

PERSPECTIVES SEMESTRIELLES 2025

Naviguer dans l'incertitude

5 questions essentielles pour aider les investisseurs à saisir des opportunités en période d'incertitude





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

Les marchés sont en mutation et les investisseurs doivent faire face à l'incertitude. En effet, à l'approche de la mi-2025, l'ampleur de cette incertitude est inédite, même pour ceux qui auraient connu de nombreux cycles de marché au fil des ans.

Dans nos Perspectives semestrielles, nous répondons à cinq questions essentielles qui peuvent vous aider à saisir les opportunités qui s'offrent à vous. Ce rapport est d'actualité et nous espérons qu'il vous sera utile.

Nous anticipons un ralentissement de l'économie mondiale à court terme. Les risques de récession ont clairement augmenté. À terme, toutefois, l'économie devrait faire preuve de résilience et absorber la hausse des droits de douane, grâce à des programmes budgétaires favorables à la croissance. Bien entendu, personne ne peut prédire avec précision la trajectoire de la politique américaine, facteur qui constituera un élément déterminant pour les marchés mondiaux.

Dans ce contexte actuel, marqué par une incertitude croissante, il est plus important que jamais d'envisager des solutions permettant à votre portefeuille d'être résilient et bien positionné pour atteindre vos objectifs patrimoniaux. Notre ambition est de construire des portefeuilles robustes qui non seulement reflètent notre perspective de base, mais qui peuvent également résister à différents scénarios de risque.

Quelles que soient les évolutions de marché, nous nous appuyons sur notre expérience et la force du groupe J.P. Morgan pour vous offrir le meilleur service. Nous sommes honorés de vous accompagner en tant que partenaire financier. Nous vous remercions pour la confiance que vous continuez de témoigner envers J.P. Morgan.



David Frame
CEO, Banque Privée
États-Unis



Adam Tejpaul
CEO, Banque Privée
International

Points clés

- ◆ Les investisseurs doivent-ils saluer ou craindre Trump 2.0 ?

Les marchés actions des États-Unis, de l'Europe et du Japon pourraient atteindre de nouveaux points hauts au cours des 12 prochains mois.

- ◆ Votre portefeuille est-il résilient face aux risques grandissants ?

Il est essentiel de gérer le double risque qui pèse sur la croissance et l'inflation, auquel s'ajoutent les incertitudes politiques actuelles.

- ◆ Est-ce la chute du dollar américain ?

Le dollar est en baisse, mais nous estimons qu'il restera la monnaie de réserve mondiale.

- ◆ Pourquoi ne parle-t-on plus de l'IA ?

La révolution de l'IA va se poursuivre, portée par la baisse des coûts et l'amélioration des performances.

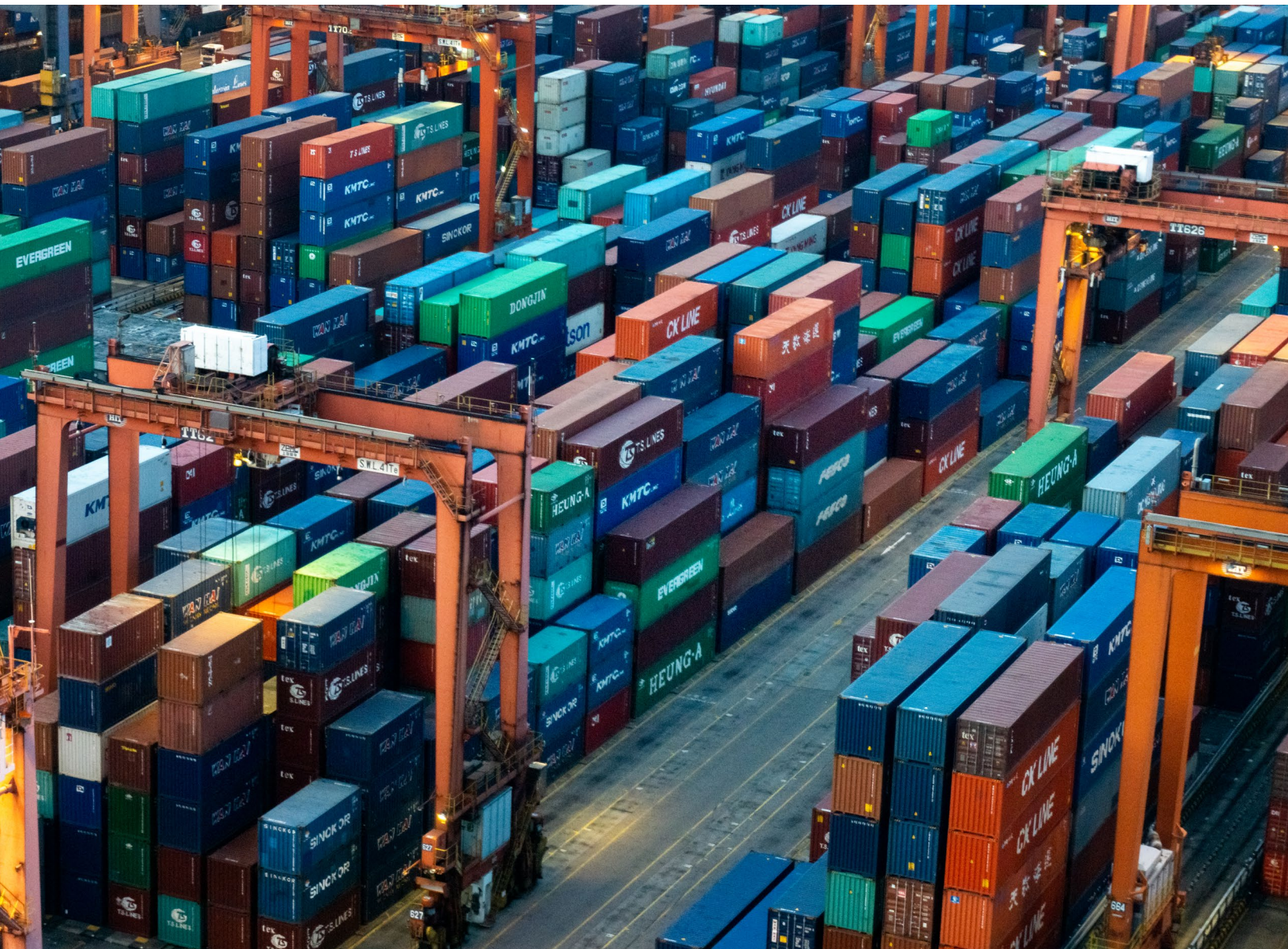
- ◆ Quid des transactions ?

Le vieillissement des actifs et la croissance des fonds evergreen créeront des opportunités sur les marchés privés.

Sommaire

Introduction	6
1 Les investisseurs doivent-ils saluer ou craindre Trump 2.0 ?	9
2 Votre portefeuille est-il résilient face aux risques grandissants ?	15
3 Est-ce la chute du dollar américain ?	20
4 Pourquoi ne parle-t-on plus de l'IA ?	24
5 Quid des transactions ?	28
Conclusion	32

Introduction



Les investisseurs sont frileux, ce qui peut se comprendre. Les fondamentaux qu'ils considéraient comme acquis - une expansion économique durable, de nouvelles barrières limitées pour le commerce mondial et des investissements soutenus dans l'intelligence artificielle (IA) - sont soudain remis en question. Les attentes fortes du début de l'année se sont heurtées à une réalité bien plus rude.

Le mot « incertitude » est désormais omniprésent - pour les entreprises qui évaluent leurs investissements, les ménages qui réfléchissent à leur prochain achat important, les banques centrales qui définissent leur politique de taux d'intérêt et les investisseurs qui décident de l'allocation de leurs actifs.

Dans nos Perspectives semestrielles, nous répondons à cinq questions essentielles qui devraient vous aider à saisir les opportunités sur fond d'incertitude et à rester concentrés sur votre plan patrimonial.

1. Les investisseurs doivent-ils saluer ou craindre Trump 2.0 ?
2. Votre portefeuille est-il résilient face aux risques grandissants ?
3. Est-ce la chute du dollar américain ?
4. Pourquoi ne parle-t-on plus de l'IA ?
5. Quid des transactions ?

Les investisseurs se posaient moins de questions il y a six mois.

Nombre d'entre eux ont d'abord salué la nouvelle administration américaine, dont ils pensaient qu'elle serait favorable à la croissance et aux investisseurs. Ce n'est plus le cas aujourd'hui.

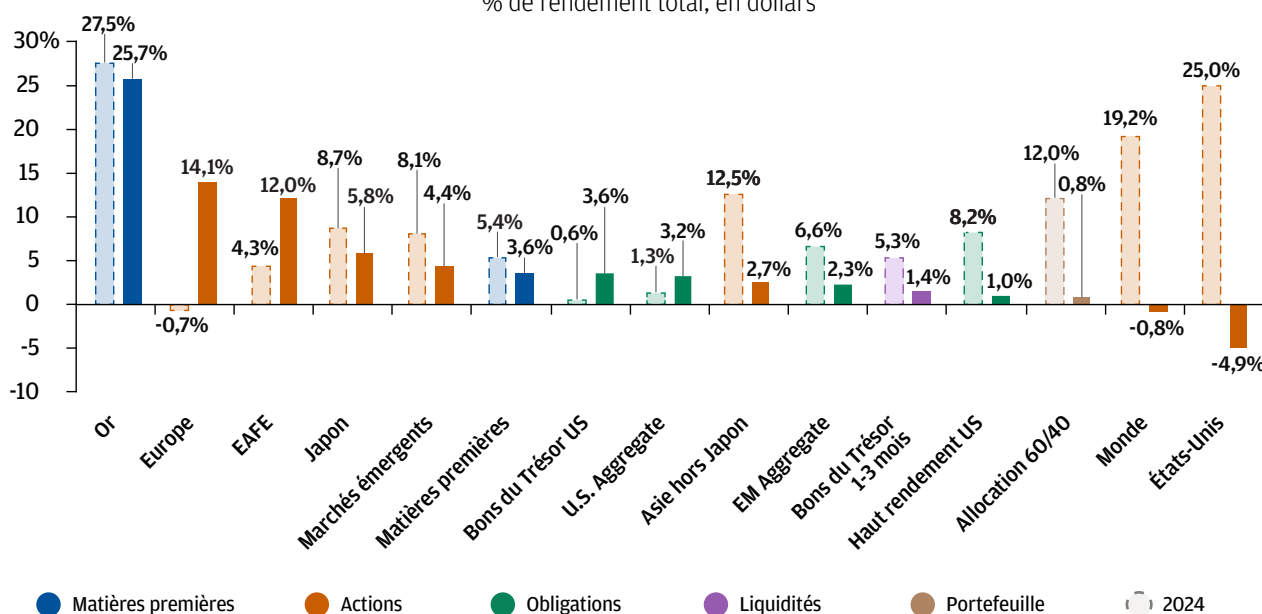
L'enchaînement des décisions politiques a surpris. Le consensus avait anticipé que les politiques favorables à la croissance domineraient l'agenda de l'administration Trump. Or, les politiques les moins favorables au marché (augmentation des droits de douane, réduction de l'immigration et austérité à travers des réductions des dépenses publiques orchestrées par le Département de l'efficacité gouvernementale [DOGE]) sont rapidement entrées en vigueur. Les investisseurs se concentrent notamment sur la stratégie chaotique de l'administration américaine concernant les droits de douane et sur la possibilité que ces prélèvements freinent la croissance et accroissent l'inflation.

Parallèlement, le Congrès envisage une loi fiscale qui pourrait creuser le déficit budgétaire de près de 6 000 milliards de dollars au cours des dix prochaines années. Les bénéfices de la dérégulation ne se font pas encore sentir. L'activité des marchés financiers reste largement atone - les introductions en bourse, tant en valeur qu'en volume, ont reculé entre 2023 et 2024.

Autrement dit, les gains sur les marchés ne sont pas encore au rendez-vous et les rendements des actifs sont très différents de ce qu'ils étaient l'année dernière.

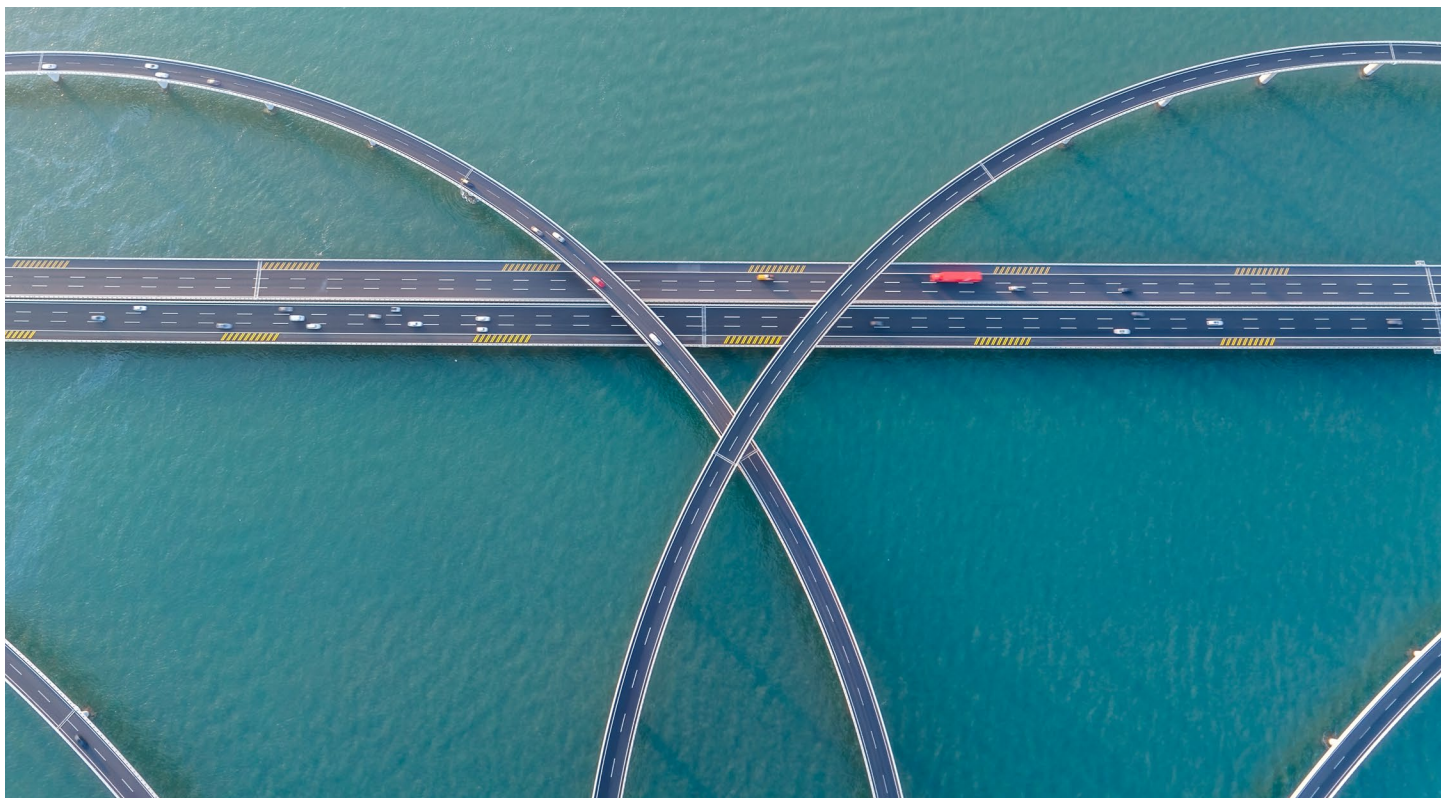
POUR LA PREMIÈRE FOIS DEPUIS LONGTEMPS, LES MARCHÉS HORS ÉTATS-UNIS SURPERFORMENT LES ACTIONS AMÉRICAINES

% de rendement total, en dollars



Source : FactSet. Données au 30 avril 2025.

Note : Les secteurs indiqués sont représentés par : marchés émergents : Indice MSCI EM ; Europe : Indice Stoxx Europe 600 ; Asie hors Japon : Indice MSCI Asia ex-Japan ; Europe, Australasie, Extrême-Orient : Indice MSCI EAFE ; Monde : Indice MSCI World ; Or : NYGOLD-FDS (\$/ozt) ; États-Unis : Indice S&P 500 ; Japon : Indice MSCI Japan ; haut rendement américain : Indice Bloomberg U.S. High Yield-Corporate ; U.S. Aggregate : Indice Bloomberg Global U.S. Aggregate Bond ; EM Aggregate : Indice Bloomberg EM Aggregate Bond USD ; Trésor américain : Bloomberg Global U.S. Treasury ; et Matières premières : Indice Bloomberg Commodity. 60/40 : 60 % en actions de l'Indice MSCI World (rendement total brut) et 40 % en obligations de l'Indice Bloomberg Global Aggregate Bond. Les liquidités américaines sont représentées par l'Indice Bloomberg U.S. 1-3 Month Treasury Bills.



Et maintenant ?

Les fondamentaux économiques semblent solides pour l'instant, bien que nous anticipions un ralentissement de l'économie mondiale à court terme en raison de la politique douanière. Bien entendu, les risques de récession sont plus élevés qu'au début de l'année. Dans ce contexte, nous notons que les banques centrales, notamment celles en dehors des États-Unis, restent orientées en faveur de l'assouplissement et pourraient abaisser leurs taux de manière plus agressive pour compenser les dommages causés par une chute brutale des échanges commerciaux et de la consommation à l'échelle mondiale. Cela dit, il semble que nous ayons dépassé le pic d'incertitude lié aux droits de douane ; l'augmentation des droits de douane ralentira la croissance, mais ne l'arrêtera pas.

Les investisseurs sont confrontés aux incertitudes politiques, à des valorisations toujours élevées, à la concentration des marchés actions américains et à une volatilité persistante. Des fondamentaux stables aujourd'hui, une grande incertitude concernant l'avenir - la déconnexion est inévitable.

Compte tenu de cette réalité, pouvez-vous investir de nouveaux fonds sur les marchés actions mondiaux aujourd'hui ?

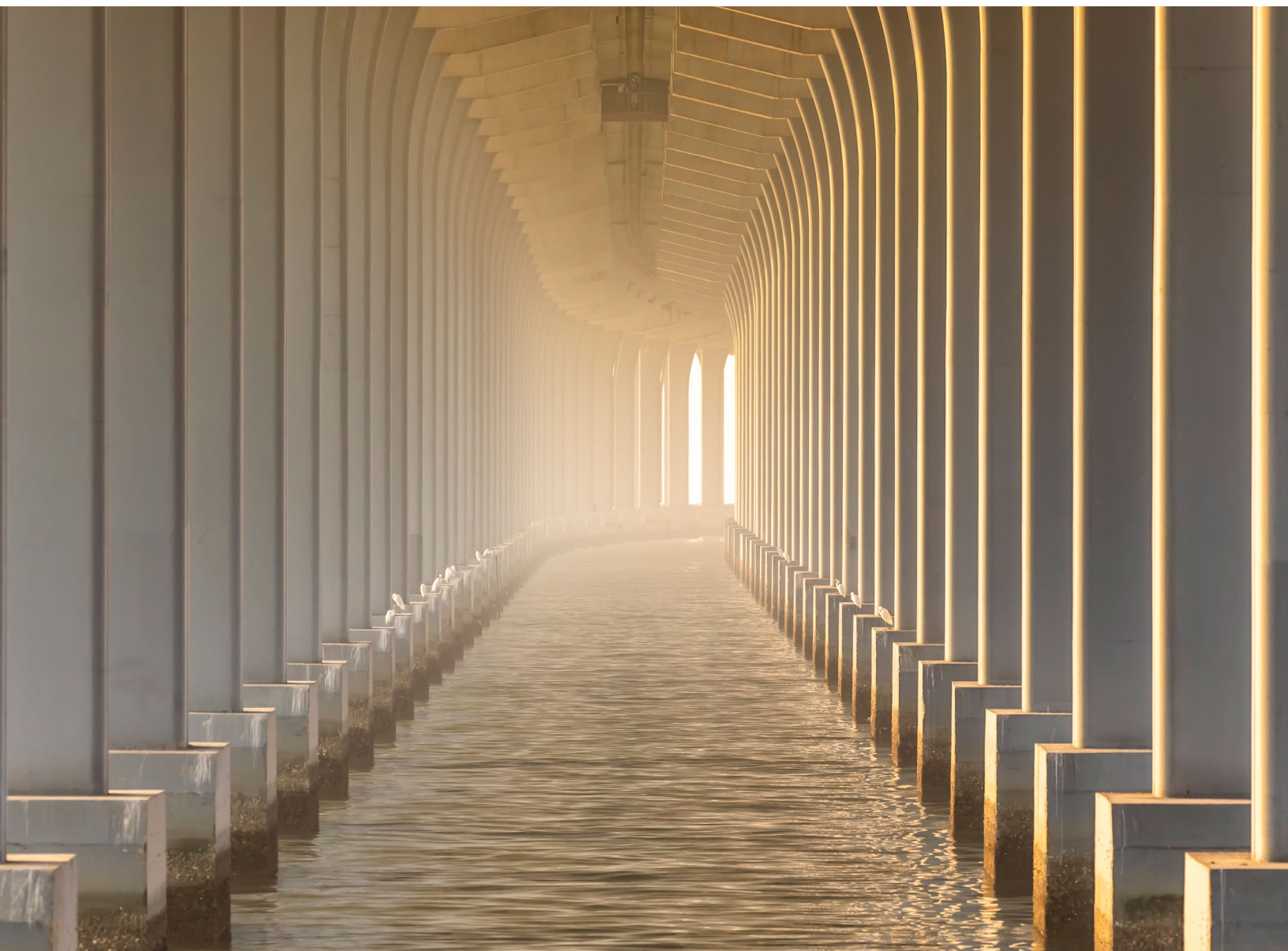
C'est une question difficile, mais nous estimons que la réponse est oui. Selon toute probabilité, les marchés boursiers américains, européens et japonais atteindront de nouveaux points hauts au cours des 12 prochains mois. Les investisseurs sous-estiment peut-être les bénéfices du secteur technologique et l'impact de la dérégulation sur les prêts bancaires.

Les investisseurs devraient envisager des stratégies qui tirent parti de l'incertitude et veillent à ce que leurs portefeuilles soient suffisamment résilients pour atteindre leurs objectifs patrimoniaux dans un contexte qui présente aujourd'hui un éventail plus large de résultats économiques et de marché, qu'ils soient positifs ou négatifs. Si la résilience des portefeuilles se concentre souvent sur les risques potentiels de baisse, nous devons également reconnaître le potentiel d'opportunités de hausse.

Enfin, compte tenu des risques et de la probabilité d'une évolution baissière du dollar américain, un portefeuille résilient et diversifié à l'échelle mondiale peut vous aider à atteindre vos objectifs à long terme. Il est temps de s'adapter à l'incertitude.

1

Les investisseurs doivent-ils saluer ou craindre Trump 2.0 ?





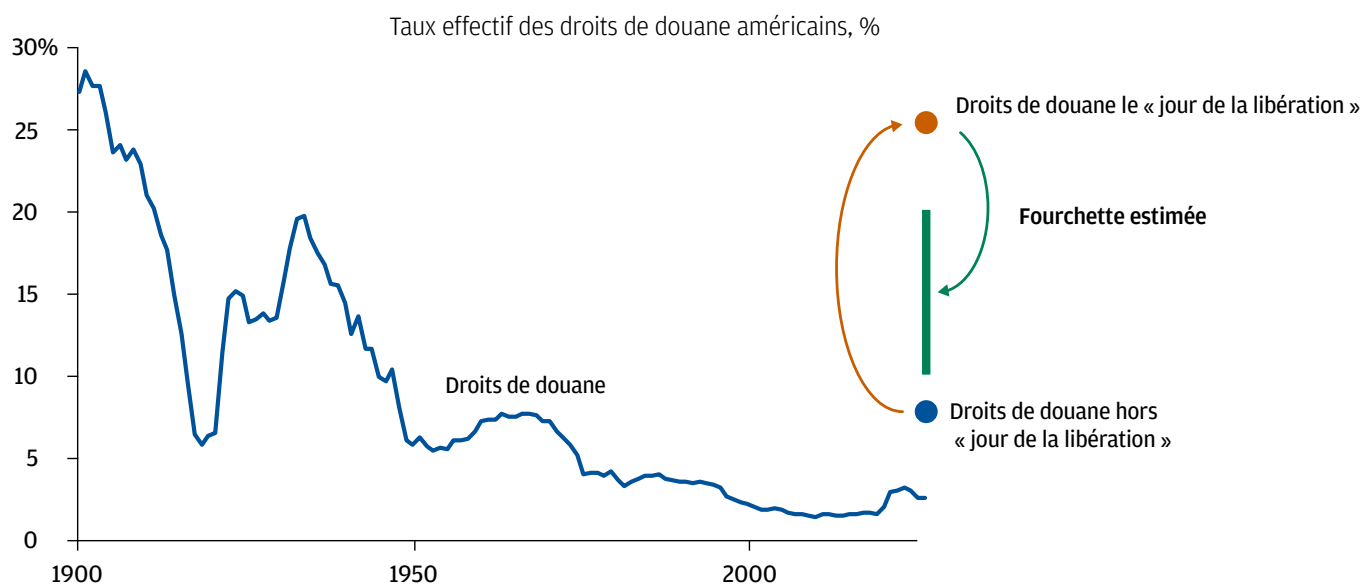
Comme les investisseurs ont pu le voir, les marchés n'ont pas tardé à être affectés par la deuxième administration Trump. L'incertitude politique aux États-Unis a atteint son paroxysme, entraînant un effondrement de la confiance des entreprises et des ménages, principalement en raison des annonces successives concernant la politique douanière. Parallèlement, les avantages escomptés de Trump 2.0 - augmentation des fusions-acquisitions et de l'activité sur les marchés financiers, nouvelles réductions de l'impôt sur les bénéfices et dérégulation importante - ne se sont pas concrétisés jusqu'à présent.

Personne ne peut prédire l'ampleur, la portée ou la durée des futurs droits de douane, qu'ils soient imposés par les États-Unis ou leurs partenaires commerciaux. Mais dans leurs grandes lignes, ils annoncent clairement un renversement brutal et chaotique de la tendance au libre-échange qui a suivi la Seconde Guerre mondiale. Parmi toutes les politiques de l'administration américaine, ce sont les

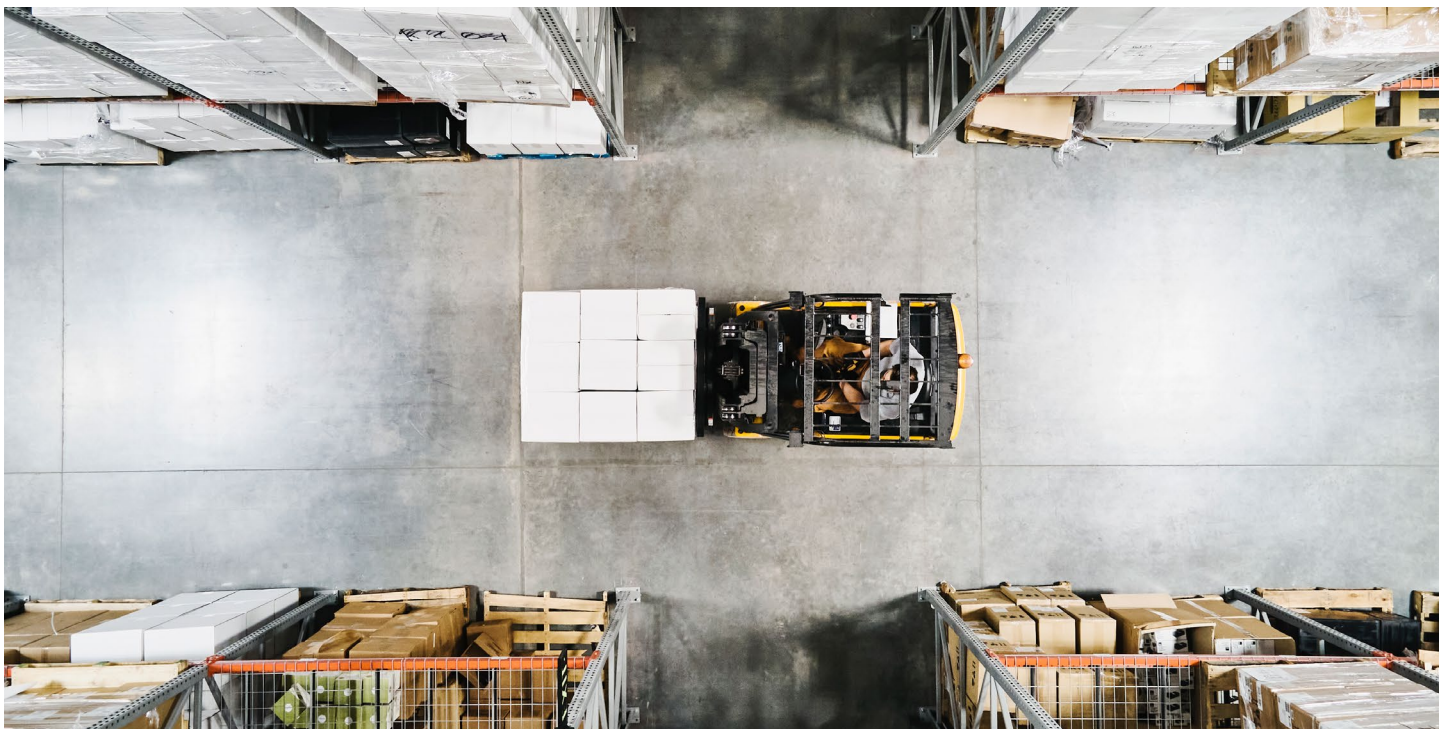
droits de douane qui préoccupent le plus les investisseurs. En effet, des droits de douane plus élevés, toutes choses égales par ailleurs, entraînent un ralentissement de la croissance, une hausse des prix et une baisse des bénéfices des entreprises.

Selon nos dernières estimations, le taux effectif des droits de douane américains (après prise en compte des accords, des exclusions et des effets de substitution) sera de l'ordre de 15 %. Ce chiffre serait le plus élevé depuis l'ère Smoot-Hawley, au début des années 1930. Malgré les droits de douane, l'économie américaine devrait pouvoir enregistrer une croissance légèrement positive, avec une progression des bénéfices par action des entreprises de l'ordre de 10 % au cours des 12 prochains mois. Le maintien des droits de douane à leur niveau initial du « jour de la libération » (le 2 avril, date de l'introduction des nouveaux droits de douane américains) pourrait suffire à plonger l'économie américaine, et probablement mondiale, dans une récession cette année.

D'APRÈS NOS ESTIMATIONS, LE TAUX EFFECTIF DES DROITS DE DOUANE AMÉRICAINS DEVRAIT AVOISINER 15 %



Sources : Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, Tax Foundation, JPM Global Economics, GS Global Investment Research. Données au 15 avril 2025. Le taux des droits de douane du « jour de la libération » est celui du 2 avril et ne tient pas compte des exclusions ou des effets de substitution. La fourchette estimée des droits de douane repose sur l'hypothèse d'une augmentation universelle des droits de douane de 10 % et des exclusions annoncées, avec une marge de +/- 5 % au titre de l'incertitude. Les droits de douane hors jour de la libération comprennent +25 % sur les automobiles mondiales ; +20 % sur la Chine ; +25 % sur le Canada et le Mexique hors Accord Canada-États-Unis-Mexique ; +25 % sur l'acier et l'aluminium.



Pendant la guerre commerciale menée par Donald Trump en 2018, les entreprises ont augmenté leurs prix, modifié leurs chaînes d'approvisionnement et mis l'accent sur les produits à plus forte marge afin de protéger leurs bénéfices. Mais cette approche sera beaucoup plus difficile à mettre en œuvre en 2025. Calculés en pourcentage du PIB, les droits de douane américains envisagés aujourd'hui sont près de quatre fois plus élevés que ceux de 2018. En fait, les droits de douane annoncés représentent l'une des plus importantes hausses d'impôts de l'histoire des États-Unis en dehors des périodes de guerre.¹

Le caractère mondial de cette guerre commerciale accroît les risques de baisse. Lorsque les États-Unis entament une guerre commerciale avec un seul partenaire, ils bénéficient d'un net avantage dû à leur taille. Par exemple, les exportations du Canada vers les États-Unis représentent 20 % de l'économie canadienne, mais les exportations américaines vers le Canada ne représentent que 1,2 % d'une économie américaine nettement plus importante. Pourtant, les exportations américaines vers le reste du monde représentent 7 % du PIB américain, tandis que les exportations des autres pays du monde vers les États-Unis ne représentent que 4 % du PIB de ces pays.

Cette évolution de la vulnérabilité à la guerre commerciale pourrait être l'une des principales raisons pour lesquelles les actifs non américains ont surperformé les actifs américains depuis le début de l'année.

Une autre raison ? En Europe, dans le contexte d'une alliance transatlantique fragilisée, de nombreux pays s'efforcent de renforcer leurs dépenses de défense pour assurer leur propre sécurité. La politique industrielle régionale crée des opportunités d'investissement séculaires pour de nombreuses mégatendances, de l'électrification à la délocalisation de l'industrie manufacturière. Par exemple, le gouvernement allemand a tourné le dos à des décennies de restrictions budgétaires pour financer des dépenses de défense et d'infrastructure. Nous estimons que cette politique pourrait faire passer la croissance annuelle de la zone euro d'un rythme dérisoire de 0,5 % en 2025 à plus de 1 % en 2026.

Les perspectives économiques de l'Europe se sont améliorées, car les investisseurs se sont concentrés sur les obstacles à la croissance américaine. Les mesures prises par le DOGE (département de l'efficacité gouvernementale) pour réorganiser le gouvernement fédéral se sont traduites par plus de 275 000 licenciements effectifs et annoncés.² Autre facteur pesant sur la croissance de l'emploi et les dépenses : la baisse de 80 % de l'immigration nette depuis les points hauts de 2023.³

¹ Kasman, B. (2025). J.P. Morgan.

² Challenger, Gray & Christmas, Inc. (mars 2025), *Federal cuts dominate March 2025 total: 275,240 announced job cuts, 216,670 from DOGE actions*.

³ Congressional Budget Office (2025). *The Demographic Outlook: 2025 to 2055*.

Les réductions d'impôts, un tournant pour le marché ?

Les républicains du Congrès tentent de se rassembler autour d'un plan visant à modifier et à proroger la loi Tax Cuts and Jobs Act relatives aux baisses d'impôts et à l'emploi de 2017. Les dernières instructions du Sénat concernant la procédure de réconciliation budgétaire, qui permet aux législateurs d'adopter des lois fiscales et budgétaires à la majorité simple de la Chambre et du Sénat, prévoient une augmentation cumulée du déficit budgétaire de près de 6 000 milliards de dollars au cours des dix prochaines années. Cette augmentation serait plus importante que celle engendrée par la loi Tax Cuts and Jobs Act initiale sur les réductions d'impôts et l'emploi, la loi CARES, l'American Rescue Plan (plan de sauvetage américain) et la loi Infrastructure Investment and Jobs Act sur l'investissement dans les infrastructures et les emplois combinées.

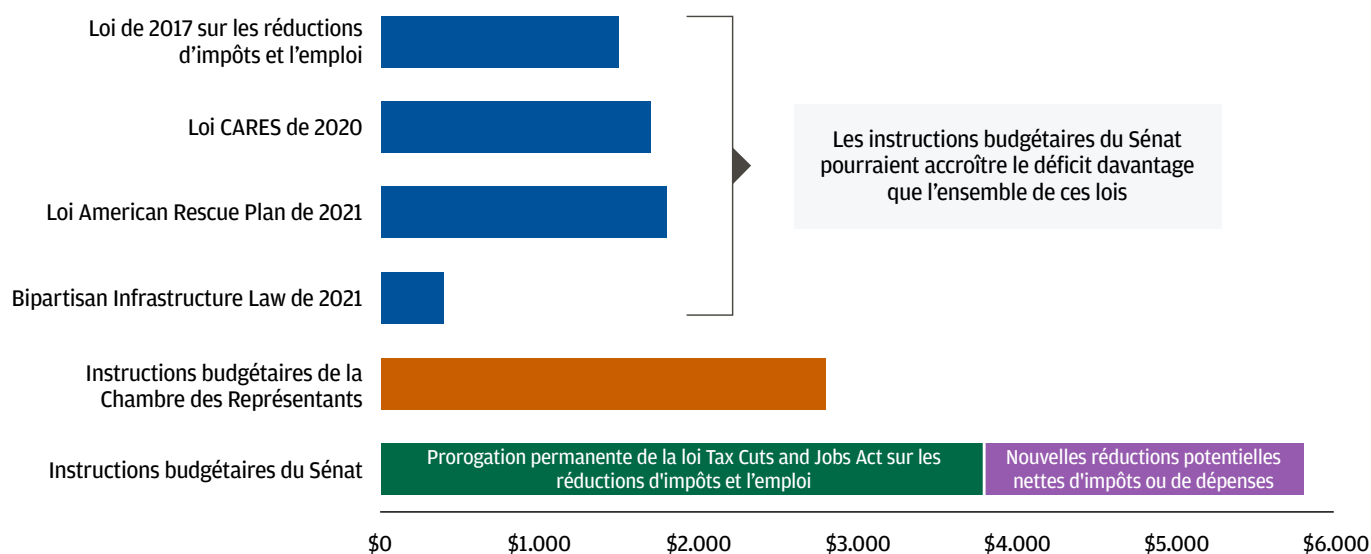
Les investisseurs en actions peuvent se réjouir, car le projet de loi pourrait représenter entre 100 et 200 milliards de dollars par an en nouvelles aides budgétaires, même si la plupart des coûts proviennent de l'extension de la politique fiscale actuelle.

Les investisseurs en obligations peuvent avoir un point de vue différent. Avec des rendements obligataires à long terme proches des points hauts du cycle, les investisseurs évaluent la rémunération requise pour financer cette proposition d'emprunt effréné.

Le Congrès pourrait accepter de réduire davantage les dépenses, ce qui pourrait soutenir les marchés obligataires. Mais ce n'est pas une certitude, en grande partie parce que la plupart des réductions proviendraient probablement de Medicaid. Les précédentes tentatives de réduction des prestations Medicaid (notamment le projet de loi Graham-Cassidy de 2017) se sont heurtées à une forte résistance politique. L'annulation de certaines dispositions de la loi Inflation Reduction Act, comme les crédits d'impôt pour les véhicules électriques, pourrait contribuer à compenser une partie du coût des réductions d'impôts. Même en tenant compte de ces baisses de dépenses potentielles, le déficit semble devoir se creuser - la seule question est de savoir de combien.

LES INSTRUCTIONS DU SÉNAT POUR LE PROCESSUS DE RÉCONCILIATION BUDGÉTAIRE POURRAIENT CREUSER CONSIDÉRABLEMENT LE DÉFICIT

Milliards de dollars au cours des 10 prochaines années



Sources : Congressional Budget Office, CRFB estimates, House Budget Committee, Senate Budget Committee. Données au 4 avril 2025.

Note : Les instructions du budget de la Chambre des Représentants indiquent un montant de 2 800 milliards de dollars, mais pourraient atteindre un total de 3 300 milliards de dollars sans réductions supplémentaires des dépenses. Hypothèse de 3 800 milliards de dollars pour l'extension de la loi sur les réductions d'impôts et l'emploi et de 2 000 milliards de dollars pour les nouvelles dépenses non financées.

La dérégulation aura-t-elle un impact sur l'économie réelle ?

Bien que la législation du Congrès soit probablement un défi, la dérégulation a un impact positif sur le secteur bancaire. Les investisseurs sous-estiment peut-être ses avantages.

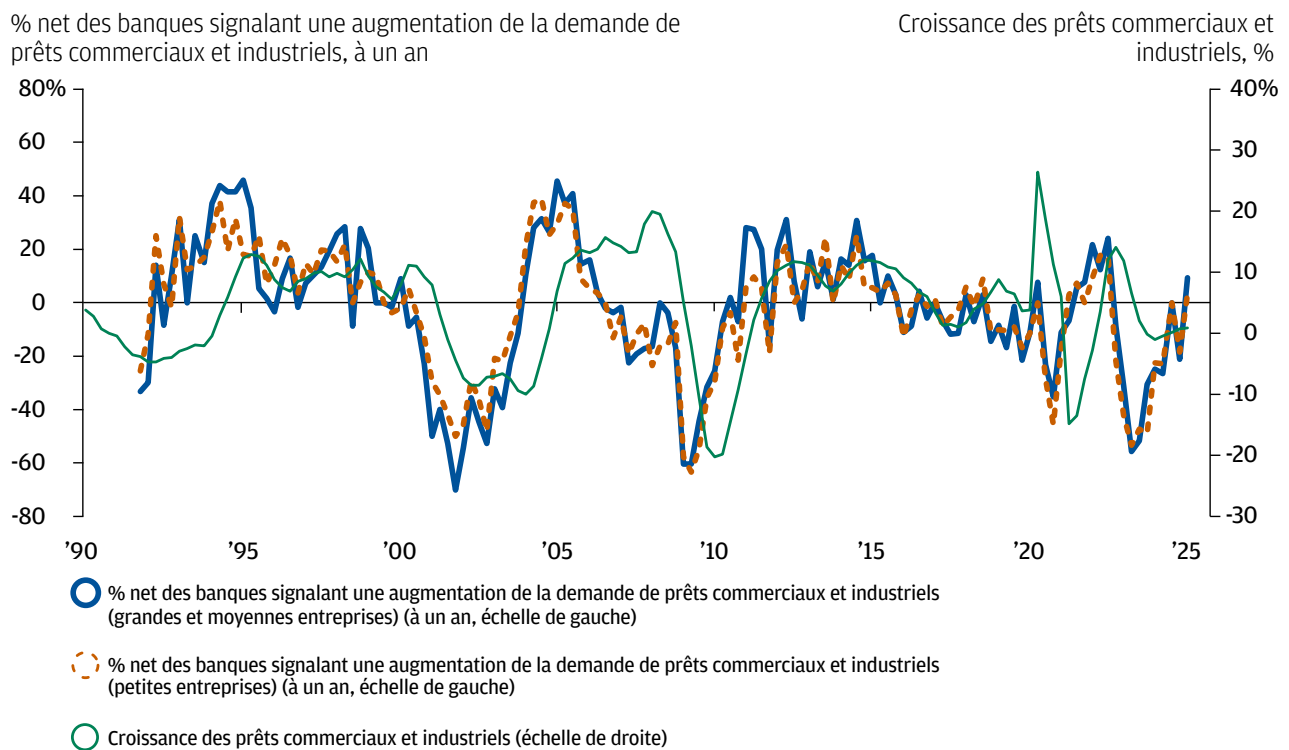
À l'heure actuelle, les grandes banques américaines ont accumulé plus de 200 milliards de dollars de fonds propres excédentaires par rapport aux exigences actuelles. Avec l'assouplissement probable des règles en matière de fonds propres, cet excédent devrait être déployé selon trois axes : la croissance des prêts au secteur privé, les rachats d'actions et la consolidation du secteur bancaire.

Le premier axe, la croissance des prêts au secteur privé, est une priorité de Scott Bessent, secrétaire d'État au Trésor américain. Avant le choc des droits de douane, la demande de prêts commerciaux et industriels était en hausse, et l'administration Trump souhaite que ce rythme s'accélère. Sur le front des rachats, Goldman Sachs a annoncé au premier trimestre un plan de rachat d'actions représentant 26 % de sa capitalisation boursière.

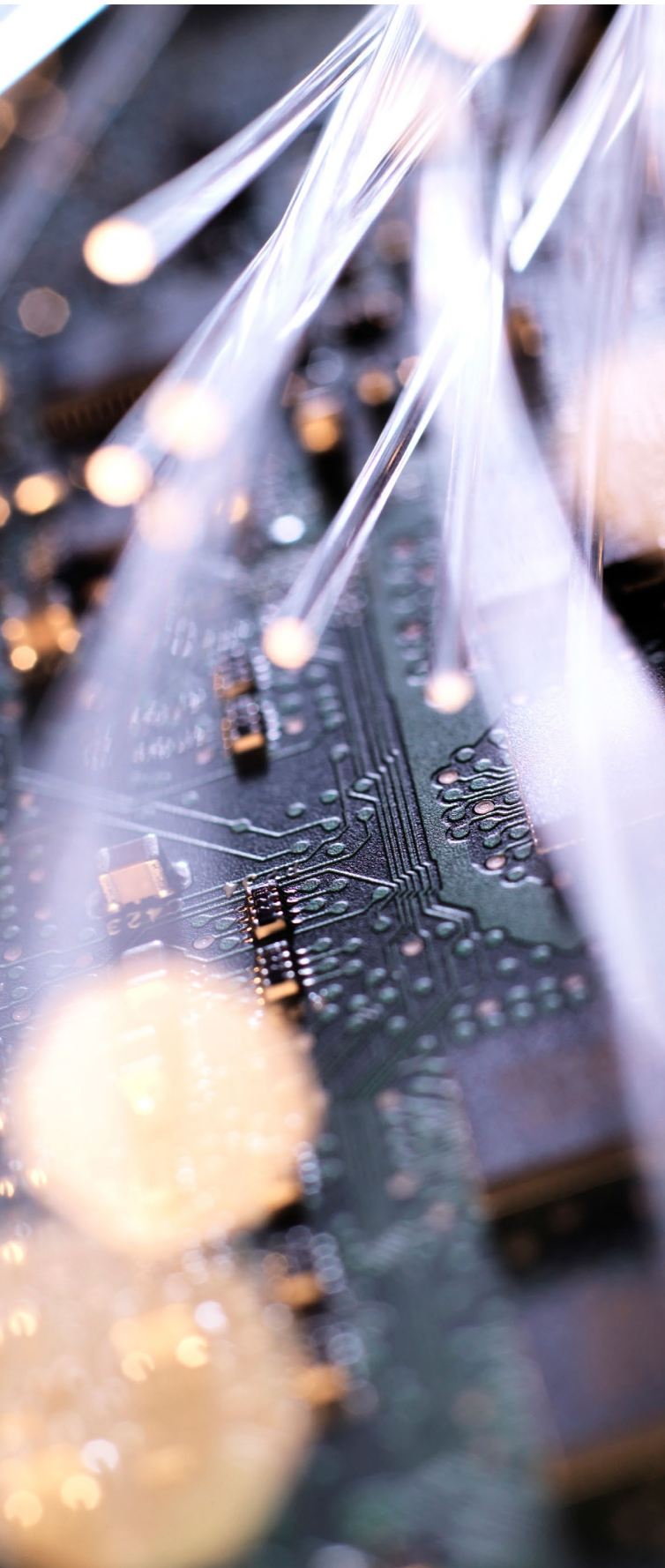
De plus, les synergies de coûts, les avantages liés au renforcement de la demande de technologies de mise en conformité et la diversification géographique devraient favoriser la poursuite de la consolidation du secteur bancaire. Les autorités de régulation américaines ont récemment approuvé le rachat de Discover par Capital One, ce qui pourrait être de bon augure pour les fusions et acquisitions bancaires.

Les actions bancaires devraient en bénéficier à moyen terme, et les actions privilégiées existantes pourraient être soutenues par une offre réduite à l'avenir. En effet, si l'administration Trump commence à se concentrer sur les aspects favorables à la croissance de son programme au second semestre 2025, les valeurs bancaires pourraient figurer parmi les bénéficiaires privilégiés.

LES RÉPONSES À L'ENQUÊTE AUPRÈS DES CHARGÉS DE PRÊTS RÉVÈLENT UNE ACCÉLÉRATION DE LA DEMANDE DE PRÊTS COMMERCIAUX ET INDUSTRIELS



Sources : Conseil de la Réserve fédérale, Haver Analytics. Données au 31 mars 2025.



Les valeurs technologiques trouveront-elles un second souffle ?

Les valeurs technologiques et les valeurs liées à la technologie ont une influence considérable sur les performances des marchés actions américains. Au 9 mai, le secteur technologique avait perdu plus de 8 %, et les 7 Magnifiques (Mag 7) avaient chuté de plus de 12 % depuis le début de l'année.

Mais les valeurs technologiques pourraient trouver un second souffle : les bénéfices des entreprises sont solides et les valorisations ne sont pas excessives. De plus, nous sommes convaincus du potentiel à long terme de l'intelligence artificielle, comme nous l'analyserons dans une section ultérieure.

Les « 7 magnifiques » devraient afficher une croissance du bénéfice par action de 15 % en 2025, contre 8 % pour le reste du marché. Depuis le début de l'année, les stars de la technologie ont sous-performé les autres sociétés du S&P 500, les investisseurs craignant que les plans d'investissement des entreprises ne soient trop ambitieux.

Sur le plan des valorisations, les 7 magnifiques ne semblent pas bon marché, avec un multiple P/E prévisionnel de 26 x (contre 20 x pour l'ensemble du marché). Cependant, les valorisations par rapport au reste du marché sont à leur plus bas niveau des dix dernières années. Un autre signal positif est la décision de l'administration Trump d'exempter, pour le moment, les semi-conducteurs et autres produits électroniques des droits de douane. En effet, les États-Unis jouissent d'un avantage comparatif considérable en matière d'innovation technologique. Éroder cette force en augmentant le coût des intrants technologiques serait peu judicieux.

Pour revenir à la question initiale : les investisseurs doivent-ils saluer ou craindre Trump 2.0 ? La politique douanière et les incertitudes qu'elle génère devraient peser sur la croissance économique et les bénéfices des entreprises pendant la majeure partie de l'année à venir. Mais cela ne devrait pas freiner un marché haussier. Les propositions de l'administration les plus favorables aux investisseurs (notamment la baisse des taux d'intérêt, des prix de l'énergie et la dérégulation) pourraient bien se concrétiser au second semestre 2025.

Les investisseurs doivent s'accommoder des incertitudes et de la volatilité. **L'agitation des marchés pourrait durer un certain temps, mais les principaux marchés boursiers des pays développés (États-Unis, Europe, Japon) devraient atteindre de nouveaux points hauts d'ici le milieu de l'année prochaine.** Après tout, les marchés actions adorent escalader le fameux « mur de l'inquiétude ».

2

Votre portefeuille est-il
résilient face aux risques
grandissants ?

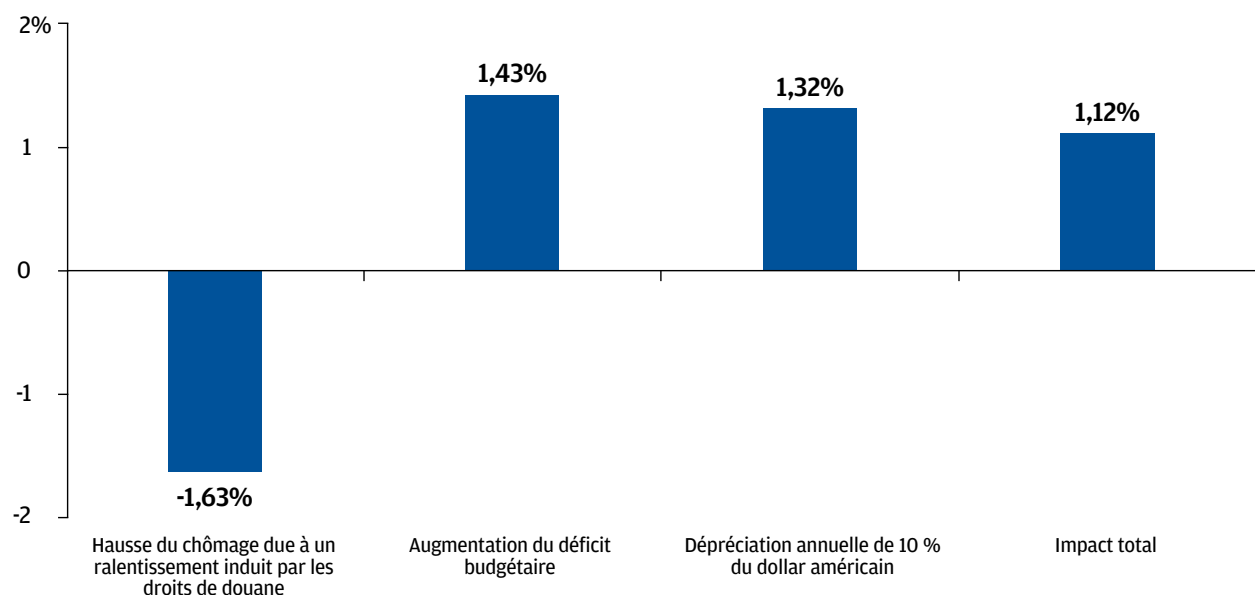




Les investisseurs évaluent les risques divergents qui pèsent sur la croissance et l'inflation. L'augmentation des barrières commerciales pourrait faire grimper les prix, ralentir la croissance et pénaliser la valorisation des actions. D'autre part, la politique budgétaire stimulante des États-Unis, de la Chine et de l'Europe pourrait entraîner une hausse des rendements obligataires. Il est difficile de prévoir l'impact net de tous ces facteurs. Mais notre analyse laisse penser que si la législation finale du Congrès suit les instructions du Sénat et si la faiblesse du dollar se poursuit, l'inflation pourrait augmenter au cours de l'année prochaine.

L'AFFAIBLISSEMENT DU DOLLAR ET LE CREUSEMENT DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE POURRAIENT FAIRE AUGMENTER L'INFLATION AUX ÉTATS-UNIS

Impact estimé de différents facteurs sur l'inflation PCE, % annualisé



Sources : J.P. Morgan Wealth Management Solutions, Réserve fédérale. Données au 22 avril 2025.

Note : Ce graphique utilise le modèle macroéconomique FRB/U.S. de la Réserve fédérale pour évaluer l'impact inflationniste de plusieurs vecteurs clés, y compris des hypothèses prospectives. 1) Nous supposons que le programme de réconciliation budgétaire adopté cette année respecte l'impact cumulé maximal sur le déficit (5 800 milliards de dollars), tel qu'indiqué dans les instructions de la résolution budgétaire du Sénat. 2) Nous supposons que les droits de douane annoncés depuis le début de l'année ont un impact de 2 % sur le PIB réel, ce qui se traduit par une hausse du taux de chômage légèrement inférieure à 1 %. 3) Nous retenons l'hypothèse d'une dépréciation de -10 % du taux de change effectif réel du dollar américain.

Que l'inflation, la croissance ou les marchés évoluent à la hausse, à la baisse ou stagnent, la résilience des portefeuilles - un thème clé de nos Perspectives 2025 - peut aider les clients à atteindre leurs objectifs patrimoniaux.

Pour mieux comprendre les détails de la résilience des portefeuilles, il est essentiel de considérer d'abord une perspective long terme. Au cours de la période qui a suivi la crise financière mondiale (2009-2020 environ), les portefeuilles se sont orientés vers des actifs, principalement des actions américaines, qui ont bien fonctionné dans un contexte de faible inflation, de taux d'intérêt bas et de volatilité modérée. Aujourd'hui, les investisseurs sont confrontés à un double risque pour la croissance et l'inflation, ainsi qu'à des incertitudes persistantes concernant les politiques. Il s'agit d'un changement de régime, avec des implications importantes pour la construction de portefeuilles résilients.

Comment concevoir la résilience d'un portefeuille dans le contexte actuel ? Un portefeuille résilient comprend des actifs présentant des corrélations faibles, voire négatives, les uns par rapport aux autres, chacun ayant la capacité intrinsèque de surperformer les liquidités. Collectivement, ces actifs offrent la possibilité d'atténuer la gravité des baisses de rendement d'un portefeuille. Bien entendu, les obligations de grande qualité restent la principale source de résilience d'un portefeuille en cas de ralentissement de la croissance et les stratégies de crédit opportunistes pourraient tirer parti des périodes de tensions économiques.

Nous présentons ici quatre choix d'actifs attrayants qui pourraient contribuer à accroître la résilience des portefeuilles face à ces risques : les produits structurés indexés actions, les hedge funds, les infrastructures et l'or.

Les produits structurés indexés actions peuvent donner de bons résultats dans l'environnement actuel, pour les investisseurs qui satisfont aux conditions requises. Nos clients semblent être du même avis : ils sont deux fois plus nombreux à utiliser des produits structurés cette année qu'en 2024.

De nombreux produits structurés indexés sur actions versent un coupon, périodiquement ou à l'échéance. Ce coupon dépend de la volatilité implicite du marché actions et des taux d'intérêt. Ces deux facteurs devraient rester élevés au regard de la période récente, ce qui pourrait offrir une meilleure protection contre les baisses, des coupons potentiels plus élevés, ou les deux.

Les produits structurés indexés actions constituent un autre levier que les investisseurs éligibles peuvent utiliser pour générer des revenus non corrélés aux marchés obligataires. En effet, ces produits structurés indexés sur actions peuvent générer un potentiel de rendement plus élevé avec un éventail de résultats possibles plus réduit que les actifs présentant une volatilité similaire, tels que les actions privilégiées et les obligations à haut rendement. Les circonstances individuelles varient, mais les investisseurs qui réunissent les conditions requises peuvent envisager d'intégrer des produits structurés dans leurs portefeuilles, en commençant éventuellement par une allocation modeste.

Des actifs alternatifs pour accroître la résilience des portefeuilles

Les hedge funds peuvent également accroître la résilience des portefeuilles des investisseurs éligibles. Entre décembre 2019 et août 2024, près de 80 % des composites de hedge funds générés aléatoirement ont surperformé une simple combinaison d'actions et d'obligations sur une base ajustée du risque.⁴ À l'avenir, les stratégies diversifiées de hedge funds devraient offrir des rendements et une volatilité légèrement supérieurs à ceux des obligations de grande qualité (telles que représentées ici par l'Indice Bloomberg U.S. Aggregate), avec une très faible corrélation.⁵

Les valorisations des actions et du crédit restent élevées dans un contexte d'incertitude quant à la trajectoire des politiques, de la croissance et de l'inflation. Cette situation devrait favoriser des niveaux de volatilité et de dispersion durablement plus élevés entre les classes d'actifs et au sein de celles-ci. Dans ce contexte, nous privilégions les hedge funds moins corrélés (tels que les fonds relative value et macro), qui sont conçus pour capitaliser sur les dislocations créées pendant les périodes de turbulence des marchés.

Enfin, les rendements après impôts des hedge funds se maintiennent bien pour les investisseurs américains. Les acteurs du marché supposent souvent que les hedge funds génèrent des gains à court terme qui érodent les rendements après impôts. Or, nous avons constaté que sur trois, cinq et dix ans, les portefeuilles comptant des hedge funds ont surperformé ceux qui n'en comprenaient pas, même sur une base nette d'impôt.⁶

⁴ Pour une analyse complète et pour connaître la méthodologie utilisée, veuillez consulter l'édition de *Eye on the Market* de Michael Cembalest intitulée « *It's Mostly a Paper Moon* ».

⁵ J.P. Morgan Asset Management (septembre 2024). Hypothèses 2025 d'évolution à long terme des marchés de capitaux.

⁶ Performance calculée sur la base de différents indices (actions : MSCI World, obligations : Bloomberg 1-17 Year Muni, hedge funds : Pivotal Path). Dans la mesure où les indices ne distribuent pas les gains, des ETFs ont été utilisés pour calculer la distribution des gains entre les actions et les obligations (actions : URTM, obligations : MUB). Les hypothèses fiscales pour les hedge funds sont basées sur les distributions réalisées par la Hedge Fund Multi-Strategy de la Banque Privée de J.P. Morgan. Pour cette analyse, les taux d'imposition ont été fixés à 23,8 % pour les plus-values à long terme et à 43,4 % pour les plus-values à court terme.

Nous nous sommes également intéressés aux investissements dans les infrastructures pour assurer la résilience des portefeuilles. Les investisseurs bénéficient ici de contrats à long terme qui intègrent souvent une protection contre l'inflation. En outre, plus de 40 % des rendements historiques des investissements en infrastructures sont attribuables aux revenus. Générer des revenus par le biais des infrastructures peut être particulièrement intéressant (pour les investisseurs éligibles) dans un monde où la volatilité des marchés obligataires est élevée. Depuis le deuxième trimestre 2008, les infrastructures ont généré des rendements annuels totaux à deux chiffres.⁷

Enfin, nous notons qu'une évolution séculaire vers une demande accrue de production d'électricité et d'infrastructures numériques pourrait créer de nouvelles opportunités dans le secteur des infrastructures. En outre, des chocs climatiques et météorologiques plus fréquents et plus graves renforcent la demande croissante d'infrastructures résilientes.

⁷ J.P. Morgan Asset Management (Février 2025). *Guide to Alternatives*.



Tout ce qui brille est-il vraiment de l'or ?

L'or pourrait offrir une certaine protection contre les risques géopolitiques et la faiblesse du dollar.

Le prix de l'or a fortement augmenté ces dernières années, tendance qui pourrait se poursuivre. De nombreuses banques centrales (Arabie saoudite, Taiwan, Japon, Chine, Singapour, Brésil et Corée) détiennent moins de 7 % de leurs réserves de change en or. À titre comparatif, l'Allemagne et les États-Unis détiennent chacun plus de 75 % de leurs réserves en or.⁸

Les adeptes ne seront pas d'accord, mais nous sommes sceptiques quant à la capacité du bitcoin et d'autres crypto-actifs à améliorer la résilience des portefeuilles. Malgré leurs faibles corrélations avec les actifs classiques, les crypto-actifs ont historiquement fragilisé les portefeuilles.

Les crypto-monnaies sont également beaucoup plus volatiles que l'or. L'intégration de 5 % de crypto-monnaies à un portefeuille

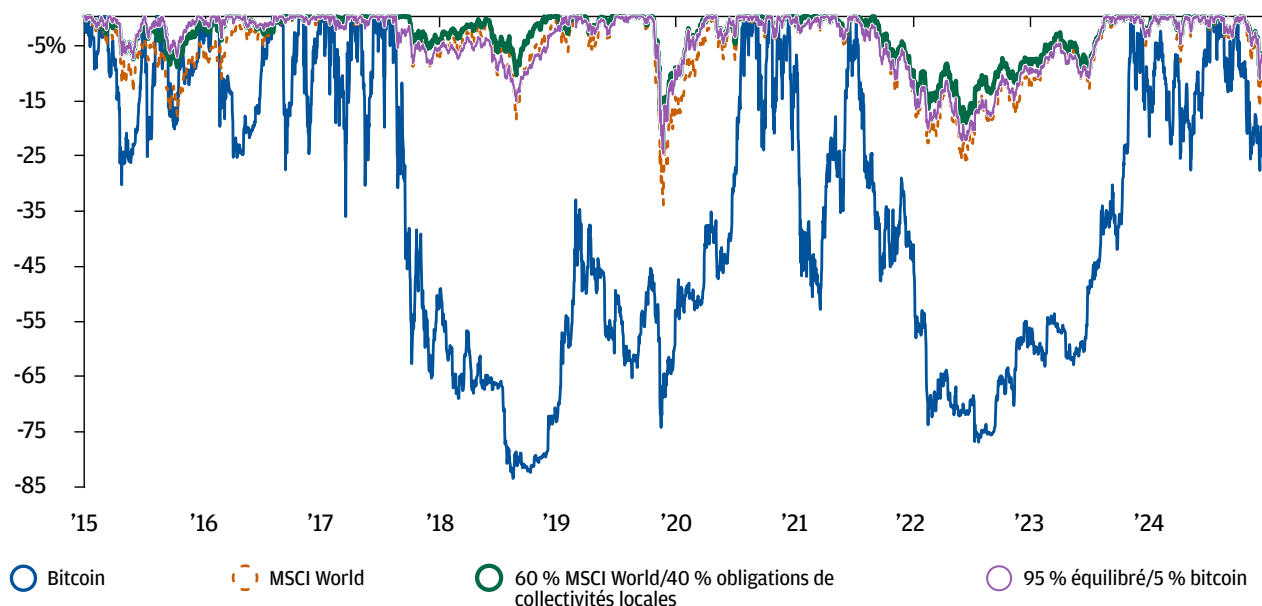
équilibré peut se traduire par une contribution au risque nettement plus élevée que l'intégration de 5 % d'or. Certes, les crypto-monnaies pourraient bientôt bénéficier d'un régime réglementaire plus favorable, mais il est peu probable que cela modifie les caractéristiques fondamentales de cette classe d'actifs, du moins à court terme.

Quoi qu'il advienne des marchés, une « discipline » de base du portefeuille peut améliorer la résilience. Prenons l'exemple de la « dérive » d'un portefeuille. Un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations en 2020 aura dérivé vers une allocation plus proche de 75 %/25 % aujourd'hui.

Et compte tenu de la surperformance des actifs américains au cours des cinq dernières années, les portefeuilles peuvent s'être trop concentrés sur les actifs libellés en dollars américains. Un portefeuille résilient s'adaptera en temps utile aux évolutions du marché et à une dérive du portefeuille.

LE BITCOIN SE DISTINGUE PAR SES BAISES

Baisses depuis les points hauts, en %



Sources : Bloomberg Finance L.P., Morningstar Direct. Données au 30 avril 2025.

Note : Portefeuille équilibré = 60 % MSCI World NR USD et 40 % Bloomberg Muni 1-17 years, rééquilibré trimestriellement.

⁸ Conseil Mondial de l'Or (2025).

3

Est-ce la chute du dollar américain ?



La récente dépréciation du dollar américain a suscité un vif débat. La faiblesse du dollar compromet-elle son rôle de monnaie de réserve mondiale et, plus généralement, le statut des États-Unis de leader de l'économie mondiale ? Ou bien ce déclin est-il le signe d'un changement significatif sans pour autant être existentiel ?

Nous penchons plutôt pour la seconde hypothèse, comme expliqué ci-après.

Le dollar américain est depuis longtemps la monnaie de réserve mondiale, et ce pour de bonnes raisons. D'une part l'économie américaine est la plus importante⁹ et la plus stable au monde, d'autre part les marchés financiers américains sont les plus importants et les plus liquides. Le pays dispose d'un État de droit bien établi et cohérent, d'institutions solides, d'élections libres et démocratiques, de processus politiques ouverts et transparents, de régimes réglementaires et fiscaux relativement cohérents et d'une culture de l'innovation et de l'esprit d'entreprise. L'armée américaine constitue l'épine dorsale de la sécurité qui étaye le système économique mondial.

Toutefois, toutes les monnaies de réserve, du galion espagnol à la livre sterling, ont fini par perdre leur suprématie. Aujourd'hui, le dollar semble être confronté à des risques potentiels de baisse plus importants que depuis plusieurs décennies. Depuis le début de l'année, le dollar s'est déprécié par rapport à toutes les autres grandes monnaies. La mise en place de droits de douane et les incertitudes liées à la politique commerciale n'y sont pas étrangères. Mais les investisseurs sont également préoccupés par les perspectives budgétaires des États-Unis, dont le déficit pourrait être considérablement creusé par des lois votées par le Congrès.

Le risque pour les marchés est que les décideurs américains reproduisent les erreurs des dirigeants latino-américains tels que l'ancien président argentin Juan Peron : protectionnisme, manque d'indépendance de la banque centrale et, plus généralement, mépris de la stabilité macroéconomique. Paradoxalement, de nombreuses économies latino-américaines ont réalisé des progrès significatifs dans ces domaines, au moment même où les acteurs du marché remettent de plus en plus en question la crédibilité économique des États-Unis.

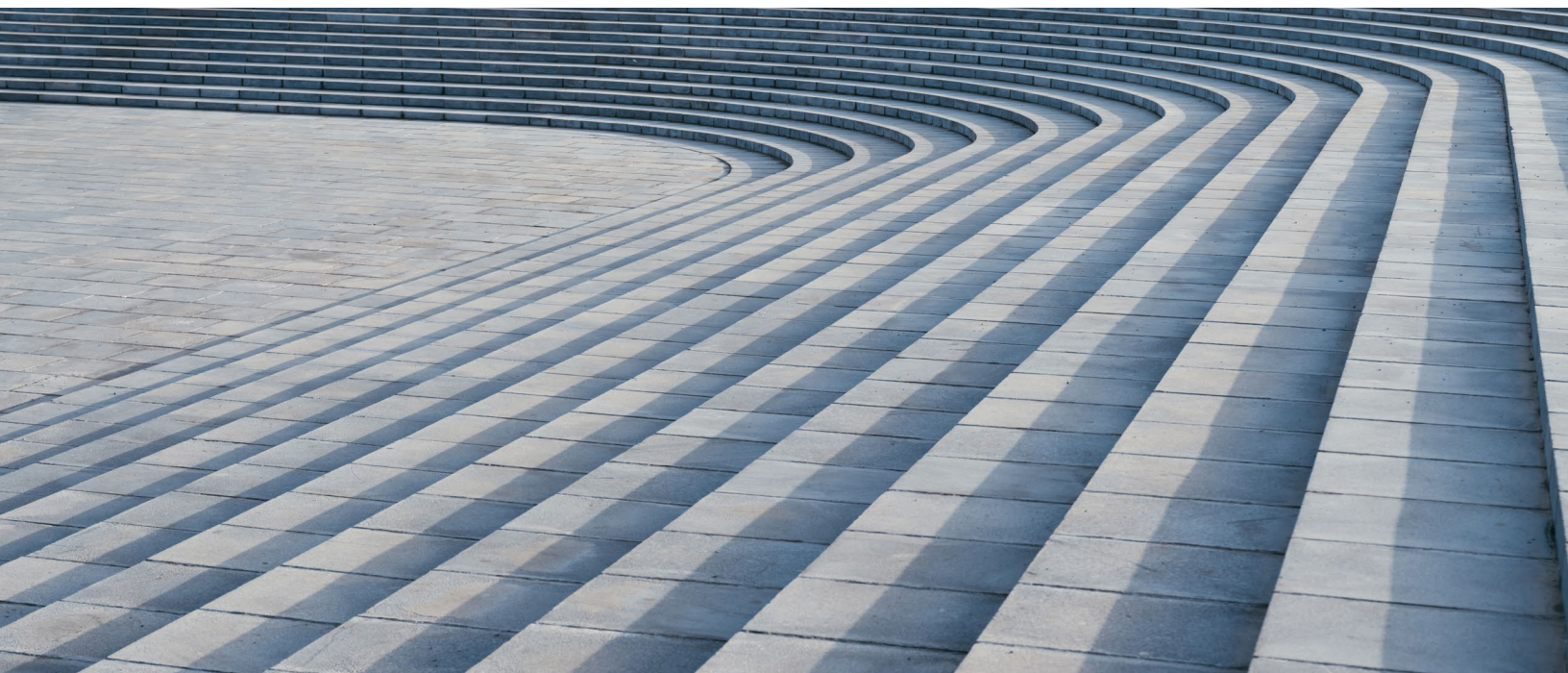
Mais ces risques devraient se manifester par une érosion plus subtile de la valeur du dollar, et non par un brusque effondrement. Aujourd'hui, le dollar représente 60 % des réserves de change, 65 % de la dette internationale et près de 85 % des règlements SWIFT. Les effets de réseau sont puissants ; l'adoption d'un nouveau support pour le commerce et le financement internationaux prendrait probablement du temps. La deuxième monnaie la plus utilisée, l'euro, ne représente que 6 % des règlements SWIFT.¹⁰

La primauté du dollar semble durable, mais à la marge, les investisseurs pourraient modifier leur perception de la valeur du billet vert. Près de 70 % des investisseurs interrogés estiment que le dollar est « surévalué » et 61 % d'entre eux, soit la proportion la plus élevée depuis 2006, anticipent une poursuite de sa dépréciation.¹¹ Notre hypothèse de base est la suivante : d'ici la fin de l'année, le dollar perdra encore quelques points de pourcentage par rapport aux principales devises, les risques étant orientés à la baisse.

⁹ À taux de change courant.

¹⁰ Chang, C., Rana, V., Gupta, Z., & Rezvijs, V. (20 août 2024). *Saudi-China Ties and Renminbi-Based Oil Trade*.

¹¹ Bank of America Merrill Lynch (2024). *BAML Fund Manager Survey*.



Les précédents historiques de faiblesse persistante du dollar (1970-1980, 1985-1992 et 2002-2008) se sont traduits par une dépréciation d'environ 40 % sur une période de 5 à 10 ans. Selon des estimations universitaires, les investisseurs étrangers détiennent environ 30 % des obligations et des actions (cotées et privées) émises aux États-Unis.¹² Un rapatriement, même marginal, pourrait entraîner une modification significative des valorisations relatives des actifs américains par rapport à ceux des autres pays.

La diversification de l'exposition aux devises peut atténuer les pertes potentielles liées à la dépréciation du dollar. Nous nous concentrons sur l'euro, le yen et l'or en raison de leur taille, de leur liquidité et de leur rôle historique en tant qu'actifs de réserve alternatifs. Les banques centrales, qui détiennent près de 13 000 milliards de dollars de réserves, ont déjà augmenté leurs allocations à ces monnaies, en raison de l'importance et de la liquidité de leurs marchés et de leur capacité à préserver le pouvoir d'achat. L'euro et le yen sont également moins corrélés à la croissance mondiale, ce qui réduit l'exposition cyclique au sein d'un portefeuille.

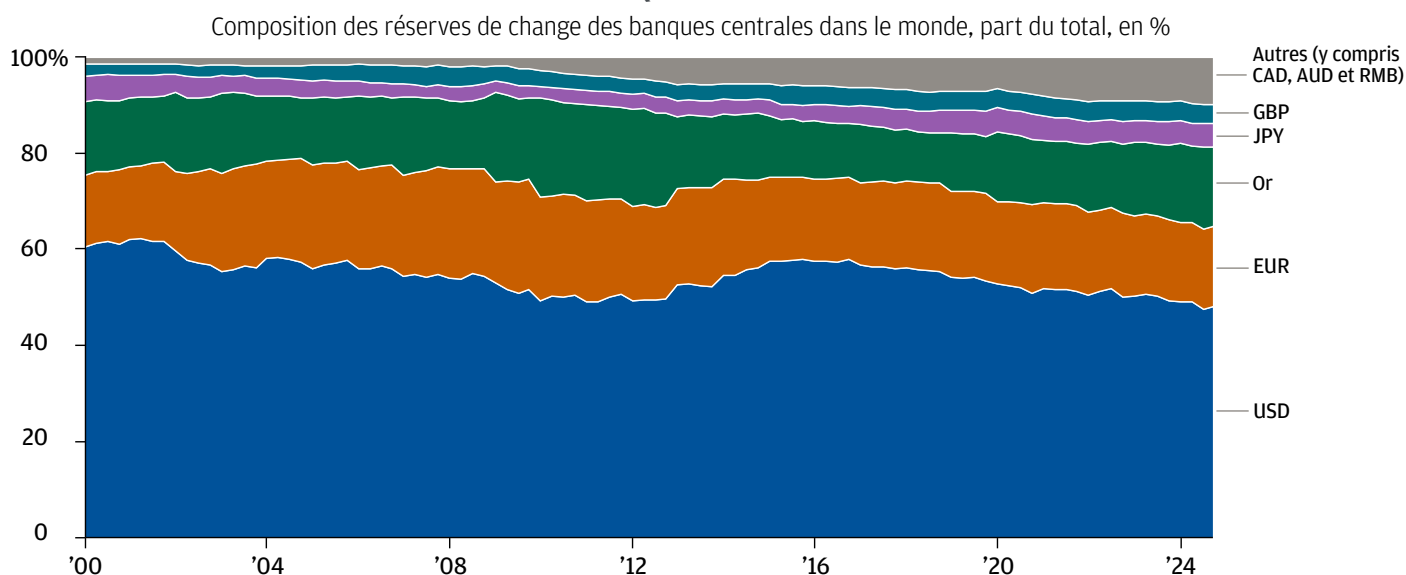
La diversification des devises est probablement plus naturelle pour les investisseurs hors des États-Unis que pour leurs homologues américains. La voie de la moindre résistance pour les investisseurs

basés aux États-Unis pourrait être l'exposition aux actions libellées en euros et en yens. En réalité, les hypothèses 2025 d'évolution à long terme des marchés de capitaux de J.P. Morgan Asset Management laissent penser que la dépréciation du dollar américain augmentera de 1 % à 2 % par an le rendement total des investissements en actions européennes et japonaises en dollars américains au cours des 10 à 15 prochaines années.

Notons que ces marchés actions devraient également afficher des performances supérieures à celles des États-Unis en termes absolus. Investir dans le private equity pourrait également permettre de diversifier l'exposition géographique et de change. Les actions américaines représentent entre 70 % et 75 % des indices de référence des actions cotées, mais elles ne comptent que pour la moitié des volumes mondiaux de rachats d'entreprises.¹³

Les investisseurs peuvent également se tourner vers les obligations libellées en devises, mais ils doivent être conscients des risques encourus. Un investisseur en dollars dans un portefeuille non couvert d'obligations globales hors États-Unis a connu une volatilité presque deux fois supérieure à celle d'un portefeuille d'obligations domestiques en dollars américains.

LE DOLLAR REPRÉSENTE TOUJOURS LA PART PRINCIPALE DES RÉSERVES DE CHANGE DES BANQUES CENTRALES



Sources : FMI, J.P. Morgan. Données au 31 décembre 2024. Données provenant de 123 banques centrales qui communiquent des données au FMI.

¹² Du, W., & Huber, A. W. (2023). *Dollar Asset Holding and Hedging Around the Globe*. Wharton School de l'Université de Pennsylvanie.

¹³ Bain & Company (2025). *Global Private Equity Report 2025*.

La perception du dollar par le marché

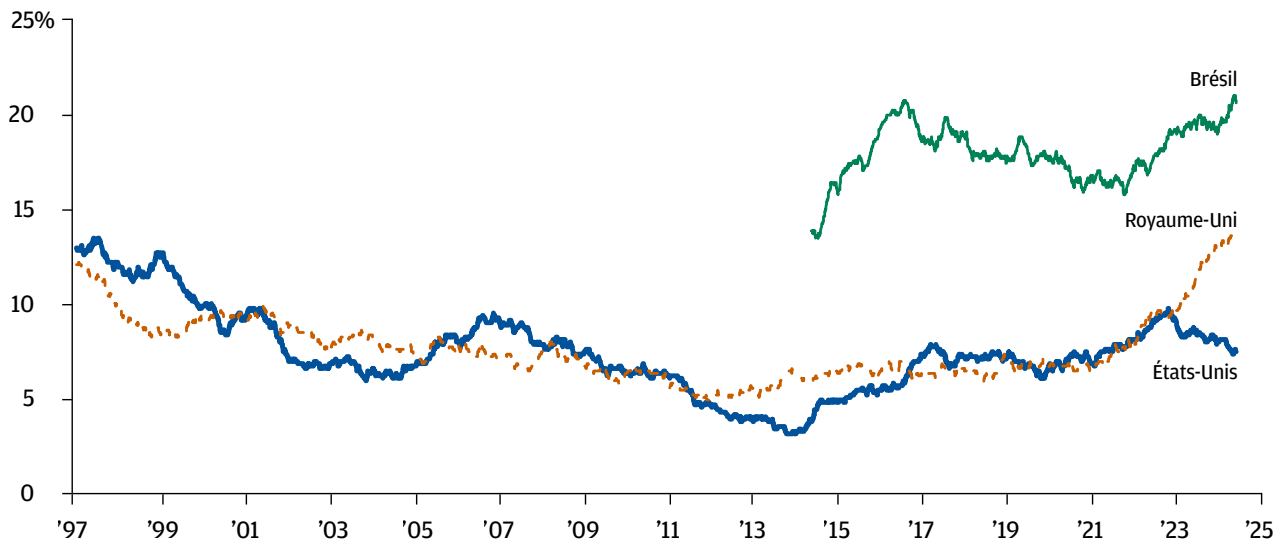
Nous suivons un indicateur simple pour évaluer le risque de perte de crédibilité des décideurs politiques américains auprès des marchés : le pourcentage de jours de bourse au cours desquels les actions, les obligations et le dollar américain perdent tous de la valeur. Les actifs américains ont connu ces baisses simultanées dans environ 7,5 % des jours de bourse au cours des trois dernières années. Au Brésil, la proportion est supérieure à 20 % des jours de bourse. Le Royaume-Uni est le marché développé qui rencontre le plus de difficultés, les investisseurs ayant perdu confiance dans la politique budgétaire du pays. En 2025, le buzz concernant le dollar a été plus important que les tensions observées sur le marché, malgré les fluctuations spectaculaires de la mi-avril. Jusqu'ici, en 2025, seuls 5 % des jours de bourse ont été marqués par des baisses simultanées des actions, des obligations et des devises américaines.

En bref : le dollar américain ne va pas perdre brutalement son statut de monnaie de réserve mondiale. Néanmoins le risque d'une ère de déclin du dollar est élevé. Les investisseurs ont encore du temps pour en atténuer les effets sur leurs portefeuilles.



CES DERNIÈRES ANNÉES, LES INVESTISSEURS ONT VENDU DES ACTIFS BRITANNIQUES BIEN PLUS FRÉQUEMMENT QUE DES ACTIFS AMÉRICAINS

% de jours de bourse où les marchés actions, obligataires et des changes ont enregistré une baisse simultanée (en glissement sur 3 ans, de 1997 à aujourd'hui)



Source : Bloomberg Finance L.P. Données au 30 avril 2025.

4

Pourquoi ne parle-t-on plus de l'IA ?



Les incertitudes entourant la politique douanière ont détourné l'attention des investisseurs d'une autre tendance séculaire importante : l'intelligence artificielle.

Même avant le « jour de la libération », les actions liées à l'intelligence artificielle se sont heurtées à un mur lors du désengagement des marchés actions américains au mois de mars. Vingt sociétés, dont près des deux tiers sont exposées à l'intelligence artificielle, ont été à l'origine de 80 % des pertes subies par le S&P 500 depuis le début de l'année, avant le 2 avril.

Il n'a échappé à personne que l'étincelle qui a déclenché la chute des actions liées à l'IA est le lancement par la startup chinoise DeepSeek d'un nouveau modèle d'IA. (Deux définitions rapides : les modèles sont une catégorie de logiciels, tandis que les puces de semi-conducteurs qui alimentent les modèles appartiennent à la catégorie du matériel)

DeepSeek a remis en perspective un bon nombre d'idées reçues des investisseurs sur les ressources nécessaires pour développer des modèles d'IA performants (par exemple, le capital, les puces de semi-conducteurs de pointe et l'énergie). Autrement dit, DeepSeek pourrait faire beaucoup, et à un coût bien inférieur à celui de ses concurrents.

Dans le sillage de l'annonce de DeepSeek, les investisseurs se sont demandé si les « hyperscalers » (fournisseurs de cloud computing, opérateurs de centres de données) allaient poursuivre leurs

investissements importants - et si, et quand, ces investissements seraient rentabilisés.

Les hyperscalers, dont Amazon et Meta, affirment qu'ils investissent massivement. Les analystes de Wall Street prévoient désormais une croissance de près de 33 % des dépenses d'investissement des quatre principaux hyperscalers d'ici à 2025, alors qu'ils l'estimaient à un peu plus de 20 % au début de l'année.¹⁴

La confiance dans l'augmentation de la productivité induite par l'IA

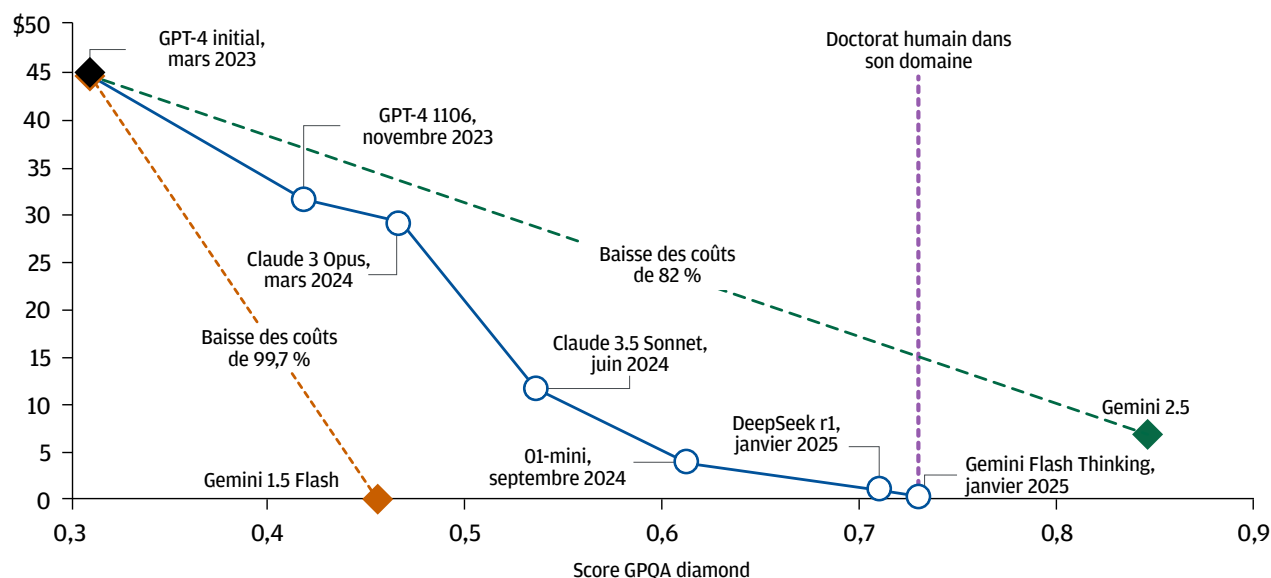
Nous sommes convaincus que l'IA catalysera des gains de productivité significatifs pour les entreprises, les consommateurs et pour l'ensemble de l'économie. Les grands modèles de langage peuvent désormais produire des résultats de niveau universitaire, alors que leurs coûts ont baissé de 80 % à 99 %. En outre, les utilisateurs parviennent de mieux en mieux à optimiser leur combinaison coût/performance. L'histoire économique regorge d'exemples de technologies dont l'adoption a été rendue possible par une baisse spectaculaire des coûts (par exemple, le processus Bessemer de production en masse d'acier à partir de fer en fusion, les voyages en avion, les ordinateurs personnels et les semi-conducteurs, les téléphones mobiles).

¹⁴ Empirical Research Partners (2025). *Hyperscalers, Hyperspenders, Hyperextended*.



LES GRANDS MODÈLES DE LANGAGE PEUVENT PRODUIRE DES RÉSULTATS DE NIVEAU UNIVERSITAIRE, À UN COÛT INFÉRIEUR DE PLUS DE 80 %

Modèle d'IA, coût par million de jetons, en dollars

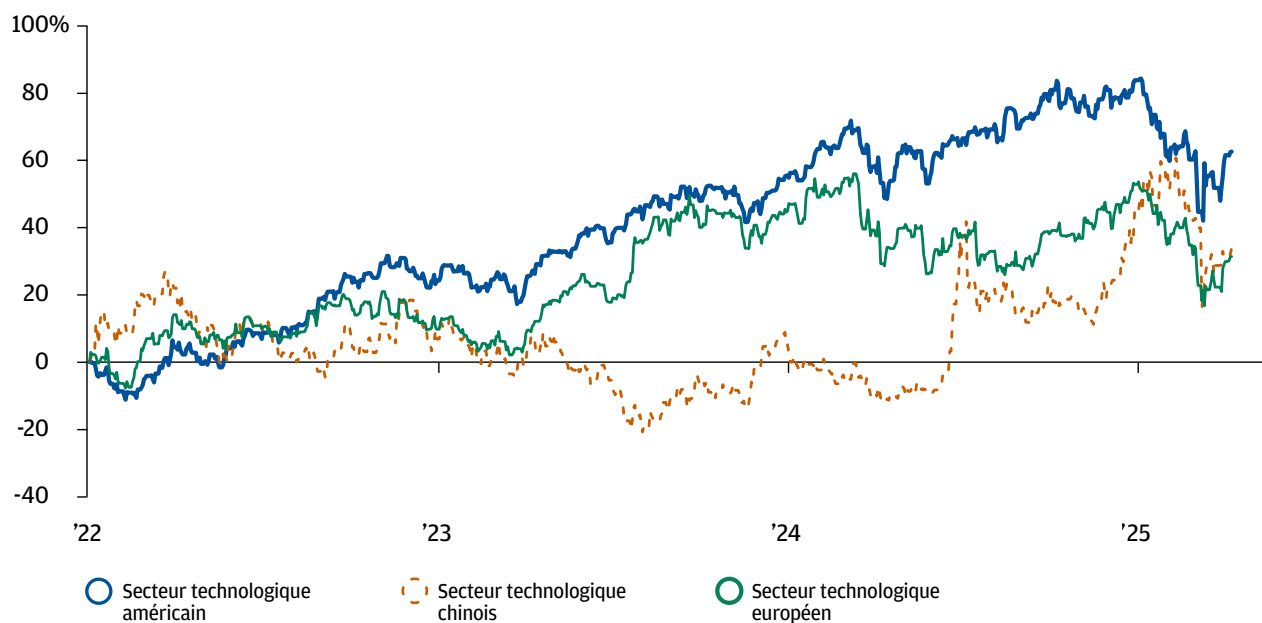


Source : One Useful Thing. Données d'avril 2025.

Note : Le test GPQA (Graduate-Level Google-Proof Q&A) est une série de problèmes à choix multiples très difficiles conçus pour tester des connaissances avancées. Le coût par million de jetons est le coût d'utilisation du modèle (les coûts de Gemini Flash Thinking sont estimés).

L'IA EST À L'ORIGINE DES GAINS DU SECTEUR TECHNOLOGIQUE SUR LES MARCHÉS MONDIAUX

Rendement des cours depuis la sortie de ChatGPT, en %



Source : Bloomberg Finance L.P. Data as of April 30, 2025.

Note : secteur technologique américain : Indice Nasdaq 100 ; secteur technologique chinois : Indice Hang Seng Tech ; secteur technologique européen : Indice STOXX Tech.



Comme le souligne Ben Thompson, un analyste technologique influent, la course à l'IA se trouve à un moment intéressant. Les principaux laboratoires de recherche sont toujours incités à lever des fonds et à investir dans de nouveaux modèles, rivalisant pour développer un modèle capable de s'auto-améliorer. Parallèlement, la concurrence pourrait faire baisser les prix favorisant ainsi la différenciation et l'adoption.¹⁵

L'IA agentique, c'est-à-dire les programmes capables de fonctionner avec un niveau d'intelligence et d'indépendance comparable à celui de l'homme, dominera probablement la prochaine vague de logiciels. Les leaders du marché offriront à la fois une meilleure expérience au consommateur et des gains de productivité aux entreprises dans tous les secteurs et toutes les zones géographiques.

En effet, les secteurs technologiques en Europe et en Chine étaient sur le point de combler l'écart de performance avec les entreprises technologiques basées aux États-Unis - après la sortie de ChatGPT en novembre 2022 et avant que le choc des droits de douane n'affecte les marchés. L'exposition au marché privé est cruciale pour profiter de la tendance à l'expansion de l'IA. Sur près de 100 000 entreprises de logiciels dans lesquelles il est possible d'investir, seules 4 000 sont cotées en bourse.¹⁶

Les gagnants finaux de la course à l'IA n'existent peut-être pas encore. L'essor du cloud computing et la transition vers les téléphones mobiles dans les années 2010 ont donné naissance à plus de 30 entreprises dont le chiffre d'affaires annuel est supérieur à 1 milliard de dollars (représentant plus de 1 900 milliards de dollars de capitalisation boursière).¹⁷ Le marché total des applications liées à l'IA pourrait surpasser les transitions vers le cloud computing et les téléphones mobiles, en grande partie parce que la cible ultime est constituée par les coûts de rémunération du personnel.

Les sceptiques du boom de l'IA évoquent la bulle Internet de la fin des années 1990. Avant l'éclatement de la bulle en 2000, de

nombreuses entreprises affichaient des valorisations excessives fondées sur des modèles d'entreprise qui se sont révélés inadéquats ou inexistants. Même celles dont le modèle d'entreprise était viable ont eu du mal à justifier les points hauts de leurs valorisations. Les entreprises de télécommunications américaines et européennes qui ont construit la plupart des infrastructures de communication actuelles (réseaux mobiles, à large bande, à fibre optique) n'ont jamais retrouvé leur niveau record de 2000, alors même que les abonnements au téléphone portable ont été multipliés par plus de dix.

Nous considérons que ni le niveau des dépenses d'investissement dans l'IA ni les valorisations des actions ne témoignent de l'existence d'une bulle de l'IA sur le marché. Les cours des actions ont augmenté parallèlement aux bénéfices et les dépenses d'investissement n'ont pas été financées par l'émission d'actions ou d'obligations. Toutefois, nous surveillons de près le retour sur investissement des projets d'IA et les bulles naissantes (niveaux des valorisations et/ou des investissements) dans des secteurs tels que les centres de données.

Les dernières données sur les bénéfices suggèrent que l'IA commence à porter ses fruits pour les entreprises et les investisseurs. La demande en IA a contribué pour près de la moitié à la croissance de 35 % enregistrée par l'unité de cloud computing de Microsoft. Au premier trimestre, la société a traité plus de 100 000 milliards de jetons d'IA, soit une multiplication par 5 par rapport à l'année précédente.

Nous continuerons à nous intéresser aux entreprises et aux secteurs susceptibles de bénéficier des économies de coûts et des gains de productivité générés par la technologie de l'IA (par exemple, les logiciels et les services financiers). Nous rechercherons également des entreprises prometteuses dans le domaine des applications agentiques.

On ne parle peut-être plus d'IA, mais c'est un tort.

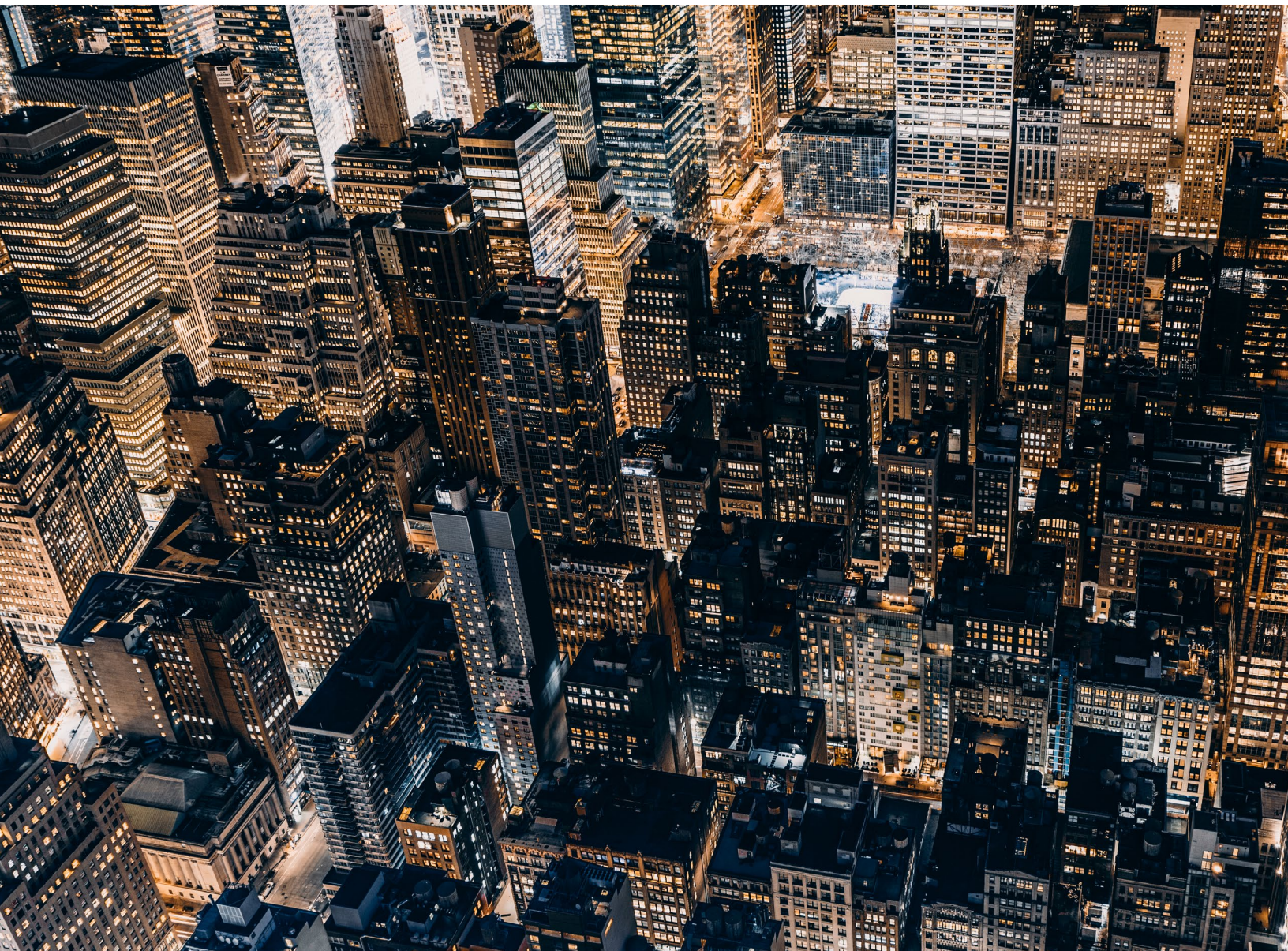
¹⁵ Thompson, B. (25 février 2025). *AI Promise and Chip Precariousness*.

¹⁶ Vista Equity Partners (mars 2025).

¹⁷ Huang, S., & Grady, P. (9 octobre 2024). *Generative AI's Act o1*. Entreprises utilisées pour ces données (non exhaustives) : Airbnb, Atlassian, Cloudflare, CrowdStrike, Datadog, Docusign, Doordash, Dropbox, Dynatrace, Elastic, Lyft, MongoDB, Okta, Palantir, Paloalto, Paycom, Paylocity, Pinterest, Playtika, Robinhood, Salesforce, Shopify, Snapchat, Snowflake, Spotify, Thetradedesk, Twilio, Uber, Unity, Workday, Zoom, Zoominfo, Zscaler.

5

Quid des transactions ?



La plupart des acteurs de Wall Street anticipaient une reprise immédiate des transactions et de l'activité sur les marchés financiers au lendemain de la victoire électorale de Donald Trump. Entre la nuit des élections et la fin du mois de janvier, le sous-secteur des marchés financiers (qui comprend les banques d'investissement et les gérants d'actifs alternatifs) a progressé de 10 %, multipliant par deux la hausse de 5 % de l'ensemble du marché.

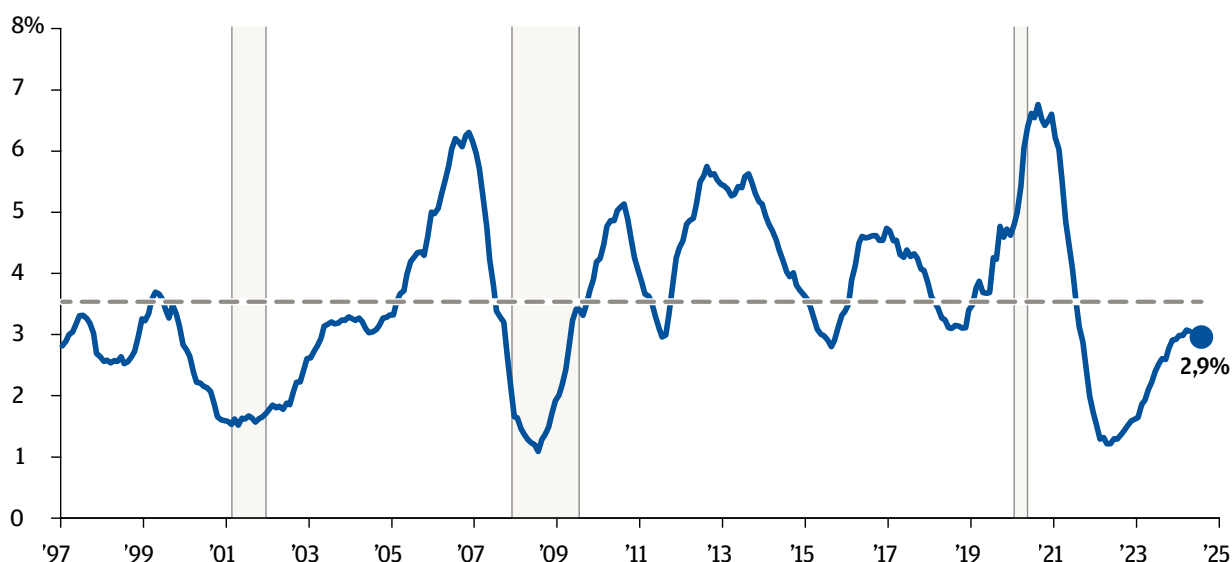
Les espoirs d'un boom des transactions se sont rapidement heurtés à la réalité des incertitudes liées aux droits de douane, à des taux d'intérêt toujours élevés et à des marchés actions agités. Alors que les transactions sur les marchés privés se poursuivent à un rythme raisonnable, le calme continue de régner sur les marchés cotés (notamment sur les introductions en bourse).

Le secteur des marchés financiers a perdu la plupart de ses gains post-électoraux, et les prévisions de croissance de l'activité de fusion-acquisition aux États-Unis ont été revues à la baisse, passant d'une croissance de 25 % à une progression de 7 % seulement.¹⁸ Nous avons observé des signes avant-coureurs au début de l'année (les opérations de fusion-acquisition au niveau mondial ont augmenté de 17 % en glissement annuel au cours du premier trimestre, grâce à l'activité soutenue par des sponsors). Mais la perspective d'une incertitude prolongée a assombri les perspectives quant au rythme des transactions, tout du moins à court terme.



LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS EST LIMITÉE, MAIS LES PERSPECTIVES S'AMÉLIORENT LENTEMENT

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



Sources : J.P. Morgan, Bank of America, Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics. Données au 30 avril 2025.

Note : La liquidité désigne les introductions en bourse, les obligations à haut rendement et les émissions de prêts à effet de levier. La ligne en pointillés représente la moyenne.

¹⁸ Goldman Sachs (14 mars 2025). *Policy uncertainty and market volatility create risk to the much anticipated rebound in capital markets activity.*

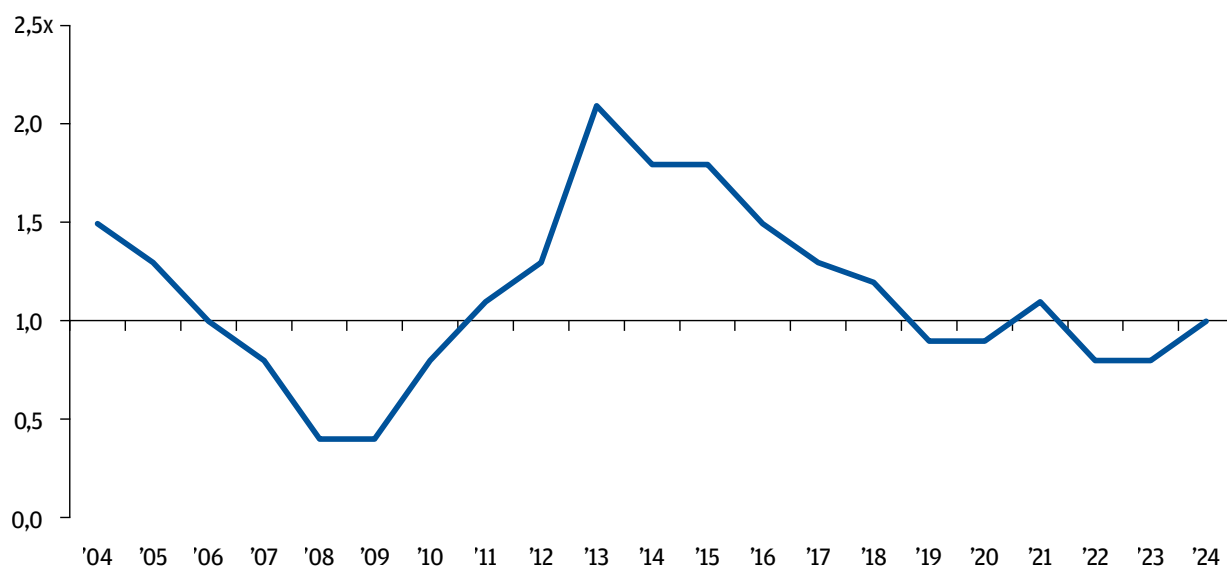
Comme nous l'avons indiqué dans nos Perspectives 2025, reste à savoir dans quelle mesure la nouvelle direction de la Federal Trade Commission (FTC) se montrera favorable au marché. Andrew Ferguson, président de la FTC, a choisi de maintenir en place les lignes directrices sur les fusions de l'ère Biden, décevant ainsi les acteurs du marché qui espéraient des changements. D'autre part, la FTC d'Andrew Ferguson semble axer l'application de ses règles sur le consommateur, une approche plus favorable au marché que celle de son prédécesseur, Lina Khan, qui visait à corriger les déséquilibres dans les parts de marché. Sur le sujet spécifique (et controversé) des Big Tech, il paraît probable que la FTC de Trump conservera une position défavorable.¹⁹

Bien que l'environnement des transactions soit morose, **des signes indiquent que l'écosystème du private equity est en train de se rééquilibrer.** En 2022 et 2023, les appels de fonds ont dépassé les distributions dans le secteur, plaçant les investisseurs dans une situation de flux de trésorerie négatif. En 2024, les appels de fonds ont été en ligne avec les distributions.



EMBELLIE DES PERSPECTIVES POUR LES RACHATS D'ENTREPRISES AU NIVEAU MONDIAL : LES FLUX DE TRÉSORERIE NETS SONT DÉSORMAIS STABLES APRÈS DEUX ANNÉES NÉGATIVES

Ratio des distributions rapportées aux contributions



Source : Bain & Company Global Private Equity Report. Données au 30 septembre 2024.

¹⁹ Stratmann, T. (March 31, 2025). *Trump Tweaks Instead of Tearing Up Biden's Antitrust Policies*.



Le ralentissement des transactions classiques (introductions en bourse, fusions-acquisitions stratégiques) et le vieillissement des actifs dans les portefeuilles de private equity existants pourraient créer des opportunités attrayantes pour les gérants secondaires qui rachètent des participations à d'autres sponsors. Par le passé, les gérants secondaires ont été intéressants pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, ils atténuent l'effet de la « courbe en J » inhérente aux fonds « à tirage » (rendements négatifs précoces lorsque le capital est appelé, suivis de rendements positifs au fur et à mesure que le capital est distribué). En outre, les fonds secondaires permettent aux investisseurs d'avoir une visibilité sur les actifs sous-jacents d'une stratégie (ce qui atténue le risque de blind pool) et offrent une diversification significative à travers le millésime et le gérant. Les besoins potentiels de liquidités des fonds de dotation universitaires sont un autre catalyseur potentiel qui pourrait donner lieu à des opportunités pour les fonds secondaires.

Les structures de fonds evergreen vont probablement modifier le paysage du marché privé. Rien que cette année, plus de 4 500 clients ont investi pour la première fois dans des structures evergreen. Actuellement, les fonds evergreen représentent environ 5 % de l'ensemble des marchés privés, et certains estiment que cette part pourrait atteindre 20 % au cours de la prochaine décennie.²⁰ À mesure que les marchés privés arrivent à maturité, les détenteurs d'actifs devraient trouver davantage d'opportunités de liquidité en dehors des voies classiques que sont les introductions en bourse et les fusions-acquisitions stratégiques.

Les investisseurs présents uniquement sur les marchés cotés doivent comprendre que les entreprises restent privées plus longtemps. Aujourd'hui, l'entreprise médiane qui entre en bourse a presque 14 ans. Il y a dix ans, l'âge médian d'une introduction en bourse était inférieur à 11 ans.²¹ Sur l'ensemble des entreprises dont le chiffre d'affaires annuel dépasse 100 millions de dollars aux États-Unis, 87 % sont privées.²²

Un point clé pour les investisseurs : l'exposition aux marchés privés pourrait être essentielle pour garantir une exposition adéquate à l'ensemble de l'économie.

Alors que l'écosystème du private equity se rééquilibre, le paysage de l'investissement dans le sport est un point positif notable. Dans le domaine sportif, les transactions ont continué à croître en nombre et en volume. La vente des Boston Celtics a établi un record en termes d'évaluation des transactions, et la société Omaha Productions de Peyton Manning, axée sur le sport, a récemment été évaluée à plus de 800 millions de dollars.²³ L'écosystème sportif pourrait générer des flux de rendement moins corrélés dans les investissements en dette et en capital.

Le marché privé continue d'évoluer, sous l'effet du vieillissement des actifs et de la croissance des fonds evergreen. Les investisseurs devraient envisager de maintenir un équilibre entre les structures « à tirage » et « evergreen » au fur et à mesure qu'ils construisent leurs portefeuilles de private equity, tout en explorant les investissements dans les fonds secondaires et les fonds sportifs.

²⁰ Hamilton Lane (2025).

²¹ Ritter, J. R. (2025). *Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2024*. Warrington College of Business, Université de Floride.

²² Sløk, T. (20 avril 2024). *Many More Private Firms in the US*.

²³ Fischer, S. (27 mars 2025). *Peyton Manning's Omaha Productions raises series B from Patrick Whitesell and Silver Lake*.

Conclusion

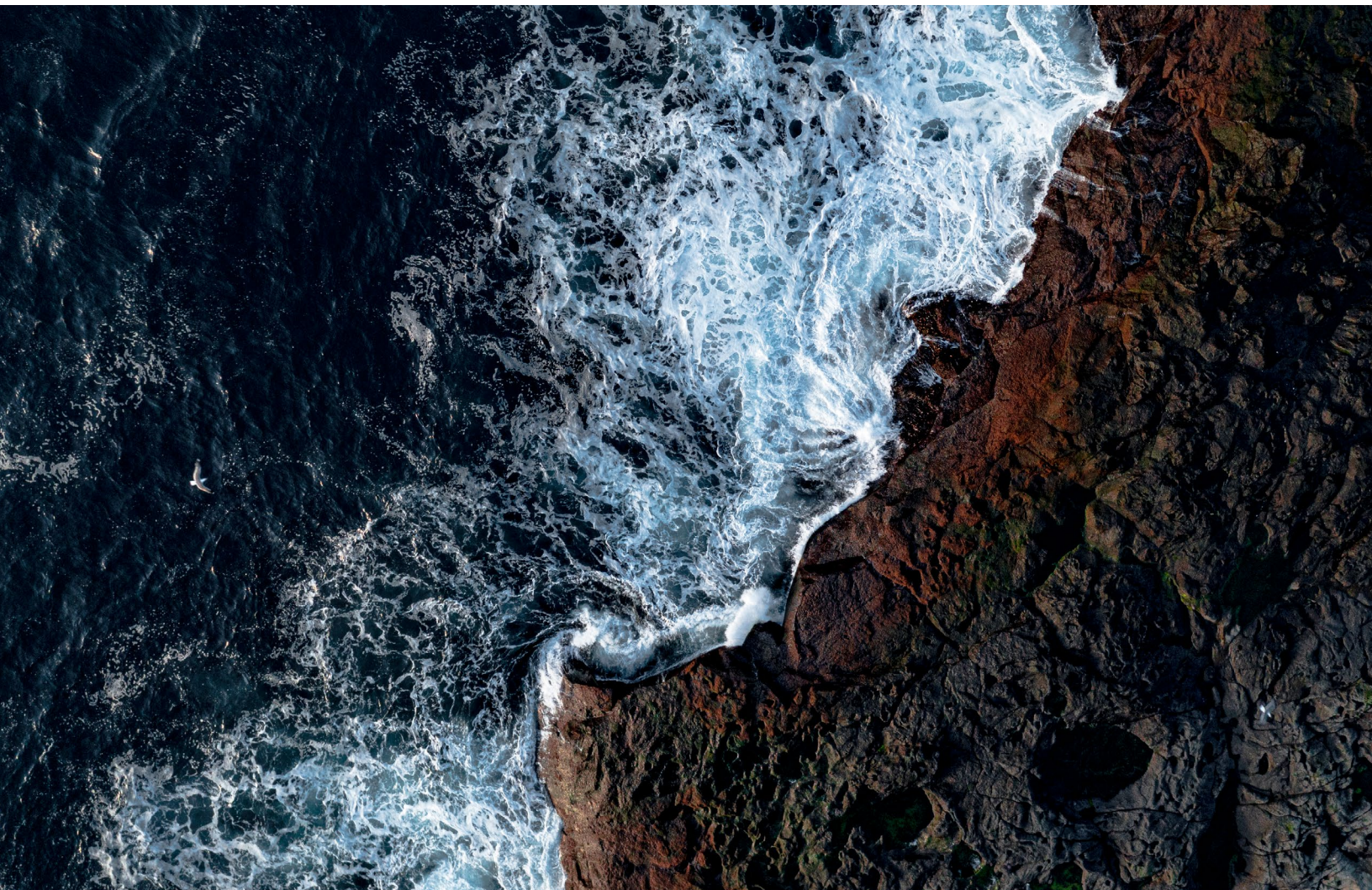
L'incertitude est palpable. De nombreux investisseurs reconnaissent la probabilité d'une évolution continue des marchés, sans savoir comment y faire face. La meilleure façon d'y voir clair dans un monde instable est peut-être de définir votre objectif patrimonial et d'en appréhender le cadre (votre capacité et votre tolérance au risque). Ce faisant, vos décisions d'allocation d'actifs devraient vous permettre de vous rapprocher de vos objectifs.

Nous espérons que nos réponses à ces cinq questions essentielles vous aideront à saisir des opportunités dans ce contexte d'incertitude, et que les implications pour les portefeuilles que nous analysons vous apporteront la confiance dont vous avez besoin pour continuer à mettre en œuvre votre plan patrimonial.



Mission

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



EXECUTIVE SPONSORS

Clay Erwin

Global Head of Investments Sales & Trading

Stephen Parker

Co-Head of Global Investment Strategy

Grace Peters

Co-Head of Global Investment Strategy

Anton Pil

Head of Global Alternative Investment Solutions

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

Elyse Aussenbaugh

Global Investment Strategist

Christopher Baggini

Global Head of Equity Strategy

Nur Cristiani

Head of LatAm Investment Strategy

Madison Faller

Head of Market Intelligence

Aaron Goldstein

Head of Digital Investment Strategy

Stephen Jury

Global Commodity Strategist

Jacob Manoukian

Head of U.S. Investment Strategy

Joe Seydl

Senior Markets Economist

Sitara Sundar

Head of Alternative Investment Strategy

Alex Wolf

Head of Asia Investment Strategy

Erik Wytenus

Head of EMEA Investment Strategy

Samuel Zief

Head of Global FX Strategy

Définitions des termes et des indices

Note : Les indices ne sont donnés qu'à titre indicatif et ne sont pas des produits d'investissement ; il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les indices constituent un outil de prévision ou de comparaison intrinsèquement faible.

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

Indice Bloomberg Commodity : Indice qui donne une indication générale de la performance des marchés mondiaux des matières premières, couvrant un large éventail de matières premières, notamment l'énergie, les métaux et les produits agricoles. L'indice est conçu comme une référence liquide et diversifiée pour les investissements dans les matières premières, reflétant les variations et les évolutions des prix des principales matières premières.

Indice Bloomberg Emerging Markets Aggregate Bond USD : Indice qui mesure la performance des obligations libellées en dollars américains émises par des entités souveraines, quasi souveraines et des entreprises des marchés émergents. Cet indice se concentre spécifiquement sur les obligations émises en dollars américains, ce qui permet aux investisseurs d'avoir un aperçu des opportunités offertes par les obligations et de la dynamique du crédit sur les marchés émergents, sans la complexité supplémentaire du risque de change.

Indice Bloomberg Global U.S. Treasury : Indice qui reflète la performance des titres du Trésor américain, y compris les obligations et les billets émis par le gouvernement américain. Cet indice offre une vue d'ensemble du marché des obligations d'État américaines, car il couvre un éventail d'échéances et reflète l'environnement de taux d'intérêt et les conditions économiques aux États-Unis.

Indice Bloomberg Municipal 1-17 Year : Indice qui reflète la performance des obligations de collectivités locales américaines ayant une échéance comprise entre 1 et 17 ans. Ces obligations, généralement émises par les collectivités locales et les États, génèrent des revenus exonérés d'impôt.

Indice Bloomberg 1-3 Month Treasury Bills : Indice qui reflète la performance des bons du Trésor américain ayant une échéance comprise entre un et trois mois. Cet indice constitue une référence pour les investissements à court terme sans risque, reflétant l'environnement de taux d'intérêt et les conditions de liquidité sur le marché des titres d'État américain.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond : Indice de référence large qui mesure la performance du marché américain des obligations imposables à taux fixe, libellées en dollars et de grande qualité. Cet indice comprend un large éventail de types d'obligations tels que les bons du Trésor, les titres d'État et d'entreprises, les titres adossés à des créances hypothécaires, les titres adossés à des actifs et les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales.

Indice Bloomberg U.S. Aggregate Corporate High Yield : Indice qui reflète la performance des obligations d'entreprises à haut rendement et à taux fixe, libellées en dollars américains. Il comprend des titres notés Ba1/BB+/BB+ ou moins par Moody's, Fitch et S&P, à l'exclusion des obligations d'émetteurs classés par Bloomberg dans la catégorie des marchés émergents.

Dépenses d'investissement : Désigne les fonds qu'une entreprise affecte à l'acquisition ou à l'amélioration d'actifs physiques tels que des biens immobiliers, des bâtiments industriels ou des équipements. Ces dépenses sont souvent utilisées pour lancer de nouveaux projets ou investissements, accroissant ainsi la valeur à long terme de l'entreprise.

Taux effectif des droits de douane : Le taux réel des droits de douane appliqués aux importations, compte tenu de tous les ajustements tels que les accords commerciaux, les exclusions et les effets de substitution, reflétant l'impact réel sur les coûts commerciaux.

Produits structurés indexés sur des actions (Equity-Linked Structured Notes) : Désigne des instruments financiers qui offrent des rendements basés sur la performance d'un indice d'actions ou d'actions spécifiques, combinant des éléments d'obligations avec une exposition au marché actions, et qui sont souvent émis par des institutions financières.

Produit intérieur brut (PIB) : Valeur monétaire totale de tous les biens et services produits à l'intérieur des frontières d'un pays au cours d'une période donnée, servant d'indicateur clé de l'activité et de la santé économiques.

Indice Hang Seng Tech : Indice qui reflète les performances des plus grandes entreprises technologiques cotées à la Bourse de Hong Kong. Il comprend des entreprises principalement engagées dans les secteurs de l'internet, des fintechs, du cloud, du commerce électronique et de la technologie numérique.

Introduction en bourse : Processus par lequel une société privée offre pour la première fois des actions au public, ce qui lui permet de lever des capitaux auprès d'investisseurs publics. L'introduction en bourse marque le passage d'une entreprise du statut de société privée à celui de société cotée en bourse, ce qui lui permet d'offrir des liquidités à ses actionnaires.

Fusions et acquisitions : Une activité commerciale impliquant le regroupement d'entreprises ou d'actifs par le biais de différents types de transactions financières, y compris les fusions, les acquisitions, les regroupements et les rachats.

Indice MSCI Asia ex-Japan : Indice qui mesure la performance des sociétés de grande et moyenne capitalisation sur les marchés développés et émergents d'Asie, hors Japon. Cet indice, qui couvre des pays tels que la Chine, l'Inde, la Corée du Sud, Taïwan et d'autres, représente environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée en fonction du flottant dans chaque pays.

Indice MSCI EAFE : Indice qui mesure la performance des marchés actions des pays développés hors États-Unis et Canada, englobant l'Europe, l'Australasie et l'Extrême-Orient. Avec une large couverture des sociétés de grande et moyenne capitalisation, l'Indice MSCI EAFE représente environ 85% de la capitalisation boursière ajustée en fonction du flottant dans chaque marché inclus dans l'Indice.

Indice MSCI Emerging Markets (EM) : Indice conçu pour refléter la performance des sociétés de grande et moyenne capitalisation des marchés émergents mondiaux. Il comprend des pays tels que la Chine, l'Inde, le Brésil, la Corée du Sud, Taïwan et bien d'autres. L'Indice MSCI EM représente environ 85 % de la capitalisation boursière de chacun de ces marchés émergents, ce qui permet aux investisseurs d'appréhender la dynamique économique et les performances des actions des régions en développement.

Indice MSCI Japan : Indice qui mesure la performance des segments des entreprises de grande et moyenne capitalisation au Japon, couvrant environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée en fonction du flottant sur le marché actions japonais.

Indice MSCI World : Indice qui reflète la performance des actions de grande et moyenne capitalisation dans 23 pays développés à travers le monde. Couvrant environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée en fonction du flottant dans chaque pays, l'Indice MSCI World offre une vue d'ensemble de la performance des actions des marchés développés mondiaux.

Indice MSCI World NR USD : Indice qui reflète la performance des actions de grande et moyenne capitalisation dans 23 pays développés à travers le monde, avec des rendements calculés en dollars américains qui incluent les dividendes nets réinvestis.

Indice NASDAQ-100 : Indice boursier qui comprend 100 des plus grandes sociétés non financières cotées au NASDAQ Stock Exchange, réputé pour sa plateforme de négociation électronique et l'accent mis sur la technologie et les sociétés axées sur la croissance.

Indice NYGold-FDS : Indice conçu pour refléter le prix au comptant de l'or négocié sur le marché de New York, offrant aux investisseurs un aperçu de la performance et des variations du cours de l'or.

Indice Russell 3000 : Indice boursier qui mesure la performance des 3 000 plus importantes sociétés cotées en bourse aux États-Unis, représentant environ 98 % du marché actions américain dans lequel il est possible d'investir.

S&P 500® : Largement considéré comme la principale référence du marché actions américain, cet indice englobe 500 sociétés de premier plan dans les principaux secteurs d'activité, en mettant l'accent sur le segment des grandes capitalisations. Il représente environ 80 % de la capitalisation totale du marché, ce qui en fait un indicateur clé de la performance globale du marché.

Indice STOXX Europe 600 : Indice qui reflète la performance de 600 sociétés de grande, moyenne et petite capitalisation réparties dans 17 pays d'Europe. Avec une large représentation de divers secteurs, il comprend des sociétés de la zone euro et hors zone euro, offrant ainsi une vue d'ensemble des marchés actions européens.

Indice STOXX Tech : Indice qui reflète la performance des sociétés technologiques au sein de la famille d'indices STOXX, couvrant divers segments du secteur technologique en Europe. Il comprend des entreprises actives dans le domaine des logiciels, du matériel informatique, des télécommunications et d'autres secteurs liés à la technologie.

Informations importantes

Principaux risques

Les investissements dans des **actifs alternatifs** comportent des risques plus élevés que les investissements classiques et conviennent uniquement aux investisseurs avertis. Les investissements alternatifs comportent des risques plus importants que les investissements classiques et ne doivent pas être considérés comme un programme d'investissement à part entière. Ils ne sont pas fiscalement efficaces et l'investisseur doit consulter son conseil fiscal avant d'investir. Les investissements alternatifs comportent des frais plus élevés que les investissements classiques, et peuvent également recourir à un effet de levier important et à des techniques d'investissement spéculatives, ce qui peut amplifier la perte ou le gain potentiels de l'investissement. La valeur de l'investissement peut aussi bien baisser qu'augmenter, et les investisseurs peuvent recouvrer un montant inférieur à celui qu'ils ont investi.

Les investissements dans les **matières premières** peuvent être plus volatils que les investissements dans les titres classiques, en particulier si les instruments recourent à l'effet de levier. La valeur des instruments dérivés liés aux matières premières peut être affectée par des fluctuations globales du marché, par la volatilité des indices de matières premières, par des variations de taux d'intérêt ou par des facteurs affectant un secteur ou une matière première spécifiques, tels que la sécheresse, les inondations, les conditions météorologiques, les maladies du bétail, les embargos, les droits de douane et les évolutions économiques, politiques et réglementaires à l'échelle internationale. L'utilisation de produits dérivés à effet de levier liés à des matières premières offre la possibilité d'accroître le rendement mais, en même temps, crée la possibilité d'une perte plus importante.

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

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 société, parfois rapidement ou de manière imprévisible. Les actions sont soumises au « risque action », ce qui signifie que les prix des actions en général peuvent baisser sur des périodes courtes ou longues.

L'investissement dans des **obligations** est soumis à certains risques, notamment le risque de taux d'intérêt, de crédit, d'inflation, de remboursement anticipé et de réinvestissement. Toute obligation vendue ou remboursée avant l'échéance peut faire l'objet d'une plus-value ou d'une moins-value significative.

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. Ces investissements

peuvent être très illiquides et ne sont pas tenus de fournir des informations périodiques sur le prix ou l'évaluation aux investisseurs. Ils peuvent également impliquer des structures fiscales complexes et des retards dans la distribution d'informations fiscales importantes. Ces investissements ne sont pas soumis aux mêmes exigences réglementaires que les fonds communs de placement et facturent souvent des frais élevés. En outre, un certain nombre de conflits d'intérêts peuvent exister dans le cadre de la gestion et/ou de l'exploitation d'un tel fonds. Pour de plus amples informations, veuillez vous référer au memorandum d'offre concerné.

Les **obligations à haut rendement**, qui sont des obligations appartenant à la catégorie « spéculative », qui présentent un risque plus élevé de défaut ou d'autres événements de crédit défavorables, sont réservées aux investisseurs à haut risque.

Toutes les **stratégies d'options** ne conviennent pas à tous les investisseurs. Certaines stratégies peuvent exposer les investisseurs à des risques et des pertes potentiels importants. Pour de plus amples informations sur les risques, veuillez consulter la section Characteristics and Risks of Standardized Options (Caractéristiques et risques des options standardisées) à l'adresse suivante : <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>. Nous conseillons aux investisseurs de consulter leurs conseils fiscaux et juridiques pour connaître les implications fiscales de ces stratégies. Les investisseurs sont invités à examiner attentivement si les options ou les produits ou stratégies liés aux options sont adaptés à leurs besoins.

Les **investissements 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 sur les actifs inférieur à celui des obligations individuelles d'une entreprise, des rendements plus élevés en raison de ces caractéristiques de risque, et des implications liées à la possibilité de remboursement anticipé, ce qui signifie que la société émettrice peut racheter l'action à un certain prix après une certaine date.

L'investissement dans les **produits structurés** comporte un certain nombre de risques importants. Nous présentons ci-après certains facteurs de risque et d'autres considérations relatives à l'investissement. Tous les investissements ne conviennent pas (ou ne sont pas dans le meilleur intérêt) de tous les investisseurs. Vous devez analyser les titres structurés en fonction de votre situation personnelle, en prenant en compte des facteurs tels que vos objectifs d'investissement, votre tolérance au risque et vos besoins de liquidité.

J.P. Morgan Securities LLC (JPMS) n'approuve pas, ne conseille pas, n'émet pas, n'est pas un intermédiaire, ne mine pas, ne conserve pas, ne stocke pas, n'administre pas, ne transmet pas, n'échange pas, ne contrôle pas, ne vend pas ou n'effectue pas de transactions directement dans tout type de

monnaie virtuelle ou d'actif numérique. Cela n'inclut pas les instruments financiers qui tirent leur valeur de la monnaie virtuelle que JPMS peut proposer à l'achat ou la vente.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Toutes les sociétés tierces mentionnées le sont à titre purement indicatif et ne constituent pas une recommandation ou une approbation 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 banque privée, 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 conventions de compte applicables et peuvent varier selon les sites géographiques. Tous les produits et services ne sont pas offerts dans tous les établissements. Si vous êtes en situation de handicap et que vous avez besoin d'aide pour accéder à ce document, veuillez contacter votre interlocuteur chez J.P. Morgan ou nous envoyer un email à l'adresse suivante : 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, 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).

À **Hong Kong**, ce document est distribué par **JPMCB, succursale de Hong Kong**. JPMCB, succursale de Hong Kong, est régulée par l'Autorité monétaire de Hong Kong et la Commission des valeurs mobilières et des contrats à terme de Hong Kong. À Hong Kong, nous cesserons d'utiliser vos données personnelles à des fins de marketing sans frais si vous en faites la demande. À **Singapour**, ce document est distribué par **JPMCB, succursale de Singapour**. JPMCB, succursale de Singapour, est régulée par l'Autorité monétaire de Singapour. Les services de négociation et de conseil ainsi que les services de gestion discrétionnaire d'investissement vous sont fournis par JPMCB, succursale de Hong Kong/Singapour (comme notifié). Les services bancaires et de garde vous sont fournis par JPMCB, succursale de Hong Kong/Singapour (comme notifié). Le contenu de ce document n'a pas été examiné par une autorité de régulation à Hong Kong, Singapour ou dans toute autre juridiction. Il est conseillé de faire preuve de prudence à l'égard de ce document. Si vous avez des doutes sur le contenu de ce document, vous devriez obtenir des conseils professionnels indépendants. Pour les documents constituant une publicité de produit en vertu de la loi sur les valeurs mobilières et des conseillers financiers, cette publicité n'a pas été examinée par l'Autorité monétaire de Singapour. JPMorgan Chase Bank, N.A., une association bancaire nationale constituée en vertu des lois des États-Unis, et en tant que personne morale, la responsabilité de ses actionnaires est limitée.

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

JPMorgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011/AFS Licence No: 238367) est régulée par la Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements et l'Autorité de régulation prudentielle australienne. Le matériel fourni par JPMCBNA en Australie est destiné uniquement aux « clients de gros ». Aux fins de ce paragraphe, le terme « client de gros » a le sens donné à la section 761G de la loi sur les sociétés de 2001 (Cth). Veuillez nous informer si vous n'êtes pas actuellement un client de gros ou si vous cessez de l'être à tout moment dans le futur.

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

Ce document n'a pas été préparé spécifiquement pour les investisseurs australiens. Il peut contenir des références à des montants en dollars qui ne sont pas des dollars australiens; peut contenir des informations financières qui ne sont pas préparées conformément aux lois ou pratiques australiennes; peut ne pas aborder les risques associés à l'investissement dans des investissements libellés en devises étrangères; et n'aborde pas les questions fiscales australiennes.

Les références à « J.P. Morgan » désignent JPM, ses filiales et affiliés dans le monde entier. « J.P. Morgan Private Bank » est la marque commerciale de l'activité de banque privée menée par JPM. Ce document est destiné à votre usage personnel et ne doit pas être diffusé ou utilisé par une autre personne, ni dupliqué pour un usage non personnel, sans notre autorisation. Si vous avez des questions ou si vous ne souhaitez plus recevoir ces communications, veuillez contacter votre équipe J.P. Morgan.

© 2025 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

