisseur, notons que les marchés se sont bien comportés pendant les mandats des deux candidats.

Entre l'élection de Donald Trump en 2016 et le jour de l'élection en 2020, les actions américaines de grande capitalisation ont enregistré un rendement annuel de 15,6 % (contre une moyenne à long terme proche de 9 %). Depuis l'élection de Joe Biden en 2020 jusqu'à aujourd'hui, les actions américaines de grande capitalisation ont affiché un rendement annuel de 12,4 %. Ces deux périodes n'ont pas manqué d'incertitudes politiques, économiques et sociales.

Mais in fine, ce sont les fondamentaux de l'économie et des bénéfices qui ont fait croître les marchés actions, et le président n'a eu qu'une influence relativement mineure sur les rendements des marchés. Nous anticipons qu'il en sera de même au cours des quatre prochaines années.

Cela dit, chaque candidat est susceptible d'adopter des politiques très différentes dans cinq domaines clés (impôts, droits de douane, énergie, santé et réglementation). Du point de vue des marchés mondiaux, la proposition potentielle qui pourrait être la plus importante est celle de Donald Trump d'imposer des droits de douane sur toutes les importations de marchandises à un taux pouvant atteindre 10 %.



Les propositions politiques électorales américaines - à quoi faut-il s'attendre ?

Positions potentielles sur des questions clés

Questions clés	Orientation potentielle de Joe Biden	Orientation potentielle de Donald Trump
 Impôts	Possibilité d'une prolongation partielle des réductions d'impôts de 2017. Risque accru de hausse des impôts pour les particuliers et les entreprises les plus prospères.	Objectif de prolongation des réductions d'impôts de 2017 avec des compensations partielles provenant de la réduction des dépenses publiques.
 Droits de douane	Maintien du statu quo sur la fermeté à l'égard de la Chine.	Intention d'augmenter les droits de douane imposés aux partenaires commerciaux, en particulier la Chine.
 Défense	Maintien probable de l'accent sur les alliances et le multilatéralisme.	Pression éventuelle pour renforcer le financement de l'OTAN par ses membres.
 Énergie	Objectif de réduction des émissions et d'amélioration de l'efficacité énergétique. Augmentation des taxes sur le secteur des combustibles fossiles.	Augmentation de la production d'énergie traditionnelle par forage sur les terres fédérales et extension des oléoducs et gazoducs.
 Santé	Protection et renforcement de l' <i>Affordable Care Act</i> (loi sur les soins abordables).	Projet d'annulation de la loi sur les soins abordables (<i>Affordable Care Act</i>).
 Réglementation	Renforcement de la réglementation dans les domaines de l'énergie, de la technologie et des services financiers.	Objectif d'allègement de la réglementation des services énergétiques et financiers.

Les marchés qui pourraient être les plus sensibles aux orientations politiques



Les actions de petite et moyenne capitalisation

qui accueilleraient sans doute favorablement la perspective d'une réglementation moins contraignante

Le dollar

qui s'apprécierait vraisemblablement si la probabilité d'une hausse des droits de douane s'accroît

L'énergie propre et l'énergie classique

qui réagiraient probablement à l'éventualité d'un maintien des subventions ou d'une augmentation de la production de pétrole

Nous estimons que le risque pour les investisseurs tient au fait qu'aucun des deux candidats n'est susceptible d'être prudent sur le plan budgétaire. La dette et le déficit de l'État fédéral américain risquent de se détériorer davantage. Cette évolution pourrait accroître la volatilité du marché obligataire à court terme. À plus long terme, une hausse des impôts sera nécessaire pour réduire le fardeau de la dette fédérale. La dette fédérale américaine représente déjà 100 % du PIB, et d'après les estimations du Congressional Budget Office, ce ratio atteindra 120% au cours des dix prochaines années. Les charges d'intérêt du gouvernement américain pourraient atteindre 900 milliards de dollars cette année, soit près de 3 % du PIB.¹⁰

Parallèlement, les recettes fiscales du gouvernement fédéral américain représentent moins de 30 % du PIB, soit la part la plus faible parmi les économies du G-10.

Enfin, si la loi *Tax Cuts and Jobs Act* expire après 2025 comme prévu (un scénario possible si les dirigeants de Washington, soumis au contrôle de partis divisés, ne parviennent pas à un accord), le taux d'imposition marginal le plus élevé passera à 39,6 % (contre 37 % aujourd'hui) et l'exonération des droits de succession et de l'impôt sur les donations sera réduite de moitié à environ 7 millions de dollars par personne (contre 13,61 millions de dollars aujourd'hui).

¹⁰ Alec Phillips, Tim Krupa. US Economics Analyst: The Fiscal Outlook: Not Good, But a Little Better. Goldman Sachs, 2024.

L'efficacité fiscale au cœur des préoccupations des investisseurs

Si l'augmentation des taux d'imposition aux États-Unis semble inévitable (ce qui est le cas), les investisseurs américains devraient privilégier l'efficacité fiscale, non seulement pour leurs portefeuilles d'investissement, mais également pour l'ensemble de leurs actifs. Nous dénommons cette approche « gestion de patrimoine fiscalement efficace ».

Les contribuables américains peuvent conserver une plus grande partie de ce qu'ils gagnent sur les marchés grâce à la localisation des actifs, au recouvrement des pertes fiscales, à des retraits, à des techniques de planification intégrées et à des emprunts sophistiqués.

En ce qui concerne la localisation des actifs, les contribuables américains devraient placer les actifs fiscalement efficaces tels que les actions, les obligations de collectivités locales, les actions privilégiées et les fonds de *private equity* dans des comptes imposables. Les stratégies de recouvrement des pertes fiscales peuvent amplifier les rendements après impôt dans les comptes imposables. Les actifs fiscalement « inefficaces » qui génèrent l'essentiel de leur rendement des revenus d'intérêts ou des plus-values à court terme (comme la dette privée, certains *hedge funds* et les obligations à haut rendement) seraient mieux placés sur des comptes à imposition différée, tels que les comptes de retraite individuels (IRA) ou, éventuellement, les contrats de rente à capital variable (« variable annuities ») à faible coût.

En choisissant judicieusement la localisation de certains investissements, les investisseurs peuvent réaliser des économies d'impôt substantielles.

La gestion de patrimoine fiscalement efficace comprend différentes approches de planification qui peuvent s'avérer encore plus efficaces que la localisation des actifs. Accélérer la perception du revenu imposable avant l'expiration des taux d'imposition plus bas de la loi *Tax Cuts and Jobs Act* (pensez aux conversions Roth) peut être une stratégie prudente selon votre situation. Le don à une organisation caritative d'actions qui s'apprécie à long terme présente un double avantage fiscal : il permet d'éviter tout impôt sur les plus-values intégrées et donne droit à une déduction sur les autres revenus imposables. Pour ceux qui ont des successions imposables, faire des dons à votre famille par le biais des exclusions annuelles ou à vie peut avoir un impact significatif après impôt, car cela déplace la croissance future hors de votre bilan.

Enfin, l'emprunt peut également servir de levier stratégique pour remédier à des flux de trésorerie irréguliers (en évitant les événements imposables et en maintenant l'exposition au marché). Par ailleurs, s'il est structuré correctement, l'intérêt payé sur l'emprunt peut être déduit du revenu d'investissement imposable.

En bref : ne laissez pas les élections compromettre votre plan à long terme. Concentrez-vous sur ce que vous pouvez contrôler.





Facteurs géopolitiques : le risque est réel – de même que les opportunités d'investissement

Événements géopolitiques et rendements de marché

Tout d'abord, les investisseurs ne doivent pas oublier que les événements géopolitiques ont très rarement un impact négatif durable sur les marchés américains des actions de grande capitalisation (comme l'ont montré les recherches de Michael Cembalest, notre Président de la stratégie de marché et d'investissement).¹¹ C'est pourquoi les portefeuilles d'investissement à long terme correctement diversifiés sont généralement bien protégés contre les événements déstabilisants, tels que les guerres, les invasions, les attentats terroristes, les coups d'État, les référendums et l'assassinat de dirigeants politiques.

Les facteurs géopolitiques et l'éventualité d'un conflit mondial constituent le deuxième risque majeur pour les marchés au second semestre 2024.

11 J.P. Morgan, Michael Cembalest, Eye on the Market, 14 novembre 2023, Annexe.

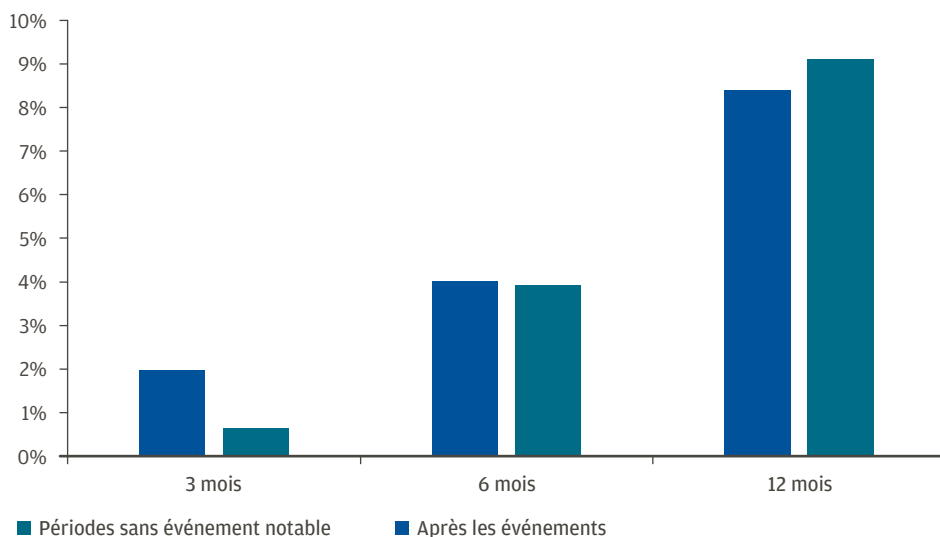
Nous avons étudié 36 événements de ce type depuis le début de la Seconde Guerre mondiale. Nous avons constaté que les rendements à terme à six et douze mois après ces événements sont identiques aux rendements moyens pendant les périodes sans événement géopolitique notable.

Cela dit, les facteurs géopolitiques peuvent avoir de profondes répercussions sur le marché au niveau local. Par exemple, les actions allemandes de petite capitalisation ont nettement sous-performé leurs homologues allemandes de grande capitalisation et mondiales, en grande partie à cause de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et de la perturbation de l'approvisionnement en énergie qui s'en est suivie.

Pour les investisseurs plus tactiques en quête de couverture, l'or et le pétrole brut occupent une place privilégiée. Ces actifs ont tendance à croître à court terme avant et pendant un événement géopolitique. De même, une fois l'événement géopolitique passé, ces couvertures ont tendance à perdre de la valeur à mesure que les investisseurs se détendent et se réorientent vers les actifs risqués.

Les actions de grande capitalisation ont été épargnées par les chocs

Rendement moyen de l'indice S&P et événements géopolitiques, en %



Sources : S&P, Haver Analytics. Données au 31 décembre 2023.

Cette tendance souligne la nécessité de gérer activement ces expositions, qui sont souvent mieux exprimées par le biais d'options et d'autres produits dérivés. À court terme, les perspectives de rendement de l'or sont excellentes. Elles reflètent la prime de risque géopolitique de la matière première et la demande des banques centrales mondiales qui souhaitent diversifier leurs réserves au détriment du dollar américain. Ce point est important pour les investisseurs tactiques.

Les marchés continueront probablement à redouter de nouveaux conflits, mais ces risques ne nous semblent pas de nature à remettre en cause notre vision d'ensemble. La diversification peut contribuer à atténuer le risque géopolitique pour la plupart des investisseurs.

Un point clé : les investisseurs ayant une exposition concentrée ont probablement plus à craindre des risques géopolitiques que ceux dont les portefeuilles sont globalement diversifiés.

Les événements géopolitiques peuvent avoir des répercussions locales considérables

Performance cumulée depuis janvier 2022, %



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

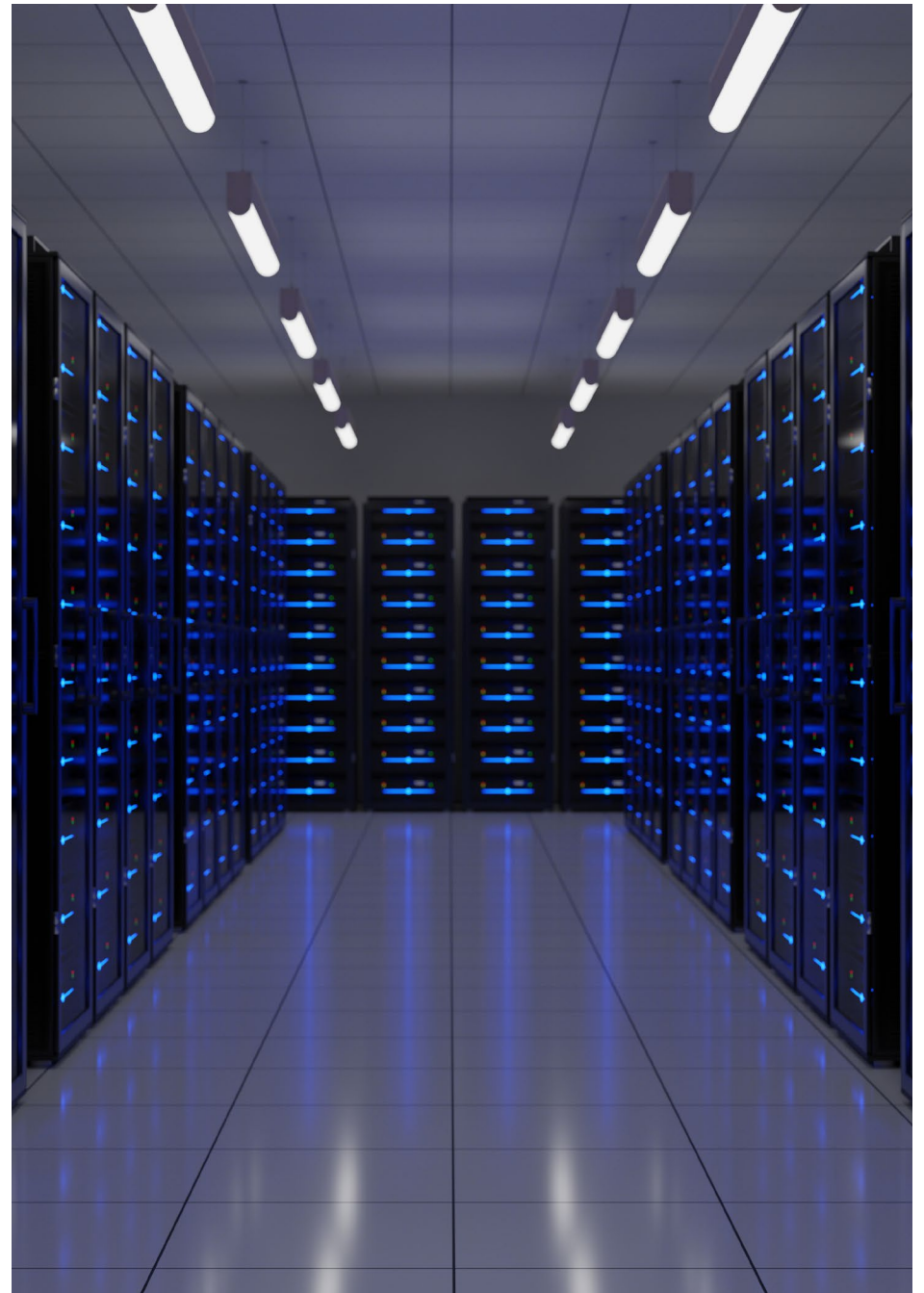
Outre le risque géopolitique majeur, nous estimons que de nombreux pays importants sur le plan économique auront durablement intérêt à renforcer leur sécurité nationale dans trois domaines importants :

01 La défense

02 Les chaînes d'approvisionnement

03 L'énergie

Ce sont là des tendances mondiales à long terme qui nécessiteront une approche stratégique de la part des investisseurs.



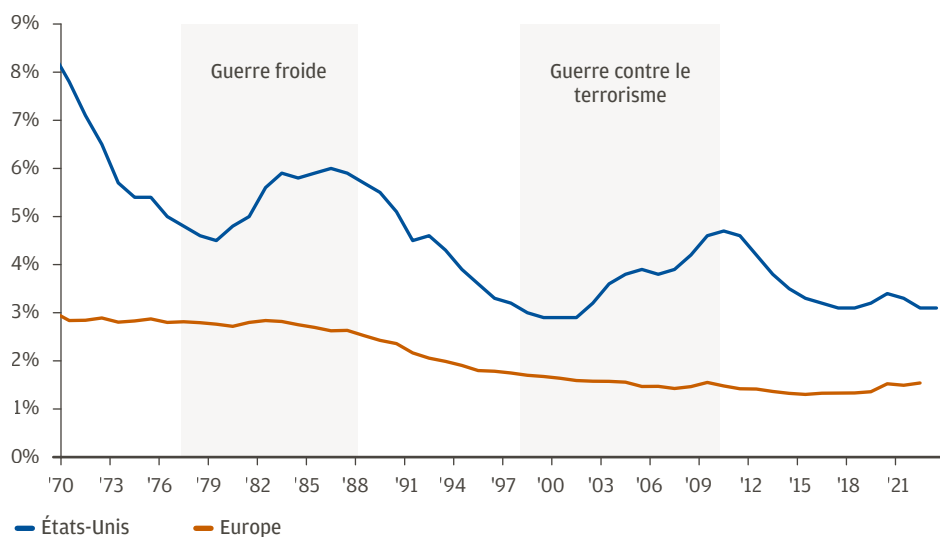
La défense

Les dépenses de défense américaines en pourcentage du PIB sont à leur plus bas niveau depuis la Seconde Guerre mondiale, ce malgré la montée inexorable des conflits mondiaux. Seuls 12 pays de l'OTAN respectent actuellement leurs obligations en matière de dépenses de défense ; sept autres devraient augmenter leurs dépenses cette année. Ce déclin, qui dure depuis des décennies, devrait s'inverser.

Parallèlement, les gouvernements, les entreprises et les ménages doivent se protéger contre les cybermenaces. Les atteintes à la cybersécurité sont désormais quasi quotidiennes, et les dommages associés ont augmenté avec la fréquence des attaques. Le coût moyen provenant des conséquences d'une violation de données est passé de 3,62 millions de dollars en 2017 à 4,45 millions de dollars en 2023, soit une augmentation de 23%. Les gouvernements et les entreprises devront continuer à augmenter leurs dépenses de cybersécurité. Elles représentent déjà 12% des budgets technologiques des entreprises, une part qui devrait croître jusqu'à la fin de la décennie.

Les risques géopolitiques ont catalysé des cycles de dépenses de défense d'une durée de dix ans

Dépenses de défense américaines en % du PIB



Sources : U.S. Congressional Budget Office, Banque mondiale, Haver Analytics. Données de décembre 2023.

Les chaînes d'approvisionnement

On pourrait avancer que la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine qui a débuté en 2018 a été la première salve d'un effort plus concerté des décideurs pour influencer les échanges commerciaux mondiaux et diversifier les sources d'approvisionnement en biens et matériaux essentiels au détriment de la Chine.

Pendant la pandémie, la fragilité de la chaîne d'approvisionnement a compliqué les activités des entreprises et a contribué à la hausse de l'inflation. Aujourd'hui, les chaînes d'approvisionnement sont beaucoup plus résistantes. Certains changements dans les chaînes d'approvisionnement après la pandémie ont été bénéfiques pour des pays tels que le Mexique, le Viêt Nam et l'Inde. Toutefois, les décideurs continuent de se focaliser sur les sources d'approvisionnement en biens essentiels à la sécurité nationale.

Notamment, avec plus de 165 milliards de dollars par an, la Chine reste la première source d'importation de produits de technologie avancée aux États-Unis. Nous continuons d'anticiper de nouvelles frictions commerciales concernant les produits de haute technologie, qui pourraient se traduire par une hausse des droits de douane et de nouvelles réorientations au détriment des entreprises chinoises.

En outre, les gouvernements s'efforceront probablement de continuer à favoriser la production nationale de biens tels que les semi-conducteurs et les batteries. L'*Inflation Reduction Act* (loi sur la réduction de l'inflation), conçue à cette fin, a déjà relancé la construction d'installations manufacturières aux États-Unis.





L'énergie

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a compromis l'accès de l'Europe au gaz naturel, et la transition énergétique nécessite des investissements dans la production nationale d'énergies renouvelables. Nous anticipons que les dépenses consacrées aux technologies énergétiques propres feront plus que doubler d'ici 2030, pour atteindre 4 600 milliards de dollars. Les infrastructures énergétiques (par exemple, les centrales électriques et le stockage d'énergie) et les transports (par exemple, les pipelines, les méthaniers) continueront d'attirer de nouveaux investissements.

Cette tendance, associée à l'*Inflation Reduction Act* et à la révolution de l'IA, est de bon augure pour les actifs nationaux dans les secteurs de l'infrastructure, de l'énergie et de l'électricité. En effet, depuis l'adoption de l'*Inflation Reduction Act*, les investissements annoncés dans les énergies propres aux États-Unis ont atteint 473 milliards de dollars, ce qui représente environ 152 installations nouvelles (ou agrandies) de production d'énergie solaire, éolienne et de batteries.

Comme pour l'IA, l'investissement dans ces domaines nécessitera une combinaison d'investissements publics et privés. Comme nous l'avons vu, il s'agit de tendances d'investissement stratégique à long terme qui requiert une mobilisation patiente de capitaux.

CONCLUSION

Fragilité géopolitique, **solidité économique.**

Même avec une inflation persistante, d'autres variables macroéconomiques et de marché dans les économies développées semblent remarquablement solides. Les entreprises ont résisté à la hausse des taux d'intérêt. Les bénéfices vont probablement augmenter. L'offre et la demande sur le marché du travail sont raisonnablement équilibrées.

Les marchés devraient trouver un nouvel élan dans une économie mondiale robuste. Les actions mondiales devraient tirer les rendements des portefeuilles jusqu'à la fin de l'année. Et si la croissance mondiale s'essouffle, les obligations pourront servir d'élément de stabilité dans les portefeuilles. Les investisseurs doivent être confiants en la capacité des actifs à jouer leur rôle dans un portefeuille à long terme.

Une économie forte dans un monde fragile. Dans l'ensemble, il s'agit d'une toile de fond saine pour les investisseurs qui se préparent à aborder le second semestre 2024.

Perspectives mondiales

NOUS PRÉSENTONS TROIS DOMAINES D'OPPORTUNITÉS POUR LES
INVESTISSEURS MONDIAUX :

- 01** Les entreprises procèdent à des rachats d'actions, la situation des consommateurs est saine – les entreprises européennes entament un nouveau chapitre.

 - 02** L'Amérique latine fournit des matières premières essentielles aux transitions énergétique et numérique, et les investisseurs ont de nombreuses possibilités d'en tirer profit.

 - 03** Dans un contexte de sortie de la déflation et de réforme des entreprises, les actions japonaises offrent une opportunité attrayante.
-

En 2024, la reprise des actions mondiales devrait se propager à de nouvelles régions (au-delà des États-Unis), à d'autres pays et aux capitalisations boursières (au-delà des chouchous des méga-capitalisations).



Europe

Les entreprises européennes entament un nouveau chapitre

Au plus fort de la crise financière mondiale et quelques années plus tard, de la crise de la dette souveraine, bon nombre d'entreprises européennes ont réduit leurs dividendes. Les actionnaires étaient mécontents, mais ils étaient impuissants face à cette situation. Début 2024, les prêteurs européens et les entreprises de tous les secteurs ont estimé que leurs bilans étaient suffisamment solides pour distribuer du capital aux actionnaires.

Qu'on ne s'y trompe pas : un nouveau chapitre s'ouvre pour les entreprises européennes. Les entreprises sont devenues beaucoup plus favorables aux actionnaires. Pour preuve, plus encore que l'augmentation des dividendes, les entreprises procèdent à des rachats d'actions. Les rachats d'actions, qui existent de longue date aux États-Unis, ont soutenu la surperformance des actions américaines au fil du temps. Mais cette pratique est traditionnellement beaucoup moins répandue sur le vieux continent. Parallèlement, les émissions nettes d'actions en Europe sont devenues négatives, ce qui constitue un autre avantage pour les actionnaires.

L'évolution en faveur d'une gestion des entreprises favorable aux actionnaires - sous-estimée par les acteurs du marché - se conjugue à l'amélioration des fondamentaux économiques dans la zone euro. La situation des consommateurs est saine, soutenue par des salaires en hausse. Les perspectives de bénéfices des entreprises sont positives. Enfin, les taux d'intérêt devraient baisser, ce qui donnera un coup de pouce aux consommateurs et aux entreprises. D'ici à la fin de l'année, la BCE aura probablement procédé à davantage de baisses de taux que la Réserve fédérale.

Tout concourt à créer un environnement favorable pour les actions européennes. Cela confirme également notre opinion selon laquelle la reprise des actions mondiales se poursuivra en 2024 et se propagera à de nouvelles régions (au-delà

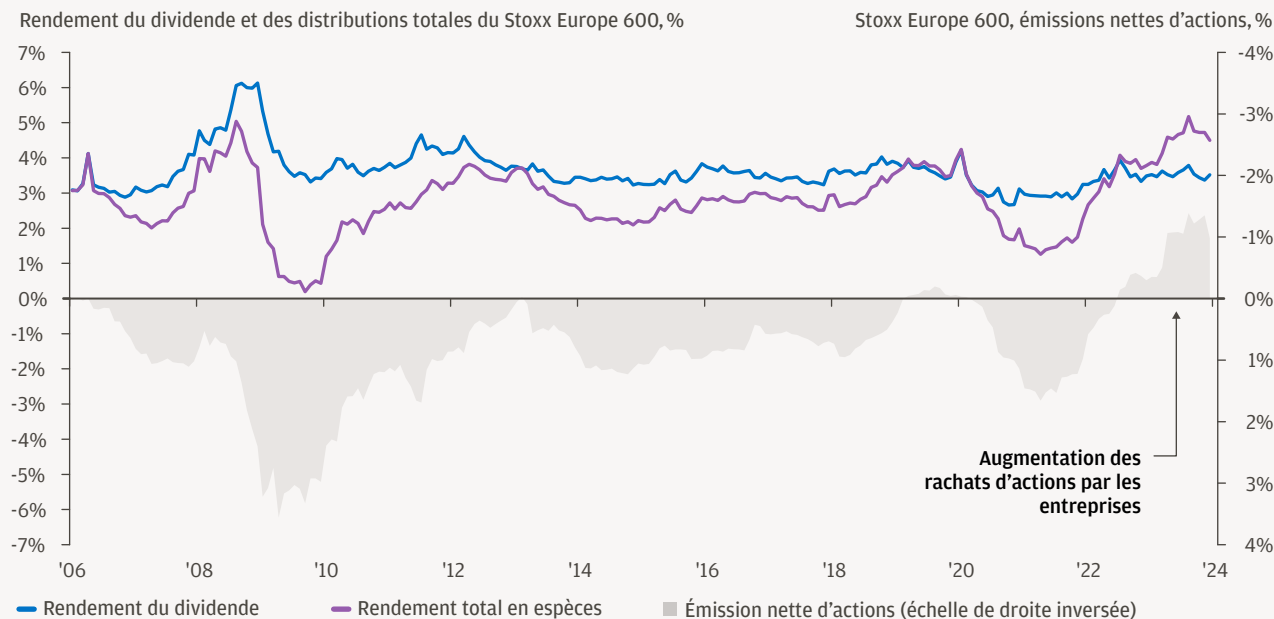
des États-Unis) et à de nouvelles capitalisations boursières (au-delà des chouchous des méga-capitalisations).

Les prévisions optimistes concernant les actions européennes ont déjà été démenties par le passé, car celles-ci n'ont pas été à la hauteur des attentes. Mais les marchés européens se trouvent à un point d'inflexion, pour des raisons structurelles et conjoncturelles. Une gestion d'entreprise favorable aux actionnaires constitue une évolution structurelle majeure. Et comme les secteurs cycliques dominent les marchés européens, un catalyseur procyclique tel qu'une baisse des taux pourrait susciter un nouvel intérêt des investisseurs pour la région.

Évolution structurelle : des entreprises favorables aux actionnaires

Un graphique illustre l'essentiel de l'évolution structurelle :

Rompre avec la tradition : les rachats d'actions sont en hausse



Sources : Datastream, Haver Analytics, Goldman Sachs Investment Research, J.P. Morgan. Données au 29 février 2024.



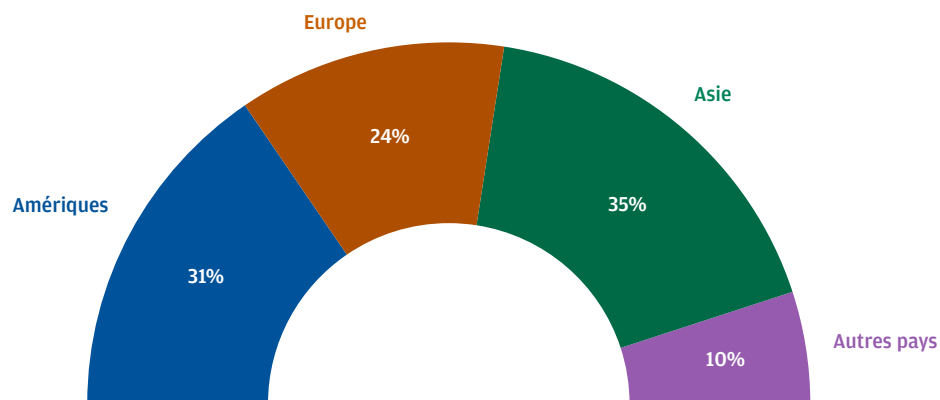
Pendant des décennies, les entreprises européennes ont lutté contre une croissance économique anémique et des bilans fragiles, dépendant d'un secteur bancaire fragile. Année après année, les émissions d'actions se sont succédé, alors que des crises en cascade ébranlaient les entreprises et les marchés. En réaction, de nombreux investisseurs mondiaux ont réduit leur exposition à l'Europe. Souvent, ils ne sont pas revenus sur leur décision.

Mais au cours des derniers trimestres, les investisseurs ont commencé à apprécier des évolutions favorables aux actionnaires. (Une évolution similaire se produit au Japon, comme nous l'expliquons dans un article complémentaire des Perspectives mondiales).

Du point de vue de l'investisseur, un rachat d'actions est un signe de confiance de la part de l'entreprise et d'alignement des intérêts de la direction et des actionnaires. Comme les rachats réduisent le nombre d'actions sur le marché, ils créent un équilibre plus favorable entre l'offre et la demande pour les investisseurs.

Enfin, nous anticipons que les investisseurs reconnaîtront de plus en plus que les grandes entreprises européennes, les « champions nationaux », vendent leurs produits à une base de consommateurs véritablement internationale. Elles tendent à bénéficier d'une économie mondiale qui a mieux résisté à la hausse des taux d'intérêt que beaucoup ne l'avaient prévu. L'économie européenne devrait rester résiliente au cours de l'année à venir.

Les « champions nationaux » européens s'appuient sur une base de clients mondiale
Exposition du chiffre d'affaires des champions nationaux européens par région en 2023



Sources : rapports des entreprises, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Données au 31 décembre 2023. Note : Les champions nationaux européens sont Safran, Schneider Electric, LVMH, Hermès, Ferrari, Novo Nordisk et ASML.

Croissance de l'économie et des salaires réels

Dans tous les secteurs et toutes les entreprises, l'amélioration des fondamentaux économiques offre la possibilité d'une croissance économique plus forte et, en conséquence, d'une augmentation du chiffre d'affaires et des bénéfices.

Au premier trimestre, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,5% en glissement annuel, alors que la croissance était pratiquement nulle au deuxième semestre 2023. L'Indice composite des directeurs d'achat (PMI) de la zone euro est passé à 50,3 en mars, première fois que l'enquête est en territoire expansionniste depuis mai 2023.¹² Nous prévoyons que la croissance de la zone euro s'accélérera à près de 1% d'ici à la fin 2024.

Qui plus est, une croissance des salaires réels de près de 2% soutiendra l'économie et les bénéfices des entreprises. Ce chiffre représente une hausse par rapport aux -6% enregistrés il y a un an et près du double de la moyenne pré-pandémie. Les consommateurs ont de quoi dépenser.

Enfin, nous observons une diminution de la pression exercée par le durcissement des conditions financières et d'octroi de prêts. Dans la dernière enquête de la BCE sur les prêts, le nombre net de banques signalant un durcissement des critères d'octroi de prêts est tombé à zéro pour la première fois en quatre ans.

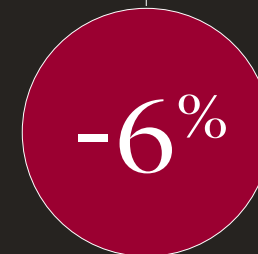
Nous sommes conscients des risques qui pèsent sur nos perspectives. La concurrence des fabricants chinois constitue une menace importante pour les entreprises européennes. Le constructeur chinois de véhicules électriques BYD, par exemple, pourrait s'avérer un redoutable rival pour les constructeurs automobiles allemands.

Il existe également des risques géopolitiques. L'invasion de l'Ukraine par la Russie et la crise énergétique qui s'en est suivie ont accru les risques de dépendance de l'Europe envers les importations d'énergie. Le conflit en mer Rouge a mis à rude épreuve les routes maritimes, et augmenté les coûts des produits énergétiques.



Une croissance des salaires réels de près de 2% soutiendra l'économie et les bénéfices des entreprises.

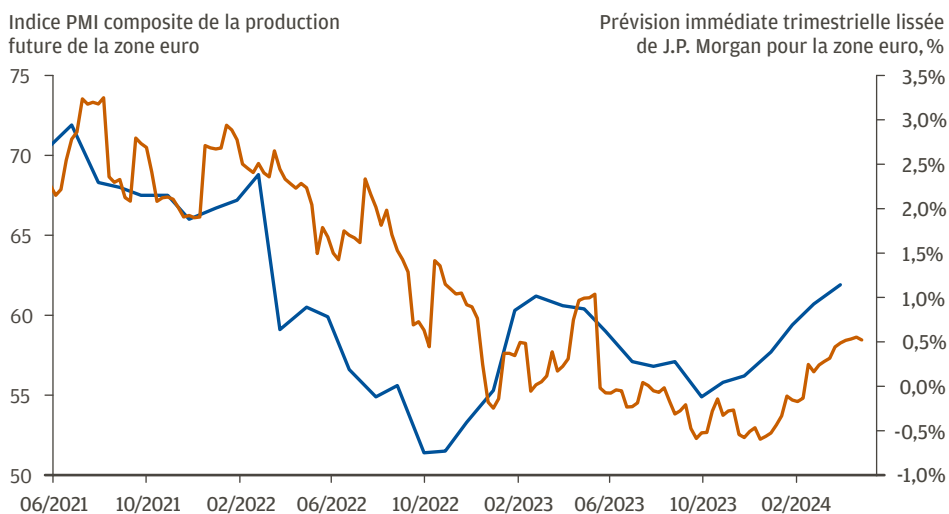
Ce chiffre est en hausse par rapport aux -6% enregistrés il y a un an et représente près du double de la moyenne pré-pandémie.



¹² S&P Global, Bloomberg Finance L.P. Données d'avril 2024.

Dans la mesure où le Moyen-Orient représente environ un tiers de la production mondiale de pétrole, une intensification des tensions dans la région pourrait s'avérer déstabilisante. En particulier, une interruption du transport de pétrole dans le détroit d'Ormuz pourrait faire grimper les prix du pétrole et l'inflation en général. Des inquiétudes subsistent quant à la capacité de la région à diversifier son approvisionnement énergétique au détriment du pétrole étranger, d'autant que les constructeurs automobiles européens peinent à vendre des véhicules électriques à un prix compétitif.

Les fondamentaux de la croissance européenne semblent prêts à se renforcer



Sources : J.P. Morgan, S&P Global, Bloomberg Finance L.P. . Données d'avril 2024. Note : Les prévisions trimestrielles lissées de J.P. Morgan analysent toutes les données macroéconomiques d'un pays pour calculer la croissance trimestrielle annualisée du PIB.

La reprise des actions se généralise

Pendant un certain temps, une surpondération des actions américaines a été bénéfique pour les investisseurs. Mais alors que la reprise des actions se propage à de nouvelles régions, l'amélioration des fondamentaux économiques et la gestion d'entreprise favorable aux actionnaires dans la zone euro offrent un potentiel de rendements attrayants en 2024 et au-delà. C'est un point qui mérite l'attention des investisseurs.





Amérique latine

Une demande forte, une offre rare : tirer profit des matières premières essentielles

Les propriétaires de véhicules électriques connaissent bien l'exercice : la recherche angoissante d'une borne de recharge à proximité alors que leur autonomie est limitée. Ils savent peut-être aussi que le lithium, un élément clé dans la fabrication des batteries des véhicules électriques, fait cruellement défaut.

Voici ce que l'on sait moins : un large éventail de matières premières cruciales pour les transitions énergétique et numérique (y compris l'essor de l'IA) et pour la sécurité au sens large (sécurité nationale, cybersécurité, sécurité énergétique) est concentré dans un petit nombre de pays d'Amérique latine.

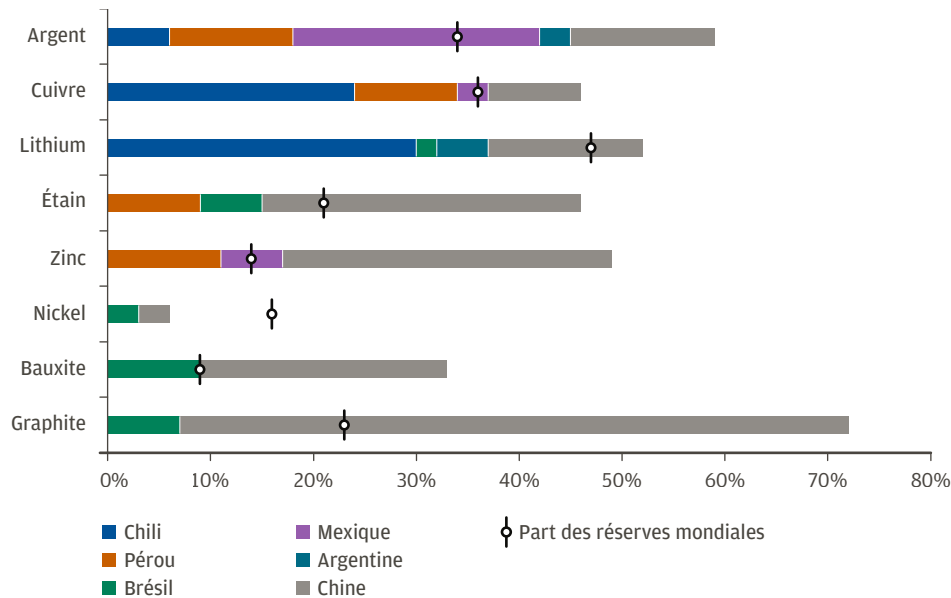
Le Chili et le Pérou produisent 40 % de l'offre mondiale de cuivre, et le Chili et l'Argentine fournissent 32 % du lithium mondial. Les matières premières vitales (notamment le cuivre, le lithium, le cobalt et le nickel) font l'objet d'une demande forte, en croissance, et l'offre est relativement restreinte.

Le rôle dominant de l'Amérique latine a des implications considérables dans le domaine de l'investissement. L'ensemble des opportunités comprend les investissements directs étrangers dans la région, les actions des géants miniers mondiaux et les sociétés cotées qui bénéficient de l'activité économique dans la région.

L'Amérique latine tire profit de longue date de ses ressources naturelles et l'exploitation minière compte pour une part importante dans la balance commerciale des principaux pays. Les opportunités séculaires offertes par les transitions numérique et énergétique devraient augmenter le potentiel de croissance des exportations.

Quelques pays contrôlent une part substantielle des principales réserves minérales

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



Sources : Mineral Commodity Summaries, ministère de l'Intérieur américain, U.S. Geological Survey.
Note : les chiffres correspondent à des estimations. Données au 31 décembre 2022.



Forte hausse de la demande

Le cuivre et le lithium pourraient être les deux matières premières les plus importantes pour ces transitions. Le cuivre joue un rôle clé dans les systèmes d'énergie solaire, hydraulique et éolienne. Dans le domaine de l'intelligence artificielle, il change la donne : selon un rapport récent de la banque d'investissement de J.P. Morgan, un data center IA consomme trois fois plus d'énergie qu'un data center traditionnel, et aura donc besoin de beaucoup plus de cuivre. La demande de lithium devrait s'accroître, compte tenu de sa fonction essentielle dans les batteries des véhicules électriques et des systèmes de stockage de l'énergie (on trouve 8,9 kg - une quantité importante - de cette matière première dans un véhicule électrique moyen).¹³

À tout point de vue, la demande de matières premières clés s'accroît à un rythme rapide, qui ne fera que croître avec les transitions numérique et climatique. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit que la consommation d'électricité liée aux data centers, à l'IA et aux cryptomonnaies pourrait doubler d'ici 2026. Selon les estimations de la banque d'investissement de J.P. Morgan, ce taux de croissance pourrait se traduire par une hausse de 3% des besoins en cuivre - autrement dit, une augmentation supérieure de 3% au niveau intégré dans les prévisions actuelles concernant la demande.

L'AIE calcule également que dans un scénario net zéro, la demande de lithium pourrait atteindre 717 kilotonnes (kt) d'ici à 2030, pour une offre d'à peine 485 kt.

Les prix devraient augmenter. Selon BloombergNEF, les prix du cuivre pourraient bondir de 20% d'ici à 2027. Fortune Business Insights estime que le marché mondial du lithium, évalué à 22,2 milliards de dollars en 2023, devrait passer à 26,9 milliards de dollars en 2024 et à 134 milliards de dollars en 2032.

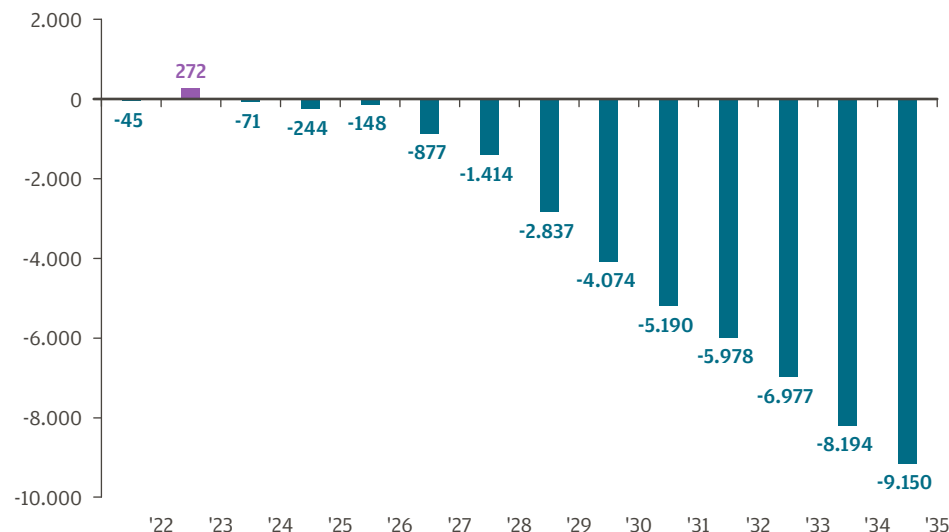
Raréfaction de l'offre

L'augmentation de la demande devrait selon les prévisions exacerber une offre de minerais déjà limitée pendant la décennie à venir.

Pour différentes raisons (notamment le défaut d'infrastructures, la demande accrue de produits raffinés de meilleure qualité et le refus politique de nouveaux projets), la production mondiale de plusieurs minéraux clés a augmenté à un rythme relativement lent.

Une demande croissante de cuivre face à une offre limitée

Estimations du déficit de l'offre mondiale de cuivre, kt



Sources : J.P. Morgan, CRU, Wood Mackenzie, BGRIMM, Banque mondiale, OCDE, Bloomberg New Energy Finance, prévisions des constructeurs automobiles, agences gouvernementales, IA. Analyse au 20 avril 2024.

13 Agence internationale de l'énergie. Données de mars 2024.

Gros plan sur la sécurité

Les problèmes de sécurité sont exacerbés par le décalage entre l'offre et la demande de matières premières clés, tant pour les décideurs publics que pour les chefs d'entreprise. Par exemple, sur les 50 minéraux considérés comme essentiels par l'U.S. Geological Survey du ministère de l'Intérieur, les États-Unis dépendent à 100% des importations de 12 d'entre eux. Ils en dépendent à 50% pour les 29 autres. En 2023, les États-Unis s'approvisionnaient en Chine pour la majorité de ces minéraux.

La sécurisation de l'approvisionnement en lithium est aujourd'hui une préoccupation majeure des entreprises technologiques et des constructeurs automobiles en Asie, en Europe et aux États-Unis. Une conséquence : des alliances stratégiques et des coentreprises ont été créées entre les constructeurs (consommateurs de minéraux) et les sociétés minières afin de garantir aux producteurs une base de fournisseurs fiable et diversifiée.

Contrairement à la Russie, par exemple, autre source majeure de matières premières pour les transitions énergétique et numérique, l'Amérique latine est considérée comme un territoire « amical » par les acheteurs occidentaux.

En outre, les incitations prévues par l'*Inflation Reduction Act* américaine encouragent les constructeurs à s'approvisionner en matériaux essentiels et/ou à assembler des composants en Amérique du Nord (qui inclut le Mexique) ou chez des partenaires de libre-échange. Selon l'Association mexicaine de l'industrie automobile, le nombre de véhicules électriques fabriqués au Mexique et exportés chaque année vers les États-Unis a presque doublé entre 2021 et 2023, car les constructeurs automobiles bénéficient de crédits d'impôt partiels au titre de l'*Inflation Reduction Act* lorsque ces véhicules sont vendus aux États-Unis.

Conséquences pour l'investissement

Le secteur minier mondial est peut-être le moyen le plus direct d'accéder aux matières premières essentielles aux transitions énergétique, numérique et sécuritaire. Les acteurs du marché sous-estiment peut-être la pérennité des bénéfices et des flux de trésorerie des sociétés minières.

En tant que secteur cyclique, l'industrie minière pourrait bénéficier d'une reprise de l'industrie manufacturière mondiale et d'une stabilisation de l'économie chinoise. En ce qui concerne l'industrie manufacturière, certaines sociétés minières de pays d'Amérique latine ont progressé dans la réduction de leurs émissions de carbone et dans la gestion des risques de pénurie d'eau.

Pour les investisseurs mondiaux, les marchés actions d'Amérique latine offrent actuellement des bénéfices solides et des valorisations attrayantes, tant par rapport à leurs homologues mondiaux qu'au regard de leur propre histoire. Les actions latino-américaines se négocient avec un multiple P/E à 12 mois de 9x, contre une moyenne de 12x sur 10 ans. L'Amérique latine est aujourd'hui la région du monde où les actions sont les moins chères.¹⁴

Les actions latino-américaines pourraient également bénéficier de la baisse des taux d'intérêt. Les banques centrales d'Amérique latine ont déjà réduit leurs taux directeurs de près de 200 points de base en moyenne, ce qui laisse un potentiel de baisse de 300 points de base supplémentaires jusqu'en 2024 et 2025.

En outre, l'augmentation des exportations pourrait stimuler la croissance économique dans la région et contribuer à la hausse des bénéfices des entreprises latino-américaines.

Les investisseurs peuvent choisir de se concentrer spécifiquement sur le secteur minier mondial, ou plus largement sur l'ensemble des marchés financiers. Quelle que soit l'approche choisie, ils peuvent trouver un large éventail d'opportunités pour tirer parti du rôle de l'Amérique latine dans l'approvisionnement en matières premières essentielles pour les transitions énergétique et numérique.

Asie

Actions japonaises : cette fois, c'est différent

Nombre d'investisseurs pensaient que ce jour n'arriverait jamais. Mais après des décennies de malaise économique, le Japon sort enfin de sa spirale déflationniste, et l'inflation et la croissance économique nominale augmentent. Dans le même temps, les réformes des entreprises imposent une évolution fondamentale de leurs relations avec leurs actionnaires. Contraintes par les nouvelles réglementations de se concentrer sur l'amélioration de leur efficacité et de leur rentabilité, les entreprises semblent restituer plus de valeur que jamais à leurs actionnaires.

Le contexte macroéconomique est favorable. Alors que l'économie chinoise reste confrontée à des difficultés et que la situation géopolitique générale semble de plus en plus tendue, le Japon apparaît comme un îlot de relative stabilité. En Asie, le pays compte parmi les économies les moins dépendantes de la demande chinoise, ses conditions économiques s'améliorent et sa politique est favorable.

Les évolutions structurelles dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, conjuguées à des perspectives macroéconomiques positives, font des actions japonaises l'une des opportunités d'investissement les plus intéressantes au niveau mondial.



Les investisseurs n'ont pas manqué de s'en rendre compte. En 2023, l'indice Nikkei a gagné 30 % en monnaie locale, devançant le S&P 500 et dépassant enfin la bulle japonaise de 1989. Si l'on tient compte de la dépréciation de la monnaie, les actions nippones ont tout de même enregistré un rendement de 22 % en dollars.¹⁵

Pourtant, en termes relatifs, les investisseurs mondiaux détiennent encore très peu d'actions japonaises. Avec des estimations d'environ 4 % dans les portefeuilles d'actions mondiales, les investisseurs sous-pondèrent le Japon par rapport à son poids dans les indices de référence des actions mondiales tels que l'indice MSCI World. Cette sous-pondération pourrait bientôt se résorber.

Voici trois raisons essentielles pour lesquelles les investisseurs pourraient envisager d'augmenter leur allocation en actions japonaises.

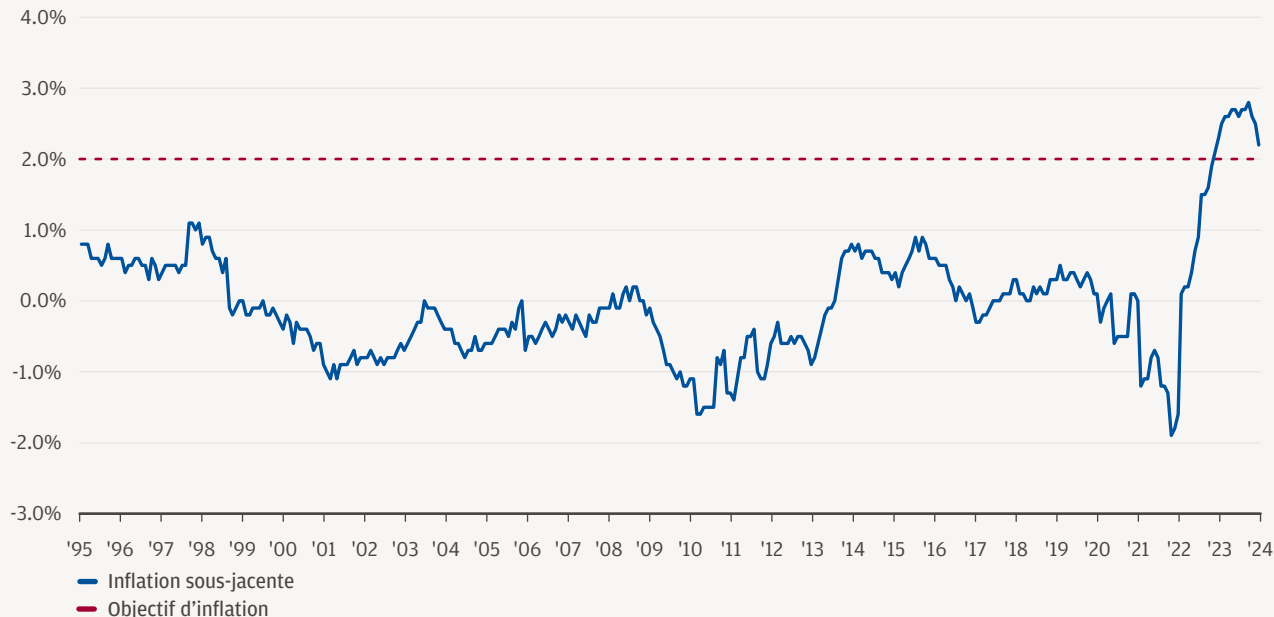
Une inflation bienvenue

Le Japon est sur le point de vaincre ce qui semblait être une spirale déflationniste bien ancrée. Ce n'est pas anodin : la déflation peut avoir un effet pernicieux sur l'économie. Comme les entreprises et les consommateurs anticipent une baisse des prix, ils reportent leurs dépenses et l'activité économique continue de s'affaiblir. C'est essentiellement le sort qu'a connu le Japon pendant deux décennies.

Puis les prix se sont envolés sous l'effet des pénuries liées au COVID, et l'activité a repris avec la réouverture de l'économie japonaise. Au Japon, l'inflation est une bouffée d'air frais, un signe encourageant que l'économie se normalise enfin.

L'inflation au Japon est le signe que l'économie se normalise enfin

Inflation sous-jacente au Japon, % de variation en glissement annuel



Sources : ministère de l'Intérieur et des Communications, Haver Analytics. Données d'avril 2024.

¹⁵ Bloomberg Finance L.P. Données au 31 décembre 2023.

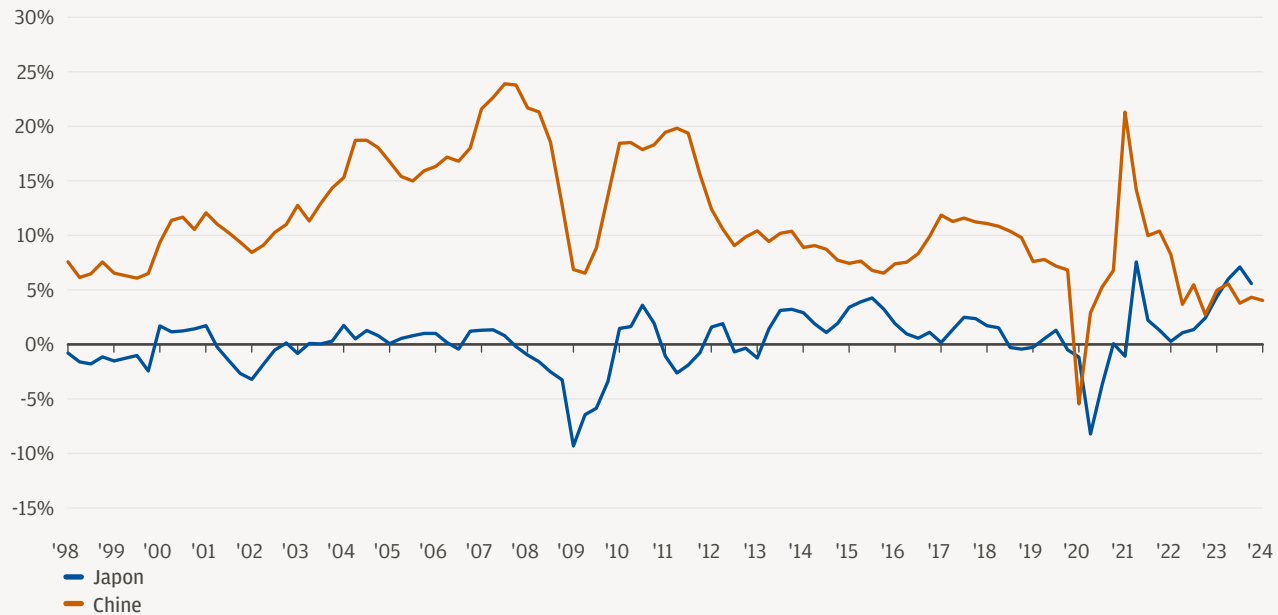
La normalisation économique entraîne un cycle vertueux de hausse des bénéfices, des salaires, des prix de l'immobilier et, surtout, de la confiance des consommateurs et des marchés. La hausse des prix se traduit par une augmentation du chiffre d'affaires, qui entraîne à son tour une hausse des salaires, et ce cercle vertueux peut inverser des décennies de stagnation.

Un exemple de ce changement structurel : la croissance nominale du Japon a dépassé celle de la Chine pour la première fois en plus de 30 ans.

À l'avenir, avec la normalisation de l'économie japonaise et l'entrée de la Chine dans une période de croissance et d'inflation structurellement plus faibles, l'écart de croissance entre les deux géants asiatiques pourrait se réduire.

Pour la première fois en plus de 30 ans, la croissance nominale du Japon a dépassé celle de la Chine

Croissance du PIB nominal, % en glissement annuel



Sources : Cabinet Office du Japon, office national de la statistique de la Chine, Haver Analytics. Données au 1er trimestre 2024.

Une nouvelle ère pour la gouvernance d'entreprise

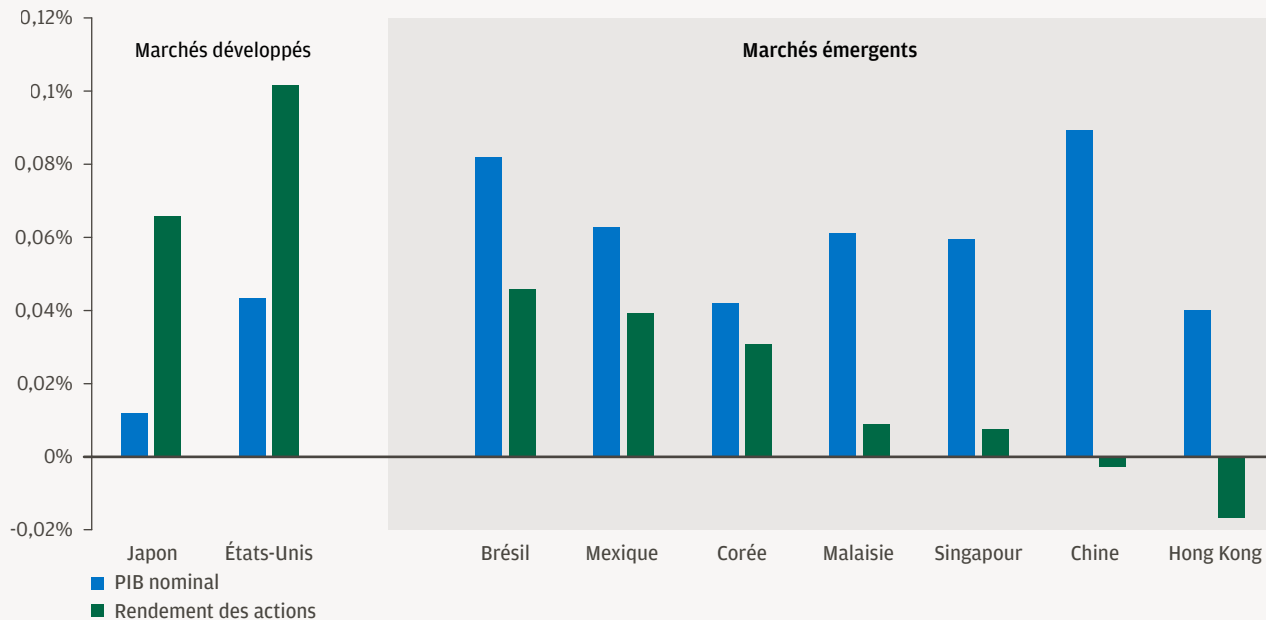
Les marchés financiers japonais ont amorcé un changement majeur. Les réformes mises en œuvre par la Bourse de Tokyo ont conduit les sociétés japonaises à modifier la relation fondamentale entre les entreprises et leurs actionnaires. L'objectif est d'améliorer la gouvernance d'entreprise et, in fine, la rentabilité pour l'actionnaire.

Tout comme le passage de la déflation à la reflation peut avoir un impact profond sur l'économie, les réformes visant à améliorer la gouvernance d'entreprise peuvent elles aussi avoir un impact profond sur la rentabilité pour l'actionnaire.

Prenons l'exemple de la relation entre la croissance économique et les bénéfices des entreprises. Dans de nombreuses économies où la gouvernance d'entreprise est médiocre, les bénéfices sont à la traîne par rapport à la croissance économique. Les entreprises peuvent diluer la valeur actionnariale en émettant davantage d'actions, en augmentant les dépenses inutiles ou en prenant d'autres décisions qui érodent le bénéfice par action. En conséquence, la rentabilité pour l'actionnaire dans de nombreuses économies émergentes a été inférieure à celle de leurs homologues des marchés développés, malgré des années de forte croissance économique.

Les investisseurs en actions doivent tenir compte de la relation entre la croissance économique et les bénéfices des entreprises

Croissance nominale annualisée du PIB par rapport aux rendements des indices boursiers locaux, en monnaie locale, %, 2009-2023



Sources : sources nationales, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Données du 4e trimestre 2023.

Les entreprises américaines sont un bon exemple. Au cours de la dernière décennie, l'économie américaine a connu une croissance plus lente que celle de nombreuses autres grandes économies. Pourtant, les bénéfices des entreprises (et donc les rendements) ont largement dépassé la croissance économique. L'une des principales raisons (il y a bien sûr des exceptions notables) est que les entreprises américaines ont pour objectif de créer de la valeur économique et de la restituer aux actionnaires. La gouvernance d'entreprise explique en grande partie pourquoi la rentabilité pour l'actionnaire des entreprises américaines a largement dépassé celle des entreprises des économies dont la croissance est plus rapide.

Les entreprises japonaises évoluent désormais vers un modèle plus proche de celui des États-Unis. Les réformes mises en œuvre par la Bourse de Tokyo modifient la culture de gouvernance et contraignent les entreprises japonaises à se concentrer davantage sur la rentabilité. Il en résulte que les bénéfices des entreprises japonaises, qui sont déjà plus élevés que les performances économiques sous-jacentes, devraient encore augmenter et devancer ceux des pays développés avec une croissance de 11% à 13% cette année. Le potentiel de hausse du prix des actions japonaises est donc significatif.

Chaînes d'approvisionnement et géopolitique

Le Japon occupe une position unique en Asie. Le pays est :

- **l'une des économies les moins tributaires de la demande chinoise**
- **un acteur important de la chaîne d'approvisionnement en semi-conducteurs**
- **bénéficiaire du renforcement par les entreprises étrangères de leur chaîne d'approvisionnement.**

Selon le ministère japonais des Finances, le Japon a prévu un budget de 4 000 milliards de yens pour les investissements dans les semi-conducteurs et l'industrie numérique sur la période 2021-2023, ce qui représente une part plus importante du PIB que les efforts déployés par les États-Unis pour développer leur propre offre nationale de semi-conducteurs.

Le fabricant de semi-conducteurs TSMC est un bon exemple de l'histoire de la chaîne d'approvisionnement. Alors que l'entreprise cherche à diversifier sa production en dehors de Taïwan, elle a annoncé son intention de construire une

usine aux États-Unis. Malgré les retards pris par le projet, TSMC a construit une nouvelle usine au Japon, qui est maintenant pleinement opérationnelle. Ce succès a conduit TSMC à dévoiler des plans d'expansion au Japon.

Sur le plan géopolitique, le Japon semble bien placé pour gérer certaines des turbulences qui se profilent. Compte tenu du risque de frictions commerciales croissantes avec une nouvelle administration américaine, du rôle d'allié des États-Unis du Japon et de son importance cruciale dans la chaîne d'approvisionnement mondiale, l'évolution économique du pays nous paraît claire. Nous notons toutefois que le Japon dépend des importations pour la majeure partie de son énergie, situation qui pourrait s'avérer difficile en cas de flambée des prix du pétrole.

Conclusion

Malgré le récent rebond des actions nippones, les transformations de l'économie et des marchés japonais devraient continuer à créer des opportunités pour les investisseurs. Les prix des actions ne reflètent pas encore tout le potentiel du marché. Bien que les actions japonaises se soient négociées dans la moyenne de leurs valorisations au cours des 15 dernières années, le monde reste sous-exposé aux actions japonaises. Les multiples pourraient augmenter au fur et à mesure que les investisseurs mondiaux prendront conscience des changements structurels en cours.

Les prévisions optimistes se sont déjà révélées erronées dans le passé. Nous sommes conscients du fait que le cycle économique vertueux du Japon pourrait prendre fin avant de décoller. Mais à l'issue de décennies de malaise économique et de marchés largement ignorés par les investisseurs mondiaux, les perspectives nous paraissent prometteuses. Le moment est venu de réexaminer les arguments d'investissement en faveur du Japon.

Notre mission

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

DIRECTION EXÉCUTIVE

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Russell Budnick

Global Head of Market Strategy and Trading

Grace Peters

Global Head of Investment Strategy

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Head of Market Intelligence

Aaron Goldstein

Head of Digital Investment Strategy

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Tom Kennedy

Chief Investment Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Kristin Kallergis Rowland

Global Head of Alternative Investments

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Xavier Vegas

Global Head of Credit Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

Rien ne garantit qu'un ou tous les membres resteront au sein de la Société ou que les performances ou les succès passés de l'un ou l'autre de ces professionnels serviront d'indicateur de réussite future.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Toutes les données boursières et économiques datent de décembre 2023 et proviennent de Bloomberg Finance L.P. et FactSet, sauf indication contraire.

Les informations présentées ne sont pas censées constituer des jugements de valeur sur l'issue privilégiée d'une décision gouvernementale ou d'une élection politique.

Toutes les sociétés citées sont présentées à titre purement indicatif et ne constituent pas une recommandation ou une approbation de la part de J.P. Morgan dans ce contexte.

Le présent document est publié à titre d'information uniquement. Il peut vous renseigner sur certains produits et services proposés par les activités de gestion de patrimoine de J.P. Morgan, qui font partie de JPMorgan Chase & Co (« JPM »). Les produits et services décrits, ainsi que les frais, commissions, taux d'intérêt et exigences de soldes qui s'y rattachent, sont susceptibles d'être modifiés conformément aux contrats applicables au compte et peuvent varier selon les zones géographiques.

Les produits et services ne sont pas tous disponibles en tout lieu. Si vous êtes une personne handicapée et avez besoin d'un soutien supplémentaire pour accéder à ce document, veuillez contacter votre équipe J.P. Morgan ou envoyez-nous un e-mail à accessibility.support@jpmorgan.com pour obtenir de l'aide. Veuillez lire l'ensemble des Informations importantes.

Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

DÉFINITION DES INDICES

L'**Indice Bloomberg USAgg** est un indice de référence phare qui mesure le marché des obligations « investment grade » imposables à taux fixe, libellées en dollars américains. L'indice comprend des bons du Trésor, des titres gouvernementaux et des titres d'entreprises, des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS, titres d'organismes parapublics à taux fixe), des valeurs mobilières adossées à des actifs (ABS) et des obligations structurées adossées à des emprunts (CMBS, organismes parapublics et publics).

L'**Indice Bloomberg U.S. Municipal** couvre le marché des obligations à long terme exonérées d'impôts libellées en dollars américains. L'indice comprend quatre principaux secteurs : les obligations des États et des collectivités locales, les obligations émises par des services aux collectivités, les obligations garanties et les emprunts garantis par des bons du Trésor.

Les **Indices Citi Economic Surprise** mesurent les données imprévues par rapport aux attentes du marché. Un indice positif signifie que les données publiées ont été meilleures que prévu, tandis qu'un indice négatif signifie que les données publiées ont été moins bonnes que prévu.

L'**Indice des prix à la consommation (IPC)** est un indicateur de l'évolution moyenne au fil du temps des prix payés par les consommateurs urbains pour un panier de biens et de services.

L'**Indice PCE de base** est un indicateur des prix que les personnes vivant aux États-Unis, ou celles qui achètent en leur nom paient pour des biens et des services. L'alimentation et l'énergie, dont les prix fluctuent fréquemment, ne sont pas prises en compte afin de faciliter la lisibilité de l'inflation sous-jacente.

L'**Indice Employment Cost (ECI)** mesure l'évolution au fil du temps du coût horaire de la main-d'œuvre pour les employeurs. L'ICE utilise un « panier » fixe de main-d'œuvre pour produire

une variation pure des coûts, indépendamment des effets de la mobilité des travailleurs entre professions et secteurs, et inclut à la fois le coût des salaires et des charges sociales.

L'**Indice MSCI Brazil** vise à mesurer la performance des segments des grandes et moyennes capitalisations du marché brésilien.

Les **Indices MSCI Developed Markets Small Cap** donnent une représentation exhaustive du segment des petites capitalisations en ciblant les sociétés qui font partie de l'indice Investable Market mais pas de l'indice Standard d'un marché développé donné. Les indices comprennent des indices de style « Value » et « Growth » et des indices sectoriels basés sur le Global Industry Classification Standard (GICS®).

L'**Indice MSCI EM Latin America** est un indice d'actions pondéré en fonction du flottant. Il a été élaboré à partir d'une valeur de base de 100 au 31 décembre 1987.

L'**Indice MSCI Germany** est un indice d'actions pondéré en fonction du flottant. Il a été élaboré à partir d'une valeur de base de 100 au 31 décembre 1998.

L'**Indice MSCI World** est un indice ajusté en fonction du flottant pondéré en fonction de la capitalisation boursière du SPX, conçu pour mesurer la performance des marchés d'actions des pays développés. L'indice se compose de 23 indices de pays des marchés développés.

L'**Indice Nikkei 225** comprend 225 actions sélectionnées parmi les actions ordinaires nationales de la première section de la Bourse de Tokyo, à l'exclusion des ETF, des SIIC, des titres privilégiés, des actions reflet (sur dividendes de filiales), etc., autres que les actions ordinaires.

L'**Indice S&P 500®** est largement considéré comme le meilleur indicateur des actions américaines de grande capitalisation et sert de référence pour un vaste éventail de produits d'investissement. L'indice comprend 500 sociétés de premier ordre et couvre environ 80 % de la capitalisation boursière disponible.

PRINCIPAUX RISQUES

Le prix des actions peut augmenter ou diminuer en raison de l'évolution de l'ensemble du marché ou de la situation financière d'une entreprise, parfois rapidement ou de manière imprévisible. Les actions sont soumises au « risque de prix », ce qui signifie que les prix des actions en général peuvent baisser sur des périodes courtes ou longues.

L'investissement dans des actifs alternatifs comporte des risques plus élevés que les investissements traditionnels et ne convient qu'aux investisseurs avertis ayant la capacité financière d'accepter la perte de tout ou partie des actifs consacrés à ces stratégies.

Les investissements privés sont soumis à des risques particuliers. Les particuliers doivent satisfaire à des conditions spécifiques avant d'investir. Ces informations ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat. Pour rappel, les *hedge funds* (ou fonds de *hedge funds*) ont souvent recours à l'effet de levier et à d'autres pratiques d'investissement spéculatives qui peuvent accroître le risque de perte de l'investissement ; peuvent être très illiquides ; ne sont pas tenus de communiquer aux investisseurs des informations périodiques sur les prix ou les valorisations ; peuvent impliquer des structures fiscales complexes et des retards dans la distribution d'informations fiscales importantes ; ne sont pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les fonds communs de placement ; et prélèvent souvent des commissions élevées. En outre, des conflits d'intérêts peuvent exister dans le cadre de la gestion et/ou de l'exploitation d'un hedge fund. Pour de plus amples informations, veuillez vous référer à la notice d'offre applicable. Les titres sont mis à disposition par l'intermédiaire de J.P. Morgan

Securities LLC, membre de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), et de ses courtiers affiliés.

Les investissements dans les matières premières peuvent présenter une plus grande volatilité que les investissements dans des titres traditionnels. La valeur des matières premières peut être affectée par l'évolution des fluctuations générales du marché, la volatilité des indices de matières premières, les variations des taux d'intérêt ou des facteurs affectant un secteur ou une matière première en particulier, tels que la sécheresse, les inondations, les conditions météorologiques, les maladies animales, les embargos, les tarifs douaniers et les développements économiques, politiques et réglementaires internationaux. Investir dans les matières premières offre une opportunité de rendement accru mais, en même temps, crée la possibilité d'une perte plus importante.

Les obligations sont soumises au risque de taux d'intérêt, au risque de crédit et au risque de défaut de l'émetteur. Les prix des obligations baissent généralement lorsque les taux d'intérêt augmentent.

Les investisseurs doivent comprendre les conséquences fiscales potentielles de l'achat d'une obligation de collectivité locale. Certaines obligations de collectivités locales sont soumises à l'impôt fédéral si le détenteur est assujéti à l'impôt minimum de remplacement (AMT). Les plus-values éventuelles sont, le cas échéant, imposables au niveau fédéral. L'investisseur doit savoir que les revenus des fonds d'obligations de collectivités locales exonérés d'impôt peuvent être soumis à l'impôt local et d'État ainsi qu'à l'impôt minimum de remplacement (AMT).

Les investissements dans des titres privilégiés présentent des caractéristiques communes aux actions et aux obligations. Les titres privilégiés sont généralement des titres à long terme assortis d'une protection contre le remboursement anticipé, qui se situent entre la dette et les capitaux propres dans la structure du capital. Les titres privilégiés comportent divers risques et considérations, notamment : le risque de concentration, le risque de taux d'intérêt, des notations de crédit inférieures à celles des obligations individuelles, un droit à l'actif inférieur à celui des obligations individuelles d'une entreprise, des rendements plus élevés en raison de ces caractéristiques de risque et des conséquences liées à la possibilité de rachat, ce qui signifie que la société émettrice peut racheter l'action à un certain prix après une date donnée.

Les sociétés de petite capitalisation présentent généralement plus de risques que les sociétés bien établies de premier ordre, car les petites sociétés peuvent afficher un niveau de volatilité plus élevé sur le marché que la plupart des sociétés de grande capitalisation et/ou de premier ordre.

Les investissements internationaux ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les investissements internationaux impliquent un degré de risque plus élevé et une volatilité accrue. Les fluctuations des taux de change et les politiques comptables et fiscales différentes 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 d'autres pays. Les investissements sur les marchés internationaux peuvent être plus volatils.

Les produits dérivés peuvent être plus risqués que d'autres types d'investissements, car ils peuvent être plus sensibles aux évolutions des conditions économiques ou de marché que d'autres types d'investissements et peuvent entraîner des pertes qui dépassent de manière significative l'investissement initial. L'utilisation de produits dérivés peut s'avérer infructueuse, et entraîner des pertes d'investissement, et le coût de ces stratégies peut réduire le rendement de l'investissement.

La récupération des pertes fiscales peut ne pas convenir à tous les investisseurs. Si vous ne prévoyez pas de réaliser des plus-values nettes cette année, si vous avez des pertes reportables, si vous craignez de vous écarter de votre portefeuille d'investissement modèle et/ou si vous êtes soumis à des taux d'imposition faibles ou si vous investissez par le biais d'un compte à imposition différée, la récupération des pertes fiscales peut ne pas être pas la meilleure solution pour votre compte. Nous vous invitons à discuter de ces questions avec votre conseiller en investissement et votre conseil fiscal.

En visitant un site tiers, vous pouvez entrer sur un site non sécurisé dont la politique de confidentialité et les pratiques de sécurité peuvent être différentes des normes de J.P. Morgan. J.P. Morgan n'est pas responsable de tout aspect d'un site tiers lié, qu'il ne contrôle pas, n'approuve pas ou ne garantit pas. J.P. Morgan n'accepte aucune perte directe ou indirecte découlant de l'utilisation de ces sites.

Toutes les sociétés mentionnées le sont à titre purement indicatif et ne constituent pas une recommandation ou une approbation de la part de J.P. Morgan dans ce contexte.

Ce document est fourni à titre purement indicatif et peut vous informer sur certains produits et services offerts par les activités de gestion de patrimoine de J.P. Morgan, qui font partie de JPMorgan Chase & Co. (« JPM »). Les produits et services décrits, ainsi que les frais, charges et taux d'intérêt associés, sont susceptibles d'être modifiés conformément aux dispositions contractuelles applicables au compte et peuvent varier selon les zones géographiques. Tous les produits et services ne sont pas offerts dans tous les établissements. Si vous êtes en situation de handicap et avez besoin d'une aide supplémentaire pour accéder à ce document, veuillez contacter votre interlocuteur chez J.P. Morgan ou nous envoyer un e-mail à accessibility.support@jpmorgan.com pour obtenir de l'aide. **Veuillez lire toutes les informations importantes.**

RISQUES GÉNÉRAUX ET INFORMATIONS Y AFFÉRENTES

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

EXCLUSION DE RESPONSABILITÉ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

luxembourgeoise, sise à European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE - Succursale du Luxembourg est également sous l'autorité de tutelle de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) ; immatriculée sous R.C.S. Luxembourg B255938. Au **Royaume-Uni**, ce document est produit par **J.P. Morgan SE - Succursale de Londres**, sise au 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE - Succursale de Londres est également sous l'autorité de tutelle de la Financial Conduct Authority et de la Prudential Regulation Authority. En **Espagne**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE, Sucursal en España**, sise au Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espagne, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE, Sucursal en España est également sous l'autorité de tutelle de la Commission espagnole du marché des valeurs mobilières (CNMV) ; enregistrée auprès de la Banque d'Espagne en tant que succursale de J.P. Morgan SE sous le code 1516. En **Italie**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE - Succursale de Milan**, sise à Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italie, agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque centrale européenne (BCE) ; J.P. Morgan SE - Succursale de Milan est également sous l'autorité de tutelle de la Banque d'Italie et la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ; enregistrée auprès de la Banque d'Italie en tant que succursale de J.P. Morgan SE sous le code 8079 ; numéro d'enregistrement à la Chambre de commerce de Milan : REA MI - 2542712. Aux **Pays-Bas**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE - Succursale d'Amsterdam**, sise au World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Pays-Bas, autorisée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) et sous l'autorité de tutelle de la BaFin, Banque centrale de la République fédérale allemande (Deutsche Bundesbank et de la Banque européenne Banque centrale (BCE) ; J.P. Morgan SE - succursale d'Amsterdam est également autorisée et sous l'autorité de tutelle de De Nederlandsche Bank (DNB) et de l'Autoriteit Financiële Markten (AFM) aux Pays-Bas. Enregistré auprès du Kamer van Koophandel en tant que filiale de J.P. Morgan Bank SE sous le numéro d'enregistrement 71651845. Au **Danemark**, ce document est distribué par **J.P. Morgan SE - succursale de 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).

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

© 2024 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés

J.P.Morgan PRIVATE BANK