

An aerial photograph of a large body of water, likely a lake or a wide river, with a small boat moving across it. The water is a deep blue, and the boat's wake is visible. In the background, there is a small island covered in dense green and yellow trees. The sky is a pale, hazy blue.

J.P.Morgan

PRIVATE BANK

Perspectives 2022  
Préparons-nous à un  
cycle dynamique

## AUTEURS

---

### **Tom Kennedy**

Chief Investment Strategist

### **Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

### **Grace Peters**

Head of EMEA Investment Strategy

### **Alex Wolf**

Head of Asia Investment Strategy

## CONTRIBUTEURS

---

### **Christopher Baggini, CFA**

Global Head of Equity Strategy

### **Jeff Eshleman**

Global Markets Research,  
Chief Investment Office

### **Madison Faller, CFA**

EMEA Investment Strategist

### **Stephanie Roth**

Senior Markets Economist

### **Ian Schaeffer**

U.S. Investment Strategist

### **Olivia Schwern**

U.S. Investment Strategist

### **Joe Seydl**

Senior Markets Economist

### **Dr. David Stubbs**

Global Head of Thematic Investing

### **Desmond Supple**

Fixed Income Portfolio Manager,  
Chief Investment Office

### **Franco Uccelli**

Senior Emerging Markets Economist

# Préambule

---

L'année 2021 a apporté des éclaircissements - les économies se sont avérées résilientes, les marchés ont repris de la vigueur - à l'issue de la confusion qui a régné en 2020.

À l'approche du Nouvel An, il y a certainement des risques à gérer - inflation, pénuries de main-d'œuvre, pandémie atténuée, mais persistante. Fondamentalement, nous sommes optimistes. Nous considérons qu'il existe une base solide pour un cycle dynamique à venir.

Comme toujours, nous restons concentrés sur ce qui compte le plus : les objectifs de nos clients. Nous sommes convaincus qu'une compréhension approfondie des priorités financières de nos clients nous permet de construire des portefeuilles qui, sur le long terme, pourront résister à toutes les turbulences.

Dans le cadre de ce processus, nous nous appuyons sur notre groupe chargé de la stratégie pour nous aider à identifier les risques et les opportunités auxquels les investisseurs pourront être confrontés. Nous vous invitons à lire nos Perspectives en considérant vos objectifs financiers à long terme, et à contacter votre interlocuteur J.P. Morgan pour discuter des implications de ces perspectives pour vous et votre famille.

Je vous remercie pour la confiance que vous nous accordez.

Bonnes fêtes de fin d'année.

**David Frame**

CEO, U.S. Private Bank

**Martin Marron**

CEO, International Private Bank



# Préparons- nous à un cycle dynamique

La plupart des marchés risqués ont généré des rendements exceptionnels en 2021 alors que l'économie mondiale continue de se relever de la pandémie de Covid-19. Pourtant, ces derniers mois, les investisseurs se sont concentrés sur les risques potentiels qui pèsent sur la croissance économique et les rendements de marché. L'inflation complique la politique des banques centrales, les pénuries d'approvisionnement affectent la production et le Covid-19 reste une préoccupation pour les consommateurs, les entreprises et les investisseurs.

Parallèlement, la crise mondiale a clairement modifié les priorités des décideurs, renforcé la situation financière des ménages et les bilans des entreprises et accéléré l'innovation. Cette nouvelle réalité pourrait poser les bases d'un environnement économique bien plus dynamique que la croissance atone et la faible productivité qui ont caractérisé une grande partie des années 2010. Ces évolutions pourraient avoir des conséquences importantes pour les investisseurs, notamment ceux qui sont encore positionnés en vue d'une répétition du cycle précédent.

Certes, il existe quelques défis. À l'échelle mondiale, l'évolution du virus continuera probablement à avoir des répercussions importantes sur l'économie. Aux États-Unis, les marchés seront attentifs à la réponse de la politique monétaire aux pressions sur les prix et à l'état du marché du travail. Enfin, la transition en cours en Chine présente un risque de ralentissement à court terme. À plus long terme, l'économie mondiale pourrait devoir s'adapter à une croissance structurellement plus lente de la deuxième économie mondiale.



Compte tenu de l'interaction entre les économies et les marchés, les rendements des portefeuilles d'actifs risqués devraient être attrayants. La croissance des bénéfices devrait propulser les marchés boursiers des pays développés vers de nouveaux points hauts. Le maintien d'un environnement de forte croissance, caractérisé par une inflation saine, constituera sans doute un facteur défavorable pour les obligations. Toutefois, compte tenu de l'incertitude sous-jacente, nous nous concentrons sur l'équilibre dans le positionnement largement optimiste de notre portefeuille.

Lorsque vous lisez nos perspectives, n'oubliez pas que le positionnement de votre propre portefeuille doit refléter votre plan fondé sur vos objectifs, votre cadre d'investissement et votre tolérance au risque.

Avant d'envisager les changements les plus judicieux pour votre portefeuille, nous vous recommandons de faire le point sur votre positionnement actuel et de confirmer ce que vous-même et votre famille attendez de votre portefeuille.

Vos actifs sont-ils réservés à votre mode de vie ? Votre héritage ? Destinés à croître à l'infini ? Ou avez-vous besoin d'y avoir accès à court terme ? Gardez ces réponses à l'esprit lorsque vous étudierez nos opinions sur les économies et les marchés et que vous prendrez des décisions concernant la construction de votre propre portefeuille.

# Préparez-vous à tirer le meilleur parti de 2022.

Voici les principaux facteurs qui, à notre avis, animeront les marchés au cours de l'année à venir :

## VUE D'ENSEMBLE

Les bases d'un cycle dynamique

08–18

L'évolution des priorités des décideurs politiques

19–28

La bonne santé des entreprises et la vigueur de la consommation

29–35

La poursuite de l'innovation

## PRINCIPALES PRÉOCCUPATIONS

Surveiller les contre-courants

37–44

La réponse monétaire aux pressions sur les prix et le marché du travail

45–50

L'exercice d'équilibrage de la Chine

51–56

Le passage d'une maladie pandémique à une maladie endémique

# Les bases d'un cycle dynamique

La crise mondiale a modifié les priorités des décideurs, renforcé la situation des ménages & les bilans des entreprises et accéléré l'innovation. Cette évolution devrait ouvrir la voie à une croissance économique plus vigoureuse dans les années 2020 que durant les années 2010.

VUE D'ENSEMBLE

---

# Les priorités des décideurs politiques évoluent

# L'objectif du soutien budgétaire est différent aujourd'hui, une fois l'urgence passée

Le pic du soutien budgétaire est sans doute derrière nous, et aujourd'hui, la priorité s'oriente vers des propositions de dépenses à long terme, telles que les infrastructures

---

## ÉTATS-UNIS

Les lois sur les infrastructures prévoient d'affecter des milliards de dollars aux dépenses d'infrastructure, aux systèmes Internet haut débit et aux énergies propres, et de financer d'autres priorités telles que la garde d'enfants et la santé.

---

## AMÉRIQUE LATINE

Les gouvernements ont généralement entamé un processus de durcissement budgétaire après avoir presque épuisé leur marge de manœuvre pour lutter contre la crise du Covid-19. La politique monétaire se durcit également dans un contexte de pressions inflationnistes élevées.

---

## EMEA

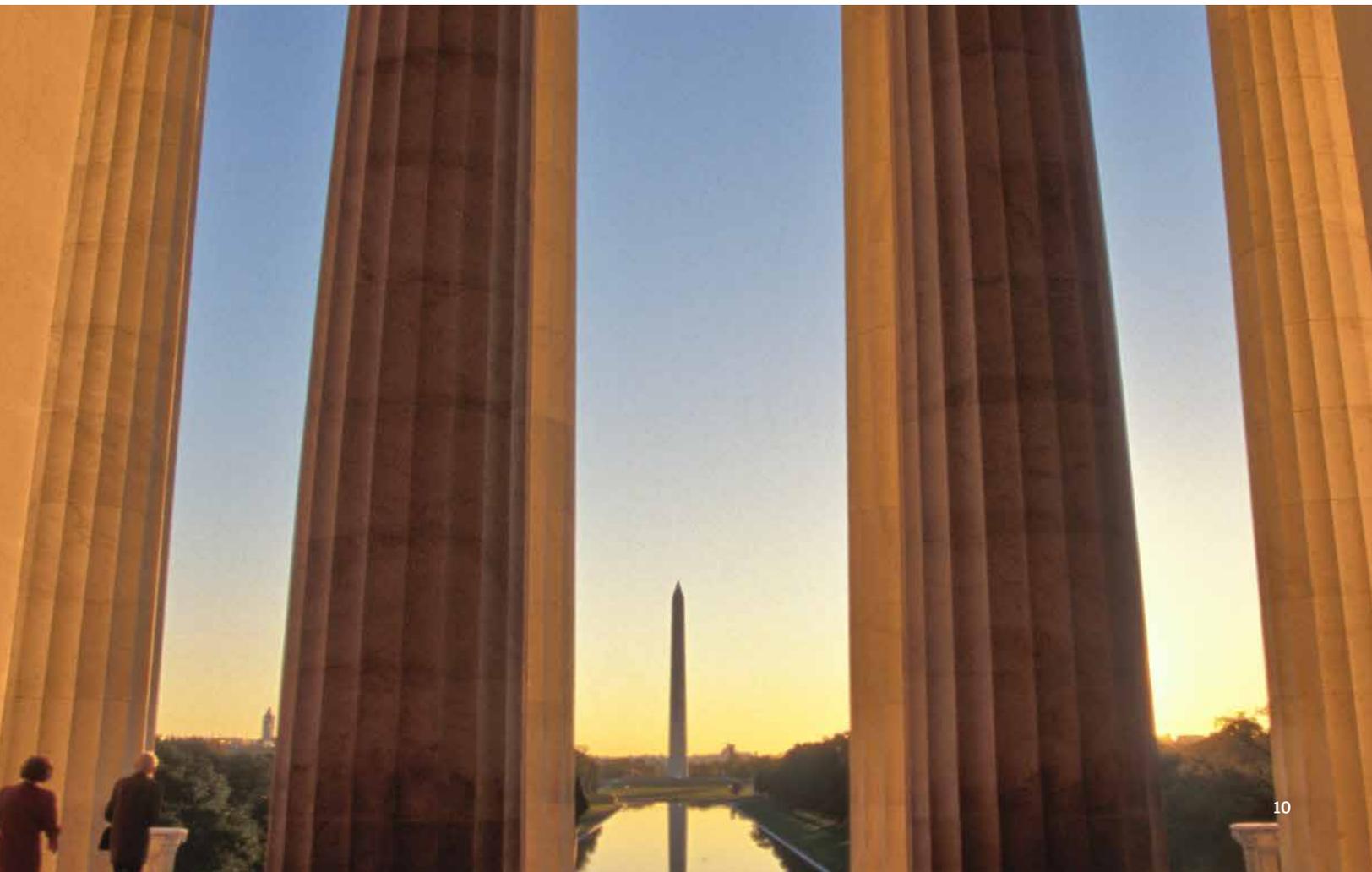
Le plan de relance et le pacte vert de l'UE sont axés sur la recherche et l'innovation, la digitalisation, la modernisation et la relance ainsi que l'adoption de normes strictes pour faire face aux problèmes climatiques et les combattre.

---

## ASIE

Le soutien budgétaire varie selon les pays. De nombreuses économies en développement disposent d'une marge de manœuvre budgétaire, tandis que les économies développées ont mis en œuvre un assouplissement budgétaire important. La Chine, principal moteur de la croissance dans la région, semble durcir sa politique afin de réduire la part de l'investissement immobilier et de réorienter son économie.

À bien des égards, la crise du Covid-19 s'apparentait davantage à une guerre ou à une catastrophe naturelle qu'à une récession économique, et les décideurs politiques ont réagi avec force. À l'échelle mondiale, les engagements de dépenses post-pandémie ont totalisé près de 20 000 milliards de dollars, des niveaux inédits de dépenses budgétaires en proportion du PIB depuis la Seconde Guerre mondiale.



# États- Unis

---

**En réponse à la pandémie, le  
Congrès et la Maison-Blanche  
ont dépensé plus de**

**4 000  
milliards  
de dollars**

**Le Congrès envisage de  
dépenser au cours des  
10 prochaines années un  
montant supplémentaire de**

**2 000  
milliards de  
dollars**

Aux États-Unis, le Congrès et la Maison-Blanche ont dépensé plus de 4 000 milliards de dollars pour faire face à la pandémie, et les responsables politiques débattent aujourd'hui de la possibilité de dépenser 2 000 milliards de dollars supplémentaires au cours des dix prochaines années. L'ambitieux programme du président Joe Biden - s'il est adopté, ne serait-ce qu'en partie - aurait des conséquences économiques importantes. À l'heure où nous écrivons ces lignes, le programme « Reconstruire en mieux » de Joe Biden stimulerait les dépenses d'infrastructures physiques, de recherche et développement technologique (robotique, intelligence artificielle et biotechnologie, par exemple), subventionnerait la production nationale de semi-conducteurs et soutiendrait le développement de technologies propres. D'autres mesures concernant l'éducation, la garde d'enfants et les chaînes d'approvisionnement pourraient avoir des retombées économiques positives à long terme.

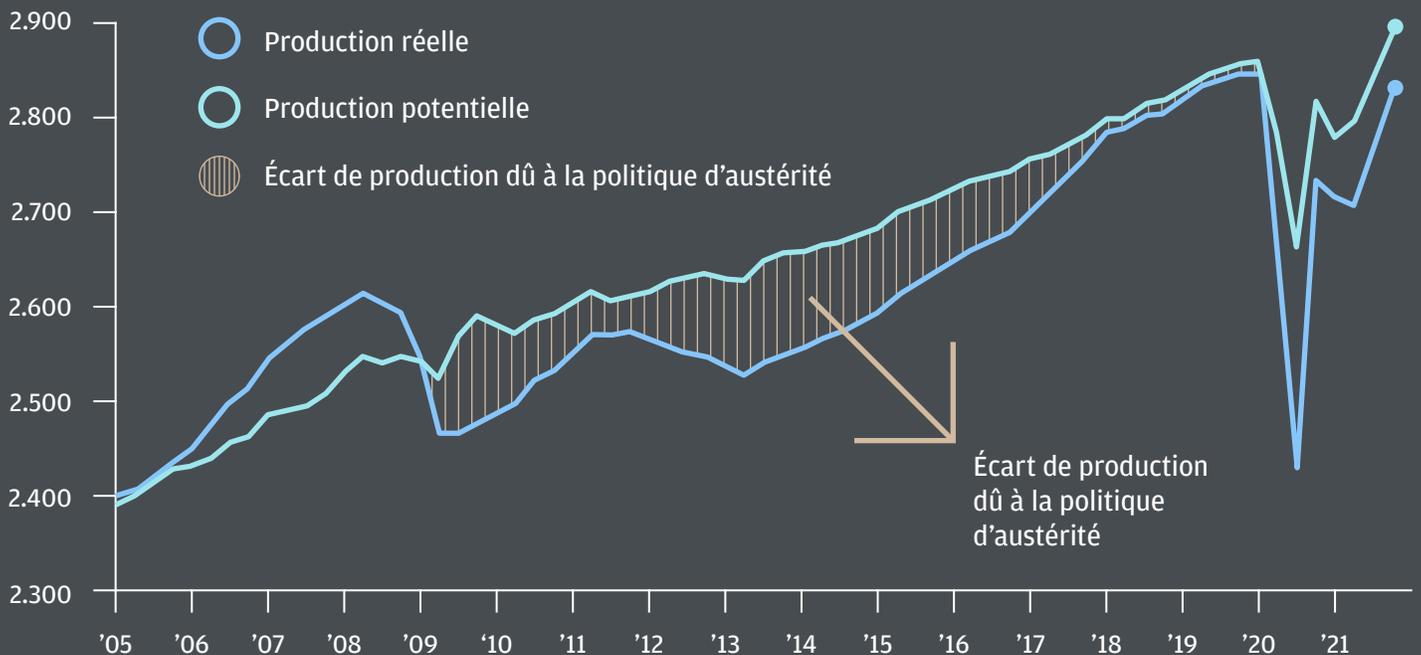
La hausse des impôts permettra de financer une partie des coûts de ces politiques américaines. Les taux d'imposition des familles disposant d'un revenu élevé sont susceptibles d'augmenter, rendant plus indispensables la structuration et la planification des actifs. Bien que le taux légal de l'impôt sur les bénéfices puisse rester stable, les modifications apportées à l'impôt sur les bénéfices tirés d'actifs incorporels et un impôt minimum sur les bénéfices grèveront probablement les bénéfices. Toutefois, les modifications de l'impôt sur les sociétés ne seront probablement pas suffisantes pour neutraliser la croissance des bénéfices que nous anticipons grâce aux ventes et au levier opérationnel. Nous ne craignons pas non plus que la hausse des impôts freine les investissements des entreprises.

# Europe

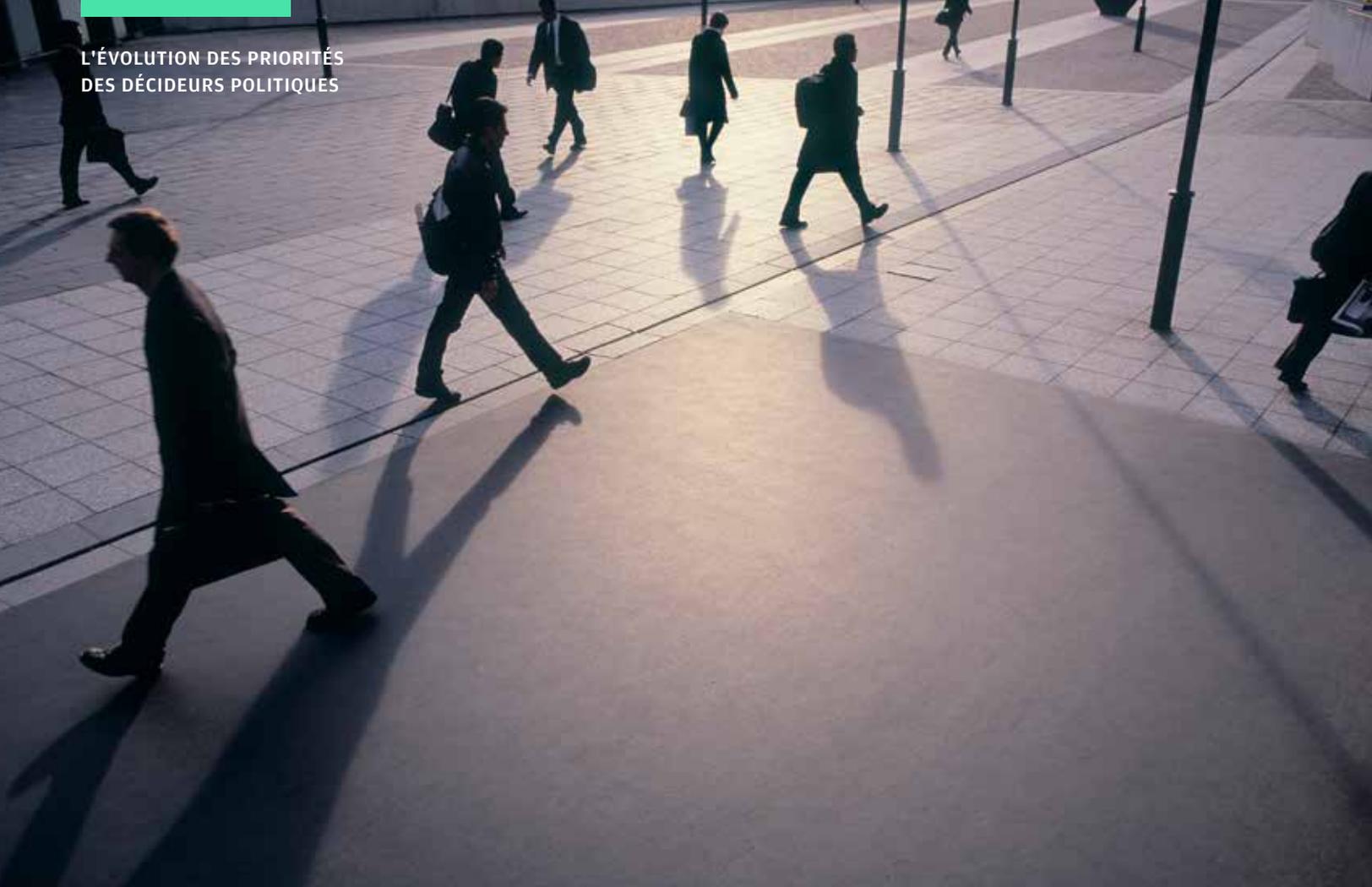
Nous pensons que les mesures de relance budgétaire continueront d'être une force puissante - ce qui contraste fortement avec le début des années 2010, lorsque l'austérité budgétaire a nui à des économies déjà faibles.

## LA POLITIQUE D'AUSTÉRITÉ EN EUROPE A CONTRIBUÉ À UNE REPRISE ATONE DURANT LES ANNÉES 2010

Production réelle et production potentielle de la zone euro, milliards d'euros



Sources : Oxford Economics, Haver Analytics. 3e trimestre 2021.



À l'issue de la crise financière, la production réelle n'a jamais retrouvé son potentiel (le produit intérieur brut théorique à long terme de l'économie). Aujourd'hui, l'Union européenne a accepté de dépenser plus de 2 000 milliards d'euros jusqu'en 2027 pour la reconstruction post-pandémie. Les domaines d'intervention de l'UE comprennent l'innovation numérique, la recherche, les dépenses consacrées au climat et les programmes de préparation aux pandémies. Pour compenser le coût : proposition de taxes sur les transactions financières, de taxes sur le numérique et de « contributions financières » des entreprises. Toutefois, nous estimons que ces dépenses seront un avantage net pour les économies et les marchés.

Les règles budgétaires strictes de l'Europe ont été suspendues pendant deux ans, et des changements permanents paraissent probables. Il semble peu justifié sur le plan économique de maintenir un budget équilibré lorsque les coûts d'emprunt sont négatifs. Toutefois, le soutien continu de la Banque centrale européenne paraît essentiel au maintien de coûts d'emprunt gérables pour les pays périphériques. Malgré la persistance des problèmes structurels liés à l'union monétaire, la pandémie a donné naissance à une Europe continentale plus intégrée et l'orientation de la politique budgétaire est beaucoup plus favorable au marché<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Le déficit budgétaire de la zone euro en pourcentage du PIB (un indicateur du soutien budgétaire à l'économie) est toujours plus important qu'il ne l'était au plus fort de la crise financière mondiale, bien que la croissance ait rebondi bien plus rapidement cette fois-ci. Certes, les déficits budgétaires vont diminuer, mais cette situation indique que la politique budgétaire crée des conditions beaucoup plus favorables qu'auparavant.

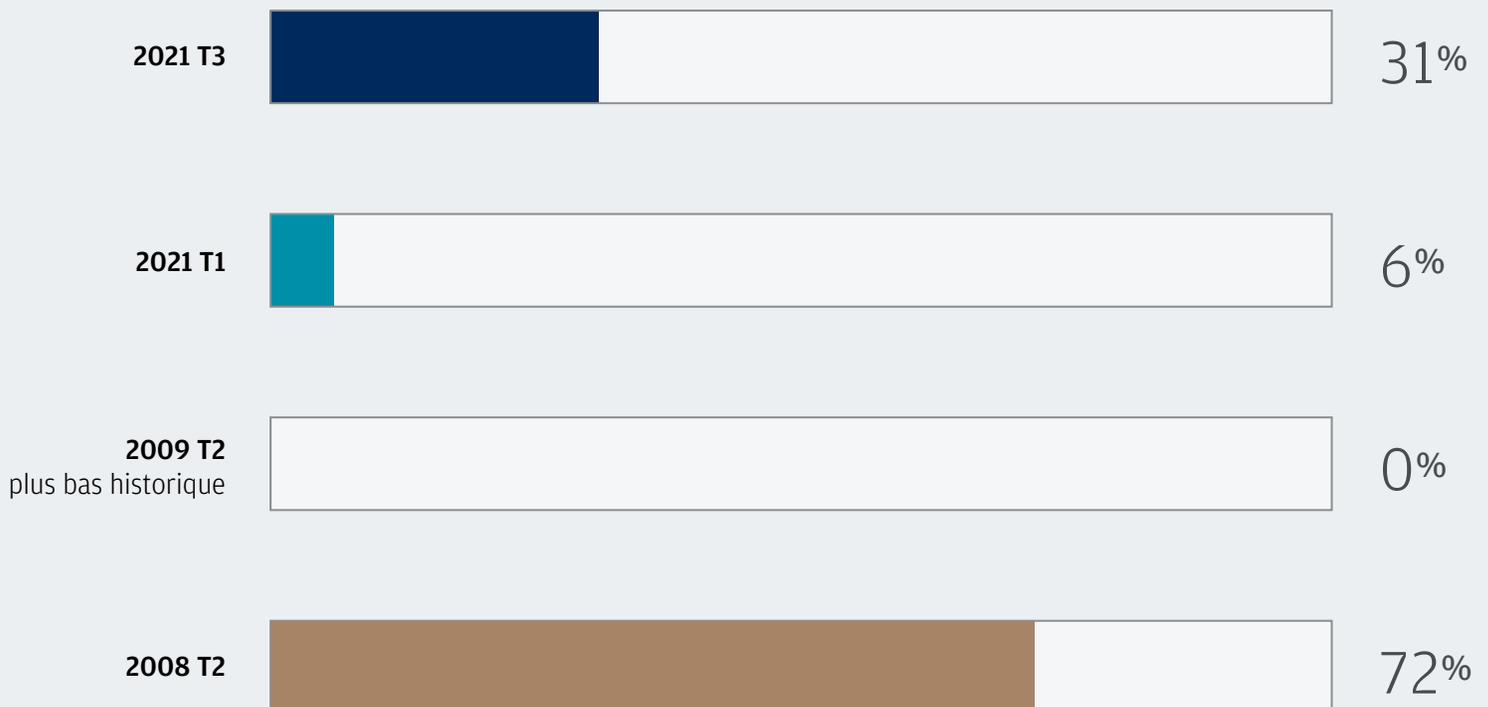
## L'ÉVOLUTION DES PRIORITÉS DES DÉCIDEURS POLITIQUES

Sur le plan monétaire, la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne (BCE) sont résolues à accroître le taux d'inflation et le taux d'emploi. Le nouveau régime de ciblage flexible de l'inflation moyenne (« Flexible Average Inflation Targeting ») de la Réserve fédérale semble témoigner de sa volonté de tolérer des dépassements de l'objectif d'inflation pour soutenir le marché du travail. La Réserve fédérale

devrait éviter un durcissement offensif de sa politique monétaire, même face aux taux d'inflation les plus élevés depuis 10 ans. De même, la BCE a également dévoilé une nouvelle stratégie qui devrait mettre fin à l'axiome selon lequel l'objectif de 2 % était un plafond pour l'inflation, et non un objectif symétrique.

### DANS L'ENSEMBLE, UN CYCLE DE DURCISSEMENT EST ENTAMÉ...

% des banques dont la dernière mesure était un relèvement



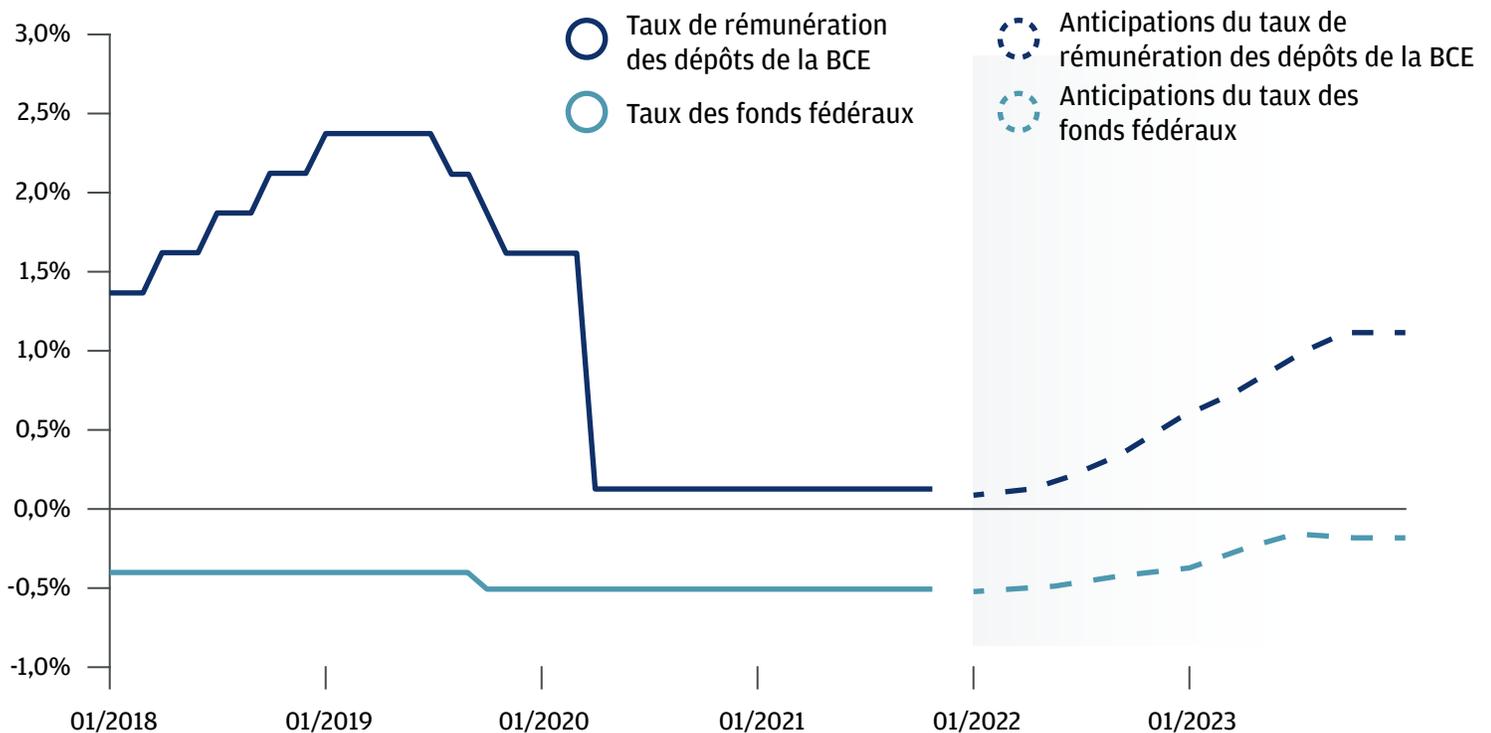
Source : Factset. Données au 31 octobre 2021. Comprend 32 banques centrales.

Les réorientations des deux Banques centrales devraient soutenir les marchés en 2022 et au-delà.

Les autres banques centrales évoluent dans d'autres directions. Les banques centrales des marchés développés de Norvège, de Nouvelle-Zélande, du Canada et du Royaume-Uni ont toutes pris des mesures visant à un durcissement de la politique monétaire. Les divergences de politique peuvent conduire à des opportunités tactiques dans les régions et sur les marchés monétaires, mais les politiques conduites par la Réserve fédérale et la BCE (ainsi que par la Banque populaire de Chine) représentent probablement un élément déterminant pour les actifs risqués mondiaux.

### ... MAIS LES MARCHÉS CONTINUENT D'ANTICIPER QUE LA RÉSERVE FÉDÉRALE ET LA BCE RESTERONT PATIENTES EN 2022

Taux directeur, %



Source : Bloomberg Finance L.P. 21/11/2021.

# Marchés émergents



Dans les marchés émergents,  
l'orientation politique est nettement  
moins favorable aux investisseurs.

Les décideurs chinois ont mené une campagne visant à rééquilibrer les moteurs de la croissance et à restructurer l'économie. Leurs efforts comprennent un nouveau durcissement dans le secteur de l'immobilier, une évolution rapide de la réglementation relative à Internet, des objectifs ambitieux face au changement climatique et de nouvelles campagnes sociales sur les inégalités et les valeurs familiales. Les décideurs qui poursuivent des réformes et ont des priorités à long terme ont été prêts à le faire au détriment de la croissance à court terme. À moyen terme, les investisseurs devront probablement accepter les conséquences d'une croissance structurelle plus lente en Chine. Cette situation pourrait être plus viable, mais la transition présente des risques à court terme.

En Amérique latine, un éventuel glissement vers le populisme pourrait avoir de graves répercussions économiques négatives pour la région.

Jusqu'ici, les résultats des récentes élections sont mitigés, sur fond de mécontentement social croissant concernant la gestion par les gouvernements de la pandémie et de la crise économique qui en découle. Certains pays, comme le Chili, ont voté contre les alternatives populistes, contrairement à d'autres pays, tels que le Pérou.

Les candidats de gauche arrivent en tête dans les sondages préliminaires avant les élections présidentielles clés prévues en 2022 dans des pays puissants tels que le Brésil et la Colombie. On craint de plus en plus que l'incertitude électorale ait un impact négatif sur la consommation et l'investissement.





---

Globalement, les implications du contexte politique mondial sur l'investissement semblent claires. Nous privilégions les actifs risqués tels que les actions et les obligations à long terme aux obligations de grande qualité. En outre, nous préférons les marchés développés aux marchés en développement, mais, plus important encore, nous sommes plus attentifs aux moteurs de revenus et à la qualité des bénéfices qu'aux pays. Partout, les secteurs bénéficiaires de mesures de soutien tels que les semi-conducteurs, les énergies propres et les véhicules de nouvelle génération devraient se renforcer.



VUE D'ENSEMBLE

---

Les ménages  
sont prêts  
à dépenser,  
les entreprises  
à en bénéficier

La réponse politique offensive face à la pandémie a empêché une récession auto-alimentée et a soutenu la situation financière des ménages et les bilans des entreprises. La solidité financière des ménages et des entreprises devrait perdurer à l'avenir.

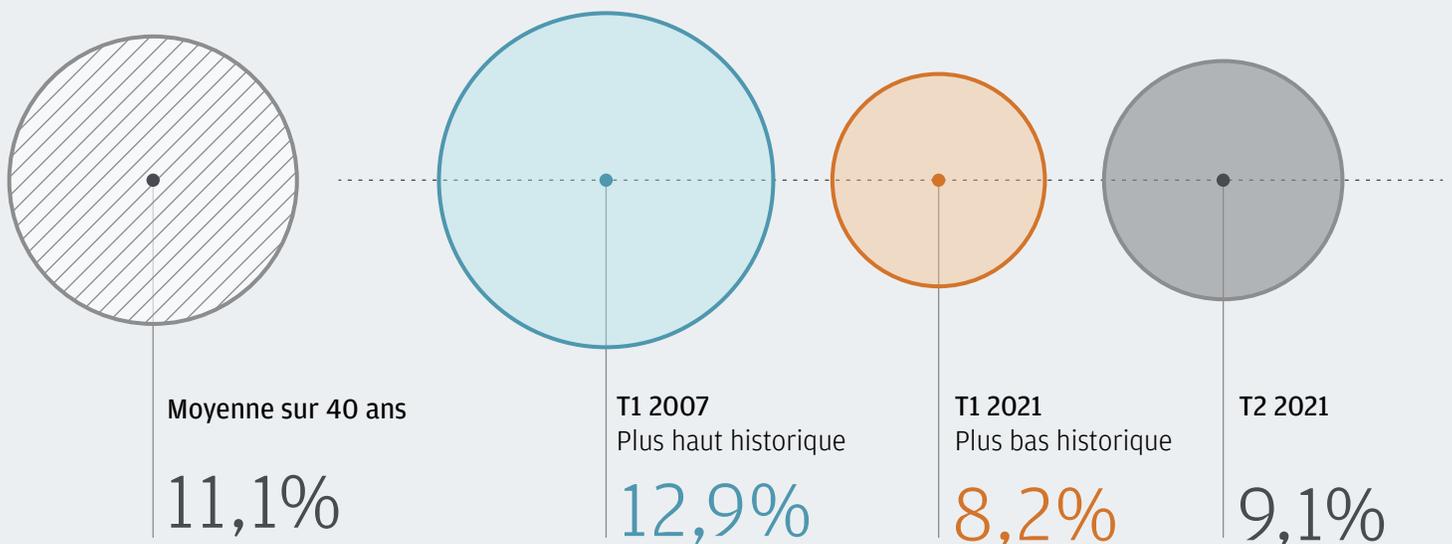
## LES MÉNAGES SONT PRÊTS À DÉPENSER, LES ENTREPRISES À EN BÉNÉFICIER

La richesse nette des ménages atteint un niveau inédit, le service de la dette n'a jamais été aussi bas et la confiance des consommateurs peut encore rebondir. Dans l'ensemble des pays développés, l'épargne des ménages est élevée. Les consommateurs américains ont épargné près de 2 500 milliards de dollars de plus par rapport à la tendance pré-pandémie. Cette évolution contraste fortement avec la situation qui a suivi la crise financière mondiale, où la chute de la valeur des logements et la baisse des prix des actions ont grevé la richesse des ménages.

Soyez déterminé quant à l'utilisation de l'épargne excédentaire que vous avez cumulée pendant la pandémie. Définissez votre panier de liquidités et investissez le reste en fonction de vos objectifs à long terme.

## LE SERVICE DE LA DETTE DES MÉNAGES EST TOMBÉ À UN POINT BAS HISTORIQUE

Service de la dette en % du revenu disponible des particuliers



Source : Federal Reserve Board. Données du 2e trimestre 2021.

## LES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES AMÉRICAINES ATTEIGNENT DES POINTS HAUTS HISTORIQUES

Pourcentage du PIB



○  
Bénéfices des entreprises dans l'ensemble  
de l'économie  
(milliards, USD, corrigés des variations  
saisonniers)

○  
Résultat opérationnel des 4 derniers  
trimestres des sociétés du S&P 500  
(milliards, USD)

Sources : Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics. Données du 2e trimestre 2021.



Le quartile supérieur des revenus tire son épingle du jeu.

Les 20 % de salariés les mieux rémunérés ont vu leur patrimoine net augmenter d'un montant stupéfiant de 17 000 milliards de dollars entre décembre 2019 et la mi-2021. De même, les groupes intermédiaires en termes de richesse et de revenu ont connu une forte augmentation. La richesse nette du 20e au 80e centile de revenus est en hausse de plus de 6 000 milliards de dollars, et la dette rapportée à l'actif est à son plus bas niveau depuis le début des années 1990.

Les emplois abondent, et les employeurs paient une prime pour attirer les salariés.



Le taux de démission aux États-Unis est à son plus haut niveau depuis 2000, ce qui semble témoigner d'une forte demande de main-d'œuvre (les gens quittent généralement leur emploi lorsqu'ils ont la certitude d'en trouver un autre). Globalement, les salaires augmentent de 4-5 % par an, soit le rythme le plus élevé depuis le milieu des années 2000, et l'on observe la plus forte proportion jamais enregistrée de petites entreprises prévoyant d'augmenter les salaires. Notons que la hausse des salaires est la plus importante pour les niveaux de revenus les moins élevés.

Cette tendance semble être mondiale. Au Royaume-Uni, par exemple, le rapport actuel entre le nombre d'emplois vacants et le nombre d'emplois pourvus est également le plus élevé jamais enregistré. Dans l'ensemble, les travailleurs n'ont jamais eu autant de poids pour fixer le prix de leur travail depuis les années 1990. Si certains éléments laissent penser que le rythme actuel de la croissance des salaires va se modérer, il sera probablement beaucoup plus sain qu'au cours de la période qui a suivi la crise financière mondiale.

---

4-5%

**Les salaires augmentent de 4-5 % par an, soit le rythme le plus élevé depuis le milieu des années 2000**

## ÉPARGNE EXCÉDENTAIRE DES MÉNAGES

En % du revenu des ménages, épargne  
réelle cumulée depuis le 4e trimestre 2019  
moins le rythme de 2019

4<sup>e</sup> trimestre  
2020

4<sup>e</sup> trimestre  
2021

### Total des marchés développés\*



### États-Unis



### Union européenne



### Royaume-Uni



### Japon



\*États-Unis, Royaume-Uni, Union européenne et Japon.  
Source : J.P. Morgan, 28 octobre 2021.



Dans cette situation, les consommateurs des pays développés devraient être le moteur de la demande et de la croissance économique l'année prochaine et au-delà.

Les secteurs qui étaient à la traîne lors de la reprise consécutive à la crise financière, tels que le logement et l'automobile, pourraient peut-être caracoler en tête du cycle actuel. Le parc immobilier américain est aujourd'hui loin de répondre à la demande. Les prix des logements ont augmenté, mais les faibles taux des prêts hypothécaires et la croissance des revenus maintiennent les logements à un niveau abordable<sup>2</sup>. Le passage à des régimes de travail plus flexibles devrait permettre aux gens de quitter les villes et leurs périphéries pour s'installer dans des banlieues et des zones périurbaines relativement moins chères. Parallèlement, l'innovation dans l'industrie automobile, notamment l'électrification et la conduite assistée, pourrait conduire à un cycle de modernisation prolongé aux États-Unis et dans le monde.

<sup>2</sup> Selon l'indice d'accessibilité au logement de la National Association of Realtor, qui tient compte du revenu médian et des taux des prêts hypothécaires en cours, les logements occupés par leur propriétaire sont plus abordables aujourd'hui qu'ils ne l'étaient à n'importe quel moment entre 2000 et 2010.

## Pour les entreprises, le point de départ est tout aussi impressionnant.

Les bénéfices et les marges n'ont jamais été aussi élevés, les spreads des obligations « investment grade » n'ont jamais été aussi bas et la demande est forte. Dans les pays développés, le secteur financier semble solide et disposé à prêter. Les sociétés du S&P 500 ont traduit une croissance économique mondiale d'environ 6 % et une hausse du chiffre d'affaires de 15 % en une croissance des bénéfices de 45 % en 2021. Ce levier opérationnel a surpris les investisseurs et a entraîné une appréciation d'environ 25 % du cours de l'indice.

Les bénéfices européens ont été encore plus remarquables (bien qu'ils soient partis d'un point plus bas). Une croissance du chiffre d'affaires de 10 % a généré une augmentation des bénéfices de 64 % dans la région, et les actions européennes ont suivi le rythme de leurs homologues américaines en monnaie locale pour la première fois depuis 2018. Si nous anticipons une certaine décélération en 2022, les bénéfices ont encore la possibilité de réserver des surprises à la hausse.



---

## À moyen terme, l'économie mondiale devrait s'efforcer de résoudre les problèmes apparus en 2021.

La demande de biens durables a bondi, ce qui a pris les fournisseurs au dépourvu et a saturé les chaînes d'approvisionnement. Ces dernières ont besoin d'être renforcées, ce qui devrait conduire à de nouveaux investissements. Les stocks sont épuisés et doivent être reconstitués. L'ensemble de ces dépenses devrait soutenir les nouvelles commandes, l'emploi, l'industrie manufacturière, le commerce et, in fine, le chiffre d'affaires et les bénéfices. Enfin, les dépenses de consommation devraient se rééquilibrer en faveur des services au fur et à mesure que la pandémie faiblit, ce qui devrait être un autre facteur d'atténuation des pressions pesant sur les chaînes d'approvisionnement qui, sinon, ne bénéficieraient pas d'un grand répit.

Tandis que les cicatrices de la pandémie sont plus marquées dans les pays en développement, les entreprises et les ménages des pays développés devraient être en mesure de consolider les gains qu'ils ont réalisés pendant la pandémie.

VUE D'ENSEMBLE

---

Une nouvelle  
ère d'innovation  
porte la  
création de valeur

La pandémie a ancré certaines mégatendances clés : la transformation numérique, l'innovation dans la santé et la durabilité.

---

Comment « doser » les investissements dans les mégatendances clés ? Ils sont les mieux adaptés à vos objectifs à long terme, avec des allocations potentiellement plus importantes pour les actifs ayant l'horizon temporel le plus long et la plus grande capacité de risque.

## La digitalisation de l'économie mondiale a pris de l'ampleur.

L'innovation dans le domaine de la santé a permis de fournir des vaccins efficaces à une vitesse étonnante. Les décideurs politiques et les entreprises restent déterminés à investir dans la lutte contre le changement climatique.

Ces tendances devraient continuer à stimuler la recherche et le développement, les investissements et la création de valeur.

Au cours de ces dernières années, des innovations ont été développées dans les domaines du commerce électronique, du matériel technologique, du cloud et de la cybersécurité. Les dépenses liées au commerce électronique sont 20 % plus élevées qu'avant la pandémie, et les dépenses mondiales en matière de cybersécurité pour l'informatique dématérialisée ont progressé à un rythme de 40 % en 2021. Tous ces secteurs ont bénéficié de l'augmentation du temps passé en ligne.<sup>3</sup>

Au cours des prochaines années, la transformation numérique de l'économie devrait se poursuivre à un rythme soutenu : l'automatisation dans les secteurs de la production de biens et des services va probablement progresser, sans doute catalysée par des pénuries sur le marché du travail. L'intelligence artificielle et l'apprentissage automatique continueront de favoriser l'émergence de nouvelles technologies telles que les assistants vocaux et la conduite autonome.

### LES ENTREPRISES INVESTISSENT DANS L'INNOVATION

Dépenses en logiciels, traitement de l'information et recherche et développement  
en % du PIB américain



Sources : Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office. Données du 3e trimestre 2021.

<sup>3</sup> Un autre exemple : la pénurie de semi-conducteurs a en réalité été induite par la forte augmentation de la demande de biens de la part des consommateurs. Presque tous les produits contiennent un semi-conducteur aujourd'hui !

# Transformation digitale



Dans l'industrie automobile, à bien des égards l'épicentre de la disruption, l'électrification de la flotte mondiale se révélera être une force puissante.

Un point de données est révélateur : les véhicules électriques contiennent au moins quatre fois plus de semi-conducteurs que les véhicules équipés de moteur à combustion interne.

Outre l'automobile, la transformation numérique est de plus en plus courante dans les secteurs de la finance (paiements et blockchain), du commerce de détail (réalité augmentée), du divertissement (algorithmes de préférence) et de la santé (médecine prédictive alimentée par l'intelligence artificielle). Le métavers pourrait représenter la majeure partie de la vie numérique, pour le meilleur ou pour le pire.

Le cloud continue de progresser. Avant la pandémie, 20 % à 30 % du travail était effectué dans le cloud. Les dirigeants estimaient qu'il faudrait 10 ans pour que ce chiffre atteigne 80 %. Aujourd'hui, ce chiffre pourrait être atteint en trois ans. Pour l'investisseur, les crypto-actifs pourraient représenter une opportunité intéressante à long terme.

# Innovation dans le domaine de la santé

Dans le secteur de la santé, les scientifiques cherchent à savoir si la technologie ARNm à l'origine de vaccins efficaces pourrait être utilisée pour traiter d'autres maladies.

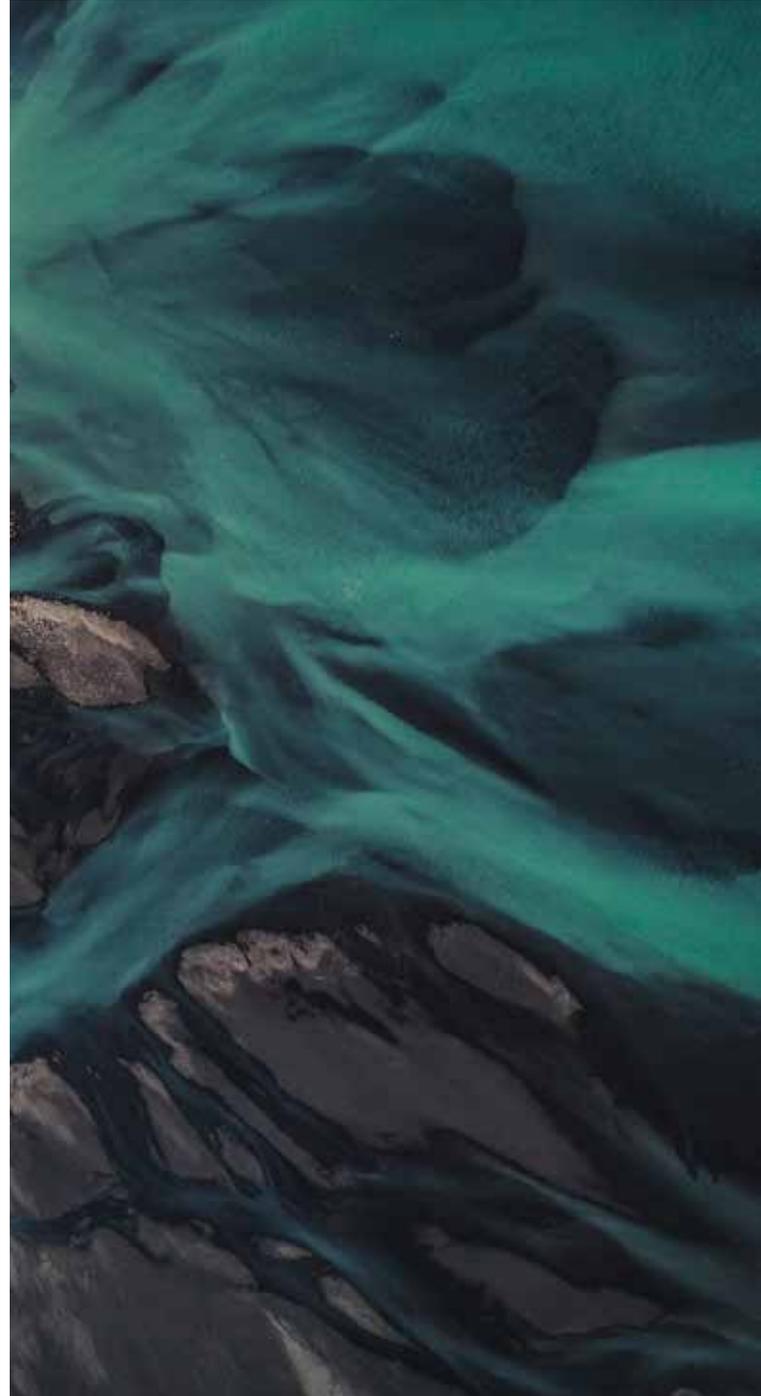
Compte tenu de l'accélération de l'innovation dans le domaine, le secteur devrait devenir plus personnalisé, plus axé sur les soins préventifs et plus numérique. Les dispositifs connectés portables, la télémédecine et l'édition de gènes sont d'autres domaines d'investissement dignes d'intérêt.



# Durabilité

Les politiques de soutien des États-Unis, de l'Europe et de la Chine, ainsi que les catastrophes naturelles plus fréquentes et plus dévastatrices, soulignent l'importance de l'investissement durable.

Selon certaines estimations, 4 000 à 6 000 milliards de dollars par an seront nécessaires durant cette décennie pour décarboner l'économie mondiale. Pour atteindre l'objectif du président Biden de décarboner le réseau électrique d'ici 2035, les États-Unis devront investir jusqu'à 90 milliards de dollars par an dans de nouvelles capacités de production éolienne et solaire. Malgré des valorisations élevées, il existe à notre avis des opportunités dans les technologies propres comme le captage du carbone, le stockage sur batterie, les sources d'énergie renouvelable et l'efficacité énergétique. L'économie circulaire et l'agro-technologie sont également des domaines d'intérêt. Les marchés de la compensation carbone pourraient également offrir des opportunités aux investisseurs tactiques.



---

Lorsque nous évaluons les opportunités que présentent nos trois mégatendances, nous estimons qu'il est essentiel de diversifier les régions, les styles d'investissement et les secteurs. Nous pouvons également nous concentrer sur les catalyseurs des mégatendances : cybersécurité, intelligence artificielle, cloud et semi-conducteurs. Une nouvelle ère d'automatisation est non seulement prometteuse pour les portefeuilles bien positionnés, mais elle pourrait également entraîner une plus forte croissance de la productivité dans l'ensemble de l'économie.



# Surveiller les contre-courants

Malgré le potentiel évident d'un cycle économique plus dynamique, l'environnement est également parsemé de défis. Nous sommes convaincus que l'expansion économique se poursuivra jusqu'en 2022, mais sa vigueur sera probablement déterminée par la réponse monétaire à l'inflation, le succès relatif des décideurs chinois pour rééquilibrer leur économie, et le rythme de la transition d'une maladie pandémique à une maladie endémique.

PRINCIPALES PRÉOCCUPATIONS

---

# Inflation et politique monétaire

Certaines banques centrales mondiales ont déjà entamé un cycle de relèvement des taux. Les investisseurs commencent à se demander quand la Réserve fédérale entrera dans la danse.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Au Brésil, par exemple, la Banque centrale a augmenté ses taux directeurs de 4,25 % depuis mars, et la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et d'autres semblent prêtes à se lancer dans un cycle de resserrement offensif. Malgré les hausses de taux, l'inflation au Brésil se maintient à un rythme de 10 %, de sorte que la mesure dans laquelle le durcissement opéré par une banque centrale pourrait résoudre les problèmes d'inflation qui se produisent à l'échelle mondiale fait débat.

Le marché semble maintenant indiquer que le relèvement des taux directeurs aura lieu au milieu de l'année prochaine et que les taux à court terme avoisineront 1% à la fin de l'année.

La Réserve fédérale devrait à notre avis tarder un peu plus à relever les taux. Un contexte d'inflation modérée (notre scénario de base) devrait donner à la Banque centrale américaine une certaine marge de manœuvre lui permettant d'attendre que le marché du travail se rapproche davantage de sa tendance pré-pandémie.

En 2021, l'inflation sous-jacente élevée aux États-Unis (hors alimentation et énergie) a été tirée par la forte augmentation de la demande de biens. Les chaînes d'approvisionnement ont été mises à rude épreuve. Ces dernières années, elles se sont adaptées à une période prolongée d'activité économique modérée, à une demande morose et à l'incertitude liée aux tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

Aujourd'hui, les dépenses réelles en biens sont supérieures de 15% à leur niveau pré-pandémie. Les importations en provenance de Chine et du reste de l'Asie ont bondi, mais l'offre n'a pas pu suivre la demande, notamment en raison des perturbations dues aux politiques strictes de confinement liées au Covid-19. Cette situation a également entraîné une pénurie de semi-conducteurs, ce qui a exacerbé la flambée des prix dans le secteur automobile. En fait, près de 30% de la hausse des prix à la consommation aux États-Unis en 2021 a été due à l'automobile, alors que ce secteur ne représente que 7% du panier de la ménagère.

---

La protection contre l'inflation est essentielle pour atteindre vos objectifs à long terme. À l'aube de 2022, vous pouvez construire un portefeuille qui tient compte des risques d'inflation et les atténue.

L'inflation des prix  
des biens devrait être  
transitoire.

À mesure que la pandémie reculera, les consommateurs devraient réorienter leurs dépenses des biens vers les services. Les tensions dans les chaînes d'approvisionnement devraient s'atténuer et si les investissements directs étrangers se sont effondrés, les échanges commerciaux et les flux de portefeuille semblent indiquer que la force séculaire de la mondialisation, qui a permis de contenir l'inflation des biens pendant deux décennies, ne devrait pas s'inverser complètement.

Toutefois, certains signes indiquent que les hausses de prix se généralisent. Par exemple, l'inflation du logement, une composante importante et peu élastique, est en hausse. En outre, la croissance des salaires est déjà forte et devrait être soutenue par les progrès continus du marché du travail vers une situation de plein emploi.

## L'INFLATION DES BIENS A FLAMBÉ AUX ÉTATS-UNIS SOUS L'EFFET DE LA FORTE DEMANDE

% de variation en glissement annuel



Inflation des biens

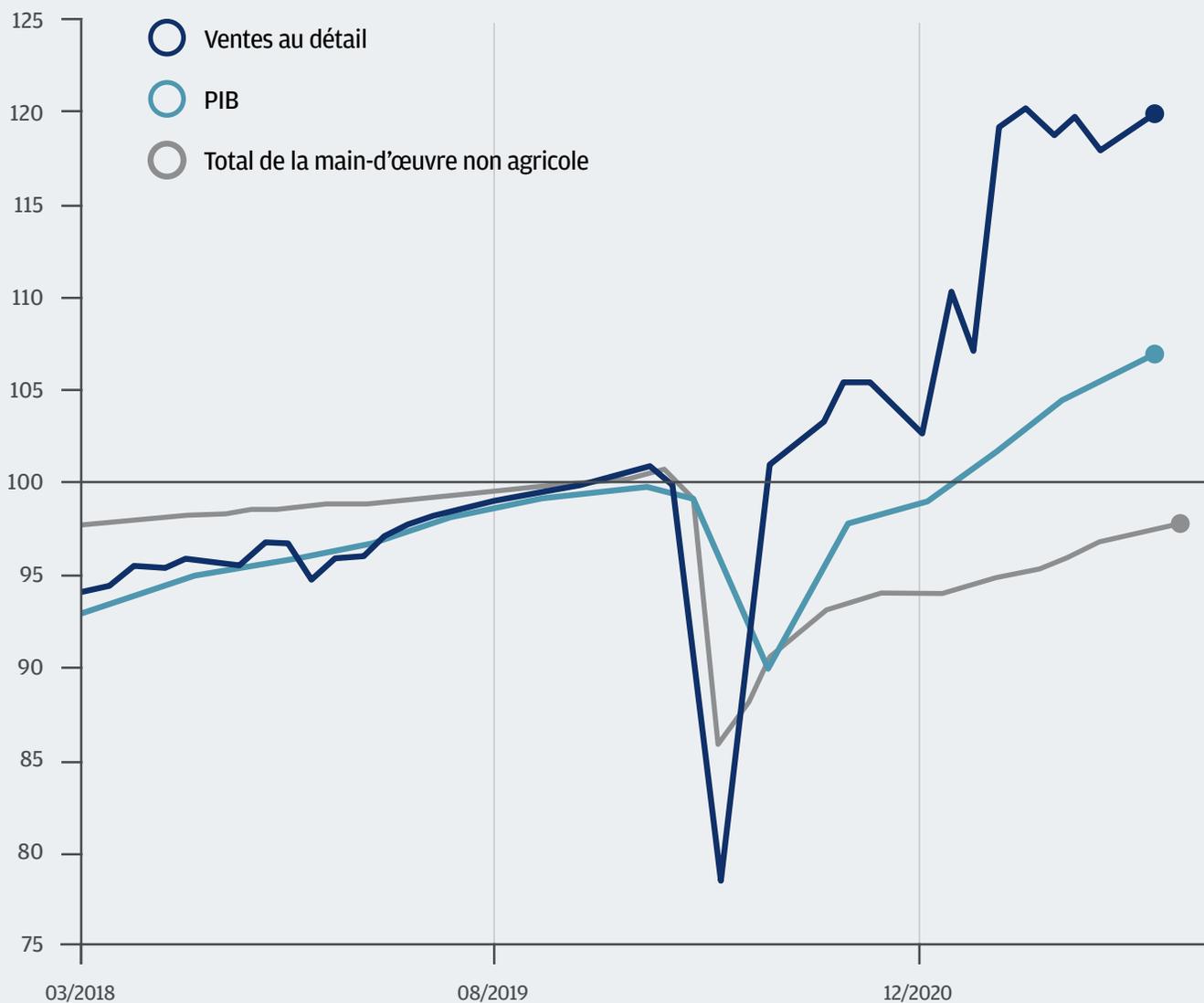


Inflation des services

Source : Bureau of Labor Statistics. Octobre 2021.

## LA PRODUCTION AMÉRICAINE S'EST TOTALEMENT REDRESSÉE, MAIS PAS LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Niveau de l'indice (décembre 2019 = 100)



Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics. Données du 3e trimestre 2021.

Mais le marché du travail est resté déconcertant pour les économistes et les stratégestes toute l'année.

L'économie américaine compte toujours 5,5 millions de travailleurs de moins que la tendance avant la pandémie, et le taux de chômage est supérieur à 4,5%. Ces données semblent indiquer que l'offre de main-d'œuvre est abondante. Pourtant, les résultats d'enquêtes et d'autres paramètres indiquent que les entreprises ont beaucoup de difficulté à embaucher, ce qui témoigne d'un marché du travail en voie d'essoufflement rapide.

De même que les pressions inflationnistes se manifestent dans l'ensemble de l'économie mondiale, la dynamique de l'emploi n'est pas propre aux États-Unis. Dans de nombreux marchés développés, le nombre d'emplois vacants est élevé, en particulier dans les secteurs des loisirs et de l'hôtellerie où les contacts interpersonnels sont nombreux. Au Royaume-Uni, par exemple, les entreprises du secteur des loisirs et de l'hôtellerie risquent deux fois plus d'être confrontées à des pénuries de main-d'œuvre que les autres secteurs. Dans les pays en développement tels que le Vietnam, l'épidémie de Covid-19 a entraîné des pénuries de main-d'œuvre dans les grandes villes. La pandémie mondiale affecte la dynamique de la main-d'œuvre sur les marchés mondiaux.

Malgré la pression démographique (environ 1,5 million de travailleurs américains ont pris leur retraite anticipée pendant la pandémie), nous anticipons une augmentation de l'offre de main-d'œuvre aux États-Unis à mesure que les risques sanitaires diminuent. De plus, les quelque 2,7 millions de travailleurs qui avaient intérêt à percevoir des allocations chômage majorées plutôt que de travailler chercheront probablement eux aussi un emploi durant les mois à venir. La forte croissance des salaires devrait inciter certains des quelque 2 millions de personnes en âge de travailler qui ont quitté la population active à la réintégrer. Dans l'ensemble, nous pensons que la « pénurie de main-d'œuvre » correspond plutôt à une disjonction entre les emplois disponibles, les salaires proposés et la volonté et la capacité des travailleurs de les accepter. Cette dynamique devrait se rééquilibrer progressivement.

Dans la zone euro, alors que les taux de chômage restent élevés, l'important recours aux contrats à durée déterminée a permis une moindre baisse globale de la population active qu'aux États-Unis. En conséquence, l'accélération de la croissance des salaires a été lente, une dynamique qui devrait aider la BCE à rester patiente. À moyen terme, à mesure que la reprise du marché du travail se poursuit, nous anticipons que la croissance des salaires en Europe se poursuivra à un rythme soutenu.

La progression des salaires a dépassé l'augmentation des prix des biens et des services pendant la pandémie, et nous ne trouvons pratiquement aucune preuve d'érosion des marges due à la hausse des coûts. Le risque pour nos perspectives est que l'inflation sous-jacente des biens reste élevée ou que le ratio emploi/population ne se rétablisse jamais complètement. Cette situation laisserait penser que l'économie n'a plus de marge de manœuvre, et pourrait entraîner une réaction offensive de la Réserve fédérale en 2022. Cela pourrait s'avérer très dommageable pour l'économie et les actifs risqués.



---

5,5 millions

Déficit de 5,5 millions de travailleurs aux États-Unis par rapport à la tendance pré-pandémie

---

1,5 millions

1,5 million de travailleurs aux États-Unis sont partis en retraite anticipée pendant la pandémie

---

Bien que ce scénario constitue un risque, la voie la plus probable semble être que de solides créations d'emplois et une inflation modérée en 2022 permettront à la Réserve fédérale de commencer à relever ses taux vers la fin de 2022 ou au début de 2023. La BCE n'en est pas là. Une politique patiente devrait soutenir les actifs risqués.

PRINCIPALES PRÉOCCUPATIONS

---

La Chine  
peut-elle  
réussir une  
transition  
très délicate ?

Pendant de nombreuses années, la croissance chinoise a été alimentée par un crédit abondant, notamment dans l'immobilier.



Aujourd'hui, la croissance ralentit de manière significative.

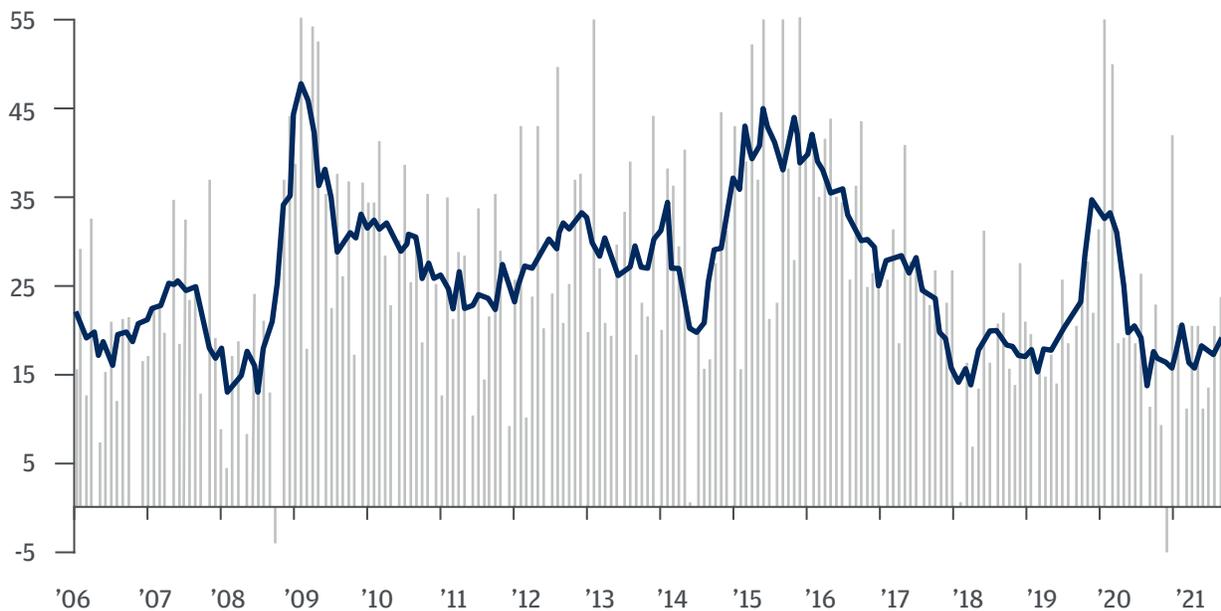
La croissance du PIB en glissement annuel de la Chine est tombée sous la barre des 5% pour la première fois hors pandémie après que les décideurs aient resserré leur politique monétaire et budgétaire pour limiter les excès sur les marchés immobiliers et réprimer le secteur de la consommation numérique. En échange d'une croissance nominale plus lente, les décideurs espèrent une économie plus durable, portée par la consommation de la classe moyenne et une industrie manufacturière à forte valeur ajoutée. La mise en œuvre simultanée de politiques macroéconomiques et industrielles de grande envergure complique leur réalisation et accroît les risques pour la croissance et les marchés.

Les retombées économiques et boursières de ce changement ont déjà été importantes.

Les obligations des promoteurs immobiliers en difficulté se négocient à 20-30 cents par dollar et les sociétés Internet ont perdu la moitié de leur valeur de marché. Alibaba, à elle seule, a vu sa valorisation chuter de plus de 400 milliards de dollars par rapport à son point haut. Le secteur de l'éducation à but lucratif a tout bonnement cessé d'exister. La faiblesse économique de la Chine a un impact sur l'économie mondiale, en grande partie par le biais des échanges commerciaux. Le secteur immobilier chinois est l'une des principales sources de la demande mondiale de matières premières industrielles. Il est clair que ce ralentissement a des répercussions sur les producteurs de matières premières du monde entier.

## LES MESURES DE RELANCE CHINOISES SONT MODÉRÉES AFIN DE LIMITER LES EXCÈS

Création nette de crédit en % du PIB



○  
Moyenne sur 6 mois  
glissants

○  
Création nette de  
crédit rapportée  
au PIB

Sources : China National Bureau of Statistics, PBOC. Octobre 2021.

## LES SOCIÉTÉS INTERNET CHINOISES SONT SOUS CONTRÔLE EN 2021

Variation des cours depuis le début de l'année, %

MSCI Emerging  
Markets



-2,3%

Shanghai Shenzhen  
CSI 300 (onshore)



-5,7%

MSCI China  
(offshore)

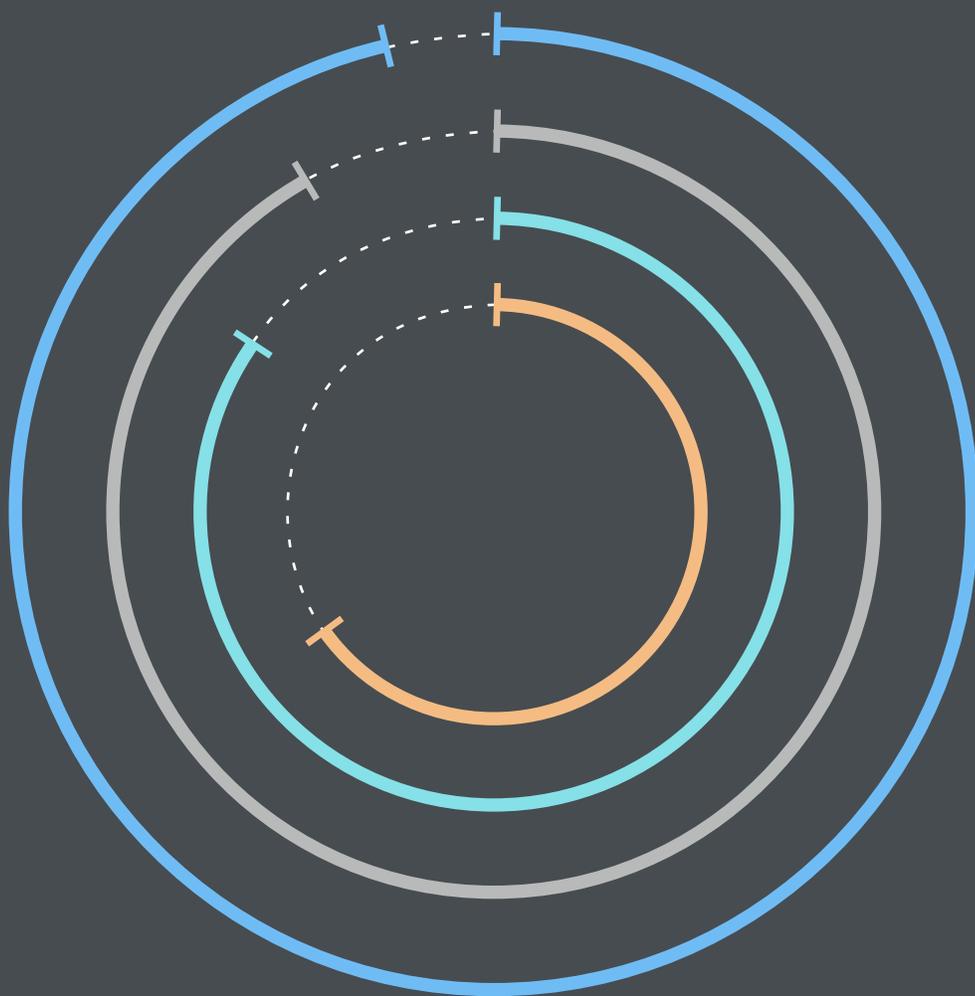


-15,9%

Sociétés Internet chinoises



-38,0%





À l'heure actuelle, nombreux sont ceux qui se demandent s'il est tout simplement opportun d'investir en Chine.

Nous estimons que cette question n'est pas pertinente. Tout peut faire l'objet d'un investissement au juste prix si l'on estime que les rendements potentiels valent le risque.

Il est possible de dénicher des opportunités, mais les investisseurs doivent tenir compte de l'ensemble des actifs chinois et des risques associés. N'oublions pas non plus qu'alors que la plupart des banques centrales relèvent leurs taux ou s'interrogent sur le bon moment pour le faire, les décideurs chinois sont probablement plus proches de l'assouplissement. Cette dynamique pourrait permettre aux obligations chinoises de présenter des avantages intéressants en termes de diversification, notamment compte tenu des perspectives difficiles pour les obligations des pays développés.

Les caractéristiques très différentes des indices offshore et onshore sont essentielles. L'indice boursier offshore (MSCI China), composé principalement de sociétés technologiques et Internet, est détenu majoritairement par des investisseurs étrangers. L'indice d'actions onshore (CSI300), réparti plus également entre les secteurs, est détenu principalement par des investisseurs nationaux. Ce dernier nous semble plus attrayant à ce stade.

À court terme, l'incertitude entourant l'impact des réglementations actuelles et futures sur les marges et la croissance des bénéfices pourrait peser sur les actions offshore, les investisseurs ne sachant pas comment évaluer ces entreprises. Cependant, les marchés onshore comprennent de nombreuses entreprises d'énergie propre, de véhicules électriques et de semi-conducteurs qui pourraient bénéficier du soutien des politiques gouvernementales.



---

La Chine va poursuivre sa progression vers une économie moderne, à revenu élevé et dotée d'une technologie de pointe, mais cette voie n'est pas assurée et le processus sera mouvementé. La transition présente un risque de baisse à court terme pour l'économie mondiale et les marchés financiers. À long terme, toutefois, la transition pourrait déboucher sur une économie chinoise plus durable, caractérisée par une croissance de meilleure qualité (mais à un rythme moins soutenu).

PRINCIPALES PRÉOCCUPATIONS

---

# Apprendre à vivre avec le virus



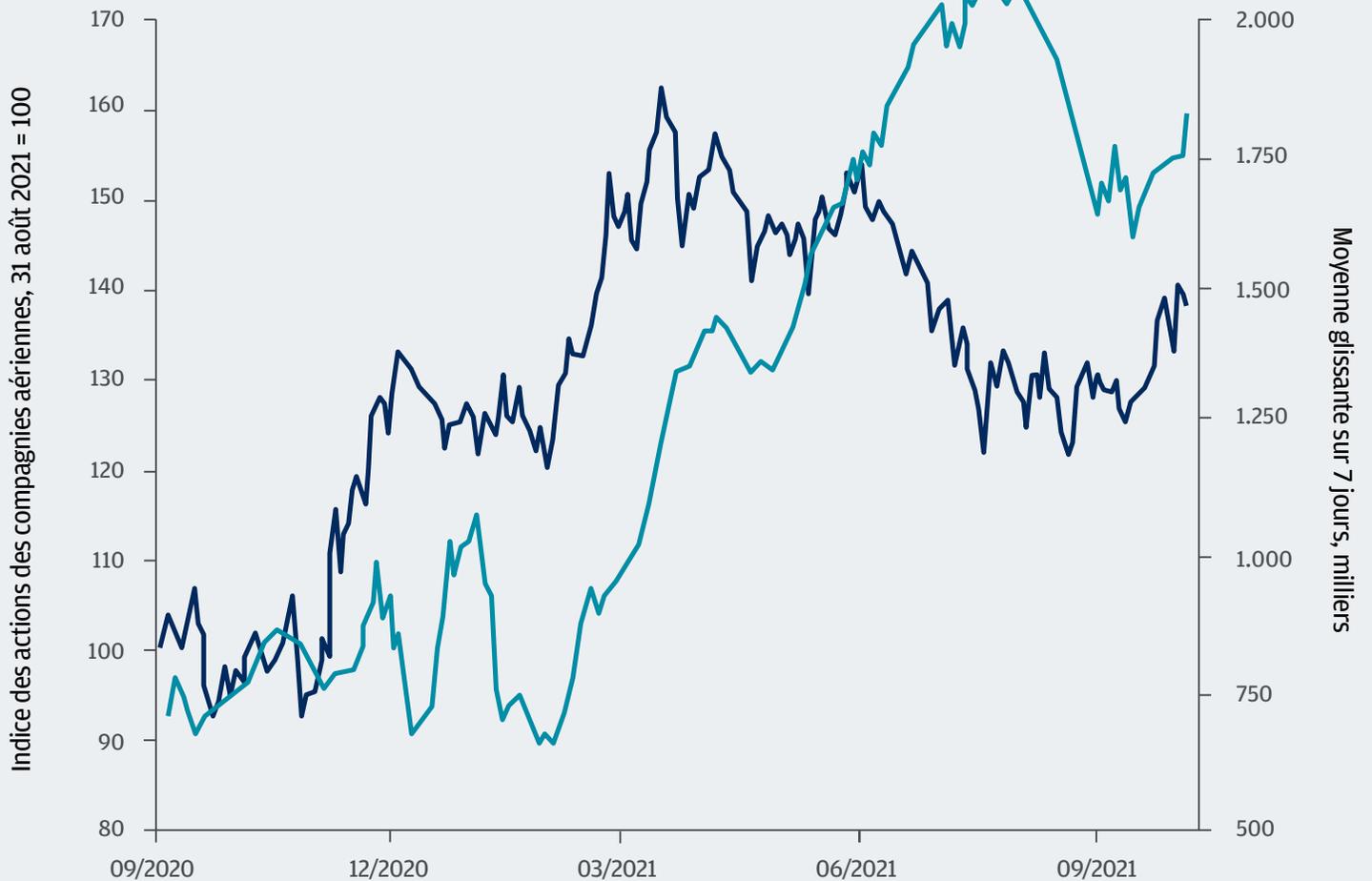
Bien que l'évolution du coronavirus se soit avérée très difficile à prévoir, les investisseurs acceptent désormais cette incertitude avec sérénité.

La mauvaise nouvelle est que le Covid-19 semble se transformer en une maladie endémique ; l'homme devra continuer à s'y adapter. La bonne nouvelle est que les vaccinations, l'immunité acquise du fait d'une infection antérieure et les nouveaux traitements réduisent les risques liés à la propagation de la maladie.

À l'heure actuelle, 42% de la population mondiale a achevé le programme initial de vaccination contre le Covid-19 et les injections de rappel sont maintenant effectuées. D'après la plupart des estimations, plus de 65% de la population mondiale est protégée d'une manière ou d'une autre contre le virus, soit par la vaccination, soit par une exposition antérieure.

Toutefois, d'autres flambées de Covid-19 sont probables, dues aux nouveaux variants. Pour comprendre comment les marchés peuvent réagir, nous nous inspirons de l'expérience des États-Unis face au variant Delta : une hausse inattendue des cas a fait chuter les actions des entreprises liées à la mobilité (comme les compagnies aériennes) et les cours pétroliers. C'est logique : plus le Covid-19 se propage, moins il y aura de voyages, et donc moins la demande de pétrole sera importante.

## RÉACTION DES ACTIONS DES COMPAGNIES AÉRIENNES ET LES VOYAGEURS CONTRÔLÉS PAR LA TSA



Indice des actions  
des compagnies  
aériennes



Nombre de  
voyageurs contrôlés  
par la TSA

Source : Bloomberg Finance L.P. 22/11/2021.



Une considération plus complexe pour les investisseurs est la poursuite par certains pays des politiques de « zéro Covid ».

Plus longtemps ils le feront, plus les perturbations potentielles de la production manufacturière et des chaînes d'approvisionnement mondiales seront nombreuses. Au cours du troisième trimestre, des entreprises comme Nike et Toyota ont fait état de problèmes d'approvisionnement dus à des fermetures dans des pays tels que le Vietnam. À un moment donné, jusqu'à 50 % de l'ensemble des fabricants de vêtements et de chaussures du pays étaient fermés. Les fermetures de ports en Chine ont également perturbé le transport maritime mondial.

Plus généralement, les prévisions de croissance annualisée du PIB américain au troisième trimestre ont diminué de 6 % à seulement 2 % au cours du trimestre en raison des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales qui ont été exacerbées par la multiplication des cas de contamination par le virus. Les conditions commerciales en Asie de l'Est (notamment en Chine, en Australie et au Vietnam) se sont encore détériorées.

Les rendements obligataires ont baissé jusqu'à ce que le variant Delta ait clairement dépassé son pic aux États-Unis. Sur les marchés actions, les secteurs de grande capitalisation ayant une orientation numérique ont surperformé ceux qui sont plus axés sur la production économique.

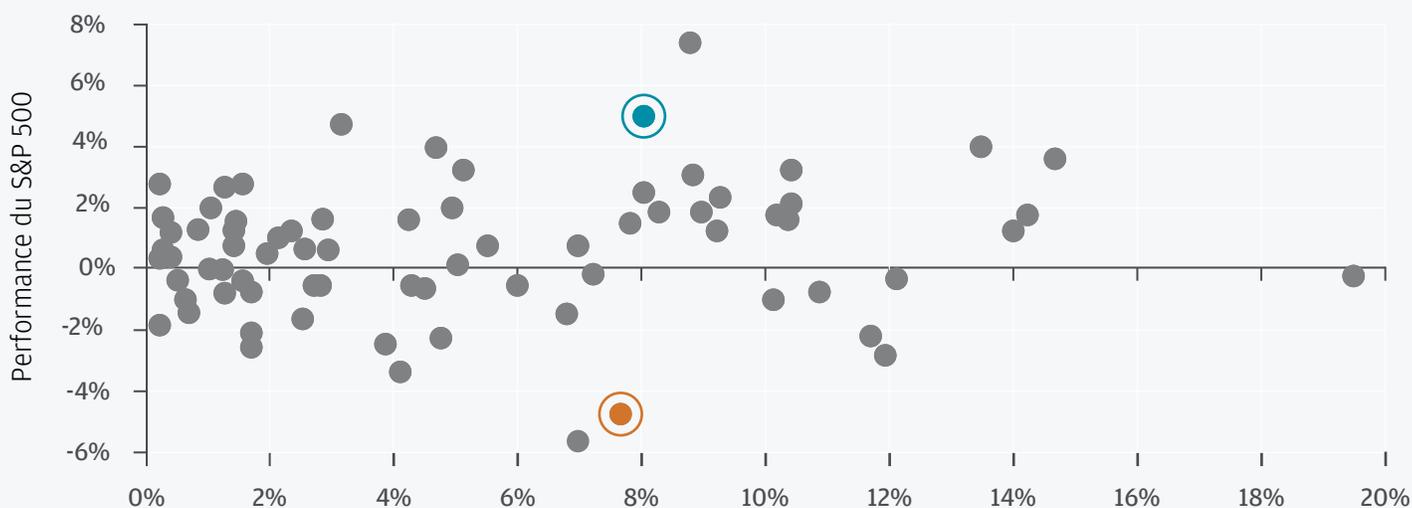
Pourtant, en définitive, le variant Delta n'a guère ébranlé les marchés actions américains ou européens : le S&P 500 a atteint 28 nouveaux points hauts, et le Stoxx 600 européen a suivi le rythme. Récemment, l'augmentation de la couverture vaccinale a entraîné une nette amélioration des activités de fabrication dans des villes comme Hanoï, et certains signes indiquent que les problèmes de la chaîne d'approvisionnement mondiale commencent à s'atténuer.

28

**le S&P 500 a atteint 28 nouveaux points hauts au cours de la vague du variant Delta.**

## PAS DE LIEN MANIFESTE ENTRE LA PERFORMANCE DU S&P 500 ET L'ÉVOLUTION DES CAS DE COVID-19 À L'ISSUE DE LA PREMIÈRE VAGUE

Variation hebdomadaire de l'Indice S&P 500 (mai 2020 - novembre 2021)



Variation hebdomadaire des cas de Covid-19 aux États-Unis

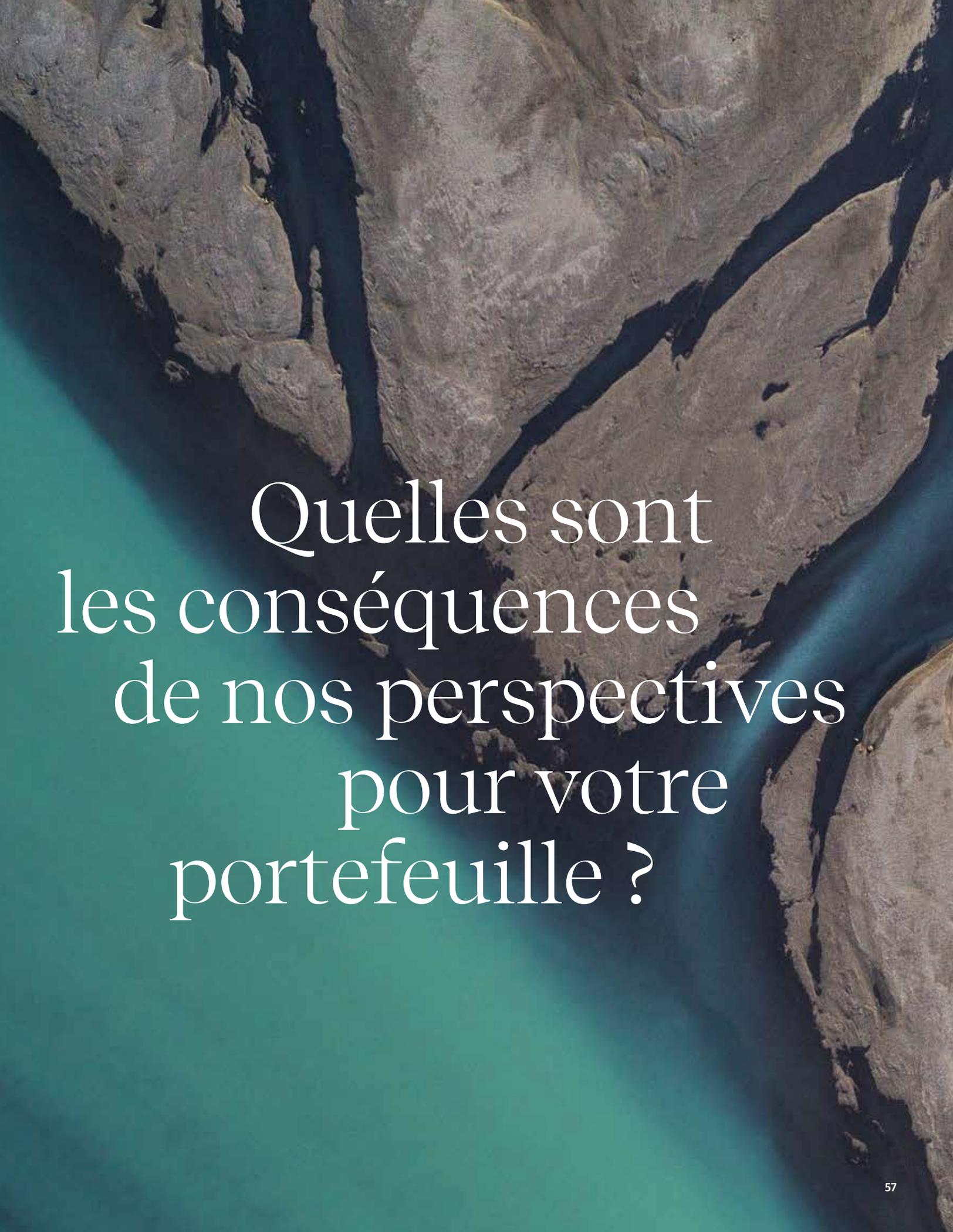
Source : Bloomberg Finance L.P. 19 novembre 2021.

---

Que doivent retenir les investisseurs ? Par secteur économique et style (croissance, rendement, etc.), la performance relative devrait probablement être encore corrélée à la dynamique du virus, tout comme les rendements obligataires.

Mais les marchés des actions de grande capitalisation seront probablement capables de surmonter les perturbations potentielles, tant que la croissance des bénéfices reste solide. Nous privilégions les entreprises de qualité dont la capacité à dégager des bénéfices peut générer des rendements dans des environnements de taux d'intérêt en hausse ou en baisse. La gestion active des obligations reste cruciale.

Conclusion : nous anticipons que l'impact du virus sur les économies et les marchés continuera de diminuer, même si certains secteurs restent vulnérables à une augmentation des cas de Covid-19.



Quelles sont  
les conséquences  
de nos perspectives  
pour votre  
portefeuille ?

Au cœur de nos perspectives réside l'idée que l'économie mondiale sera plus dynamique durant ce cycle économique qu'elle ne l'a été au cours du précédent.

La politique économique des États-Unis, de l'Europe et de la Chine vise à favoriser une croissance plus durable et de meilleure qualité pour l'ensemble des revenus, même si les chances relatives de réussite varient selon les régions. Aux États-Unis et en Europe, la situation financière des ménages et des entreprises est bonne, et la demande de biens et de services et les marchés du travail sont dynamiques. L'innovation induit des évolutions structurelles dans tous les secteurs et pourrait conduire à une économie mondiale plus productive.

Ces forces ont d'importantes conséquences pour l'investissement, notamment pour les investisseurs à long terme qui sont peut-être encore positionnés en fonction du marasme économique de la fin des années 2010.

En 2022, alors que les économies américaine et européenne progressent vers le milieu de cycle, nous prévoyons un environnement de forte croissance caractérisé par une inflation plus élevée que celle observée par les investisseurs lors du cycle précédent. Bien que le stade du cycle puisse varier selon les régions, ces conditions sont de bon augure pour les marchés actions mondiaux, notamment par rapport aux obligations de grande qualité. La gestion active dynamique pourrait être porteuse de valeur, car la volatilité des actions et des obligations pourrait rester élevée. Le rendement anticipé des liquidités reste fortement négatif après correction de l'inflation ; elles restent la classe d'actifs que nous apprécions le moins.

---

Conservez des liquidités pour financer vos dépenses à court terme et comme filet de sécurité psychologique pour faire face à la volatilité. Mais les liquidités stratégiques - les liquidités comme investissement stratégique - sont la catégorie d'actifs que nous apprécions le moins.



# Actions

Non, les actions ne sont pas sous-évaluées. Pour la plupart des principaux marchés, elles sont pleinement valorisées, mais les investisseurs paient une prime pour une croissance des bénéfices et une génération de trésorerie disponible exceptionnelles.

Nous avons une vision plus optimiste que le consensus concernant la croissance des bénéfices l'année prochaine dans la plupart des régions que nous couvrons, à l'exception notable de la Chine. Nous préférons les marchés développés aux marchés émergents, mais nous sommes plus attentifs à la qualité des moteurs d'activité sous-jacents et aux sources de revenus qu'au pays. Certains investisseurs redoutent une détérioration des marges bénéficiaires. Les augmentations de prix et les gains de productivité devraient compenser la hausse des coûts des intrants et de la main-d'œuvre.

En effet, nous sommes à notre avis solidement ancrés dans la phase de « croissance » du cycle de marché - où la progression des bénéfices alimente les rendements des marchés actions et où la sélection de titres peut être payante.

Notons que les rendements devraient être répartis plus uniformément entre les secteurs et les entreprises, et ne pas être concentrés sur les plus grands acteurs bénéficiant de facteurs positifs séculaires. Des déséquilibres ont pu se créer dans les portefeuilles en raison de la dynamique du cycle précédent. Il restera important de trouver un équilibre entre les sociétés de croissance séculaire à long terme qui se négocient à des prix « raisonnables » et celles qui bénéficient de la vigueur à court terme de l'économie

physique. C'est la raison pour laquelle la technologie et la finance sont deux des secteurs que nous privilégions. Ils permettent de diversifier les portefeuilles, car ils réagissent dans le sens inverse des fluctuations des taux d'intérêt et les deux secteurs devraient augmenter grâce à une forte croissance des bénéfices. À mesure que nous progressons vers le milieu du cycle, les gérants actifs devraient être en mesure d'accroître la valeur des portefeuilles d'actions.

## MULTIPLE P/E DE L'INDICE MSCI WORLD

Multiple P/E de l'Indice MSCI World sur les 12 prochains mois



Sources : MSCI, Factset, J.P. Morgan Asset Management - Guide to the Markets. Le multiple P/E représente le cours divisé par les estimations du consensus des analystes concernant le bénéfice par action pour les 12 prochains mois, telles que fournies par FactSet depuis 2001. Le multiple P/E moyen et les écarts types sont calculés sur la base de 20 ans d'historique FactSet. Données au 31 octobre 2021.

# Marchés privés

Pour de nombreux investisseurs, les marchés privés présentent un éventail d'opportunités inexploitées.

Les marchés privés peuvent représenter un terrain de chasse particulièrement attrayant pour les investissements liés aux mégatendances que nous avons identifiées (transformation numérique, innovation dans le domaine de la santé et durabilité). Par exemple, sur les plus de 100 000 entreprises internationales de logiciels, 97% sont des sociétés à capitaux privés. Les petites entreprises de biotechnologie à capitaux privés sont des sources d'innovation de plus en plus importantes pour les grandes entreprises pharmaceutiques. Seuls 30% des médicaments les plus commercialisés par les grandes entreprises pharmaceutiques ont été développés en interne. Nous pensons que les sociétés des marchés privés offriront un rendement supérieur à celui de leurs homologues cotées, notamment grâce à l'accès à ces moteurs de croissance.



# Obligations

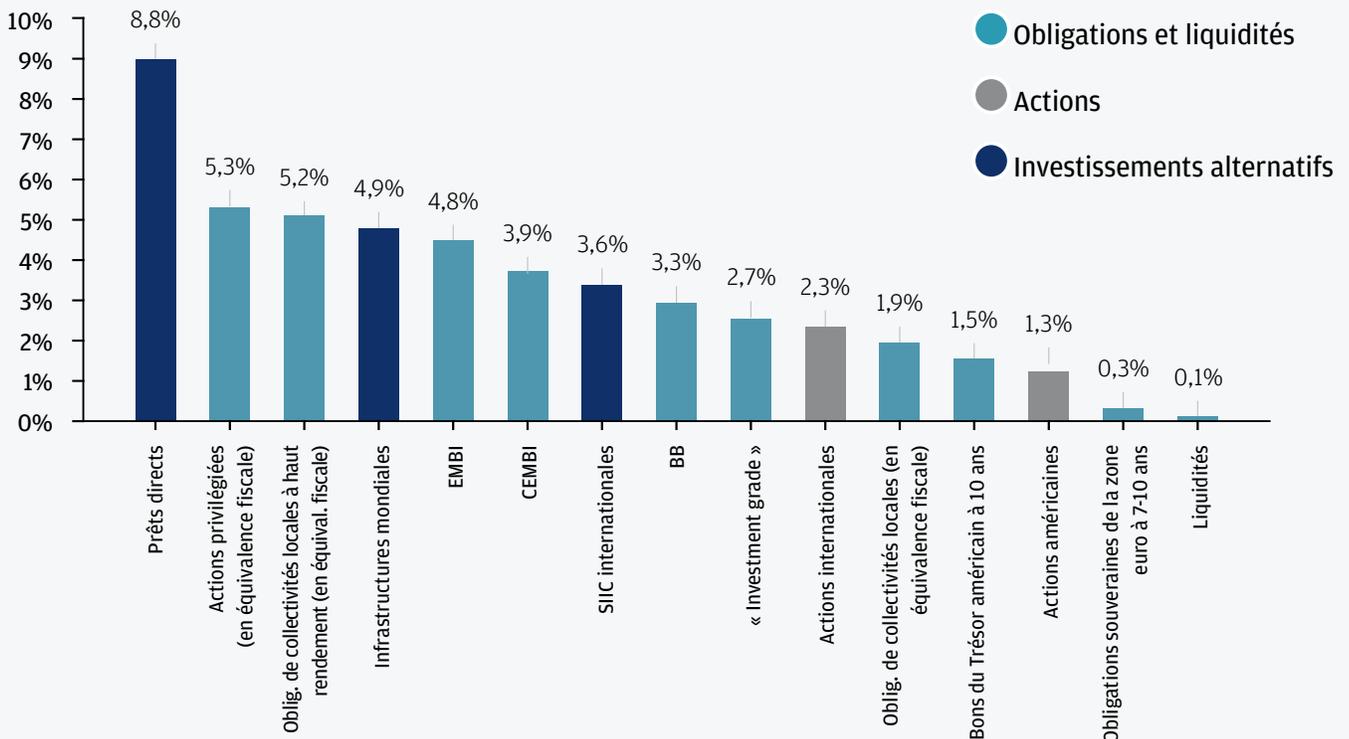
Les obligations de grande qualité sont confrontées à des perspectives difficiles, car les taux historiquement bas devraient continuer à augmenter alors que l'inflation reste élevée. Les investisseurs font face à un double enjeu : la recherche de rendement et la protection contre la volatilité potentielle des actions tout en dépassant l'inflation.

Les obligations de grande qualité restent un élément crucial de la construction de portefeuille. Si le niveau bas des taux d'intérêt grève partiellement le potentiel d'appréciation du capital qui était possible en cas de

ralentissement économique, la classe d'actifs offre toujours une protection contre des évolutions négatives de la croissance. Toutefois, au début de l'année, nous préconisons le recours à des gérants actifs flexibles (pour la catégorie des obligations ou pour d'autres catégories d'actifs) à même d'opérer des ajustements dynamiques des portefeuilles en fonction de l'évolution des conditions de marché, afin de compléter les obligations de grande qualité. Cette stratégie a porté ses fruits en 2021 et devrait rester bénéfique pour les portefeuilles en 2022.

## ÉVENTAIL DES RENDEMENTS MONDIAUX

Rendements en équivalence fiscale, %



Sources : BAML, Barclays, Bloomberg, Clarkson, Cliffwater, Drewry Maritime Consultants, Réserve fédérale, FTSE, MSCI, NCREIF, Bloomberg Finance L.P., FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2021, sauf celles sur les prêts directs et les infrastructures mondiales, qui sont au 30 juin 2021.

Précisément, nous sommes en 2022 légèrement plus optimistes que l'année dernière concernant les obligations de grande qualité. Certes, les taux sont bas, mais ils ont sensiblement augmenté au cours de l'année écoulée, se rapprochant du point où les obligations pourraient offrir un rendement ajusté des risques plus compétitif par rapport aux actions. Pour les investisseurs américains, en particulier ceux des États où la fiscalité est élevée, les obligations des collectivités locales peuvent aujourd'hui sembler plus intéressantes compte tenu de la hausse des rendements. À court terme, les anticipations croissantes de hausse des taux de la Réserve fédérale donnent aux investisseurs la possibilité de réduire leurs liquidités et de s'orienter vers les obligations à court terme.

Les valorisations des obligations à haut rendement ne sont pas attrayantes (les rendements sont relativement bas et les spreads sont contractés), mais pour une bonne

raison : les taux de défaut des obligations à haut rendement en 2021 ont été les plus bas jamais observés. Toutefois, nous suggérons de se tourner vers d'autres segments du crédit à long terme, tels que les prêts à effet de levier, les titres hybrides et le crédit privé, afin d'accroître les revenus avec de nouveaux capitaux. Les investisseurs pourraient également envisager les actions privilégiées des banques, compte tenu de leurs solides volants de fonds propres et de leur traitement fiscal favorable aux États-Unis.

Pour les investisseurs cherchant une protection contre l'inflation, nous ne pensons pas que les titres du Trésor protégés contre l'inflation ou l'or soient de bons choix pour le moment. Nous préférons miser sur des actifs dont les flux de trésorerie sont liés à l'inflation, comme les actions avec un pouvoir de fixation des prix, l'immobilier direct et les infrastructures.

## LES PORTEFEUILLES ÉQUILIBRÉS MONDIAUX ONT ENGRANGÉ DES RENDEMENTS EXCEPTIONNELS

Rendement cumulé (dividendes réinvestis) d'un portefeuille mondial comptant 60 % d'actions et 40 % d'obligations



Source : Bloomberg Finance L.P. Données du 19 novembre 2021.

Attentifs  
aux risques,  
tout en étant  
optimistes



## L'économie mondiale sortira de l'ère de la pandémie plus forte qu'elle ne l'était auparavant.

Le cycle économique est d'ores et déjà dynamique. Compte tenu de l'interaction entre les économies et les marchés, les investisseurs devraient espérer en 2022 des rendements supérieurs à la moyenne pour des portefeuilles d'actifs risqués alignés sur des objectifs.

Comme toujours, vos décisions d'investissement doivent refléter vos objectifs, votre horizon d'investissement et votre tolérance au risque. Accompagné par vos conseillers, vous pourrez construire des portefeuilles permettant d'atténuer les chocs qui pourraient faire dérailler le cycle. Il est certain que vous devez vous préparer à un large éventail de risques de baisse. Mais nous sommes optimistes quant aux perspectives et espérons engranger les gains qui pourraient découler d'une période de croissance prolongée.

# Notre mission

---

Le groupe chargé de la stratégie d'investissement fournit des analyses et des conseils d'investissement pour aider nos clients à atteindre leurs objectifs à long terme. Il s'appuie sur les connaissances et l'expérience de nos économistes et experts en investissement et classes d'actifs pour offrir une perspective unique sur les marchés financiers.

## RESPONSABLES D'INVESTISSEMENT

---

### **Clay Erwin**

Global Head of Investments Sales & Trading

### **Billy Huzar**

Head of Investment Strategy

### **Russ Budnick**

Head of Asset Class Strategy & Trading

## GLOBAL INVESTMENT STRATEGY GROUP

---

### **Chris Baggini**

Global Head of Equity Strategy

### **Kristin Kallergis Rowland**

Global Head of Alternatives

### **Tom Kennedy**

Chief Investment Strategist

### **Jacob Manoukian**

Head of U.S. Investment Strategy

### **Grace Peters**

Head of EMEA Investment Strategy

### **Xavier Vegas**

Global Head of Credit Strategy

### **Alex Wolf**

Head of Asia Investment Strategy

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Nous estimons que les informations contenues dans le présent document sont fiables, mais nous ne garantissons ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Les opinions, les estimations, les stratégies et les points de vue exprimés dans ce document constituent notre jugement sur la base des conditions actuelles du marché et peuvent varier sans notification préalable de notre part.

### CONSIDÉRATIONS RELATIVES AUX RISQUES

- Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.
- Les prix et les taux de rendement sont donnés à titre indicatif, ces derniers peuvent varier dans le temps en fonction des conditions du marché.
- Il existe des considérations supplémentaires relatives aux risques pour toutes les stratégies.
- Les informations figurant dans le présent document ne constituent nullement une recommandation, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un produit ou d'un service d'investissement.
- Les avis exprimés dans le présent document peuvent différer de ceux d'autres divisions de J.P. Morgan. Le présent document ne saurait être considéré comme une recherche en investissement ou un rapport de recherche en investissement de J.P. Morgan.

### DÉFINITIONS DES INDICES

**L'Indice MSCI World** est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière, ajusté du flottant, qui vise à mesurer la performance des marchés actions des marchés développés. L'Indice est composé de 23 indices de pays des marchés développés.

**L'Indice Standard and Poor's 500** est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière de 500 actions. L'Indice vise à mesurer la performance de l'économie nationale au sens large à travers les variations de la valeur de marché globale de 500 actions représentant tous les principaux secteurs d'activité. L'Indice a été élaboré avec un niveau de base de 10 pour la période de base 1941-1943.

**L'Indice STOXX Europe 600** (indice SXXP) est composé de 600 sociétés cotées basées dans l'un des 18 pays de l'UE. L'Indice comprend des sociétés de petite, moyenne et grande capitalisations. Les pays représentés dans l'Indice sont l'Autriche, la Belgique, le Danemark, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, les Pays-Bas, l'Islande, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, le Portugal, l'Espagne, la Suède, la Suisse et le Royaume-Uni.

**L'Indice MSCI Emerging Markets** mesure la performance des grandes et moyennes capitalisations dans 23 pays émergents. L'Indice, qui est composé de 834 sociétés, couvre environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée du flottant dans chaque pays. Les pays émergents comprennent : le Brésil, le Chili, la Chine, la Colombie, la République tchèque, l'Égypte, la Grèce, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Mexique, le Pérou, les Philippines, la Pologne, la Russie, le Qatar, l'Afrique du Sud, Taïwan, la Thaïlande, la Turquie et les Émirats arabes unis.

**L'Indice MSCI China** reflète la performance des sociétés de grande et moyenne capitalisations à travers les actions H, B, Red chips et P chips de la Chine. L'Indice, qui est composé de 144 sociétés, couvre environ 85 % de l'univers des actions chinoises.

**Le CSI 300** est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière, conçu pour reproduire la performance des 300 principales actions négociées à la Bourse de Shanghai et à la Bourse de Shenzhen.

**L'Indice CSI China Overseas Internet** est conçu pour mesurer la performance de l'univers investissable des sociétés chinoises cotées exerçant leurs activités principalement dans le secteur d'Internet ou dans les secteurs liés à Internet.

Les indices ne sont pas des produits d'investissement et ne peuvent être considérés comme des investissements.

### INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est publié à titre d'information uniquement. Il peut vous renseigner sur certains produits et services proposés par les activités de gestion de patrimoine de J.P. Morgan, qui font partie de JPMorgan Chase & Co (« JPM »). Les produits et services décrits, ainsi que les frais, charges et taux d'intérêt associés, sont susceptibles d'être modifiés conformément aux conventions de compte applicables et peuvent varier selon les zones géographiques. Tous les produits et services ne sont pas proposés dans tous les zones géographiques. **Merci de lire les Informations importantes dans leur intégralité.**

### INFORMATIONS GÉNÉRALES RELATIVES AUX RISQUES

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 d'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 (par exemple, les actions, les obligations, les investissements alternatifs, les matières premières, etc.) ou les stratégies présentées 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 représentant 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 cadres ou ses collaborateurs, que cette communication ait été fournie à votre demande ou non. J.P. Morgan, ses filiales et ses collaborateurs ne fournissent pas de conseils de nature comptable, juridique ou fiscale. Vous êtes invité 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 peuvent survenir lorsque JPMorgan Chase Bank, N.A. ou l'une de ses filiales (collectivement, « J.P. Morgan ») est incitée d'un point de vue économique ou autre, ou est susceptible de l'être, à agir dans son propre intérêt dans le cadre de sa gestion des portefeuilles de ses clients. 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 J.P.Morgan 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, tels que l'exécution et la compensation des ordres, auprès d'une filiale ; (3) lorsque J.P. Morgan perçoit un paiement en contrepartie de l'achat d'un produit d'investissement pour le compte d'un client ou (4) lorsque J.P. Morgan perçoit le paiement en contrepartie de services fournis (dont les services aux actionnaires, de comptabilité ou de dépôt)

au titre des produits d'investissement achetés pour le portefeuille d'un client. D'autres conflits peuvent survenir en raison des relations que J.P. Morgan entretient avec d'autres clients ou lorsque J.P. Morgan agit pour son propre compte.

Les stratégies d'investissement sont sélectionnées auprès de J.P. Morgan et des gestionnaires d'actifs tiers et sont soumises à une procédure d'évaluation appliquée par nos équipes chargées de la sélection des 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. Nous nous attendons à ce que la proportion de stratégies gérées par J.P. Morgan soit 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 notre connaissance des processus d'investissement, ainsi qu'avec la philosophie mise en pratique en matière de risque et de conformité de la société, il est important de rappeler que J.P. Morgan perçoit des commissions globales plus élevées lorsque des stratégies gérées en interne sont sélectionnées. Vous pouvez choisir d'exclure les stratégies gérées par J.P. Morgan (autres que les avoirs bancaires et fonds de liquidités) dans certains portefeuilles.

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

Aux **Etats-Unis**, les comptes de dépôts bancaires et 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 spécialisés (annuités) sont proposés par Chase Insurance Agency, Inc. (CIA), une agence d'assurance agréée, faisant affaire sous le nom de Chase Insurance Agency Services, Inc. en Floride. **JPMCB**, **JPMS** et **CIA** sont des sociétés affiliées placées sous le contrôle commun de JPM. Les produits ne sont pas disponibles dans tous les Etats.

Au **Luxembourg**, le présent document est publié par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. (JPMBL) dont le siège social est sis à l'European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg. R.C.S Luxembourg B10.958. Société agréée et réglementée

par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et supervisée conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et la CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. est agréée en tant qu'établissement de crédit en vertu de la loi du 5 avril 1993.

En **France**, ce document est distribué par JPMorgan Chase Bank, N.A. (« JPMCB »), succursale de Paris dont le siège social est sis 14 place Vendôme 75001 Paris. JPMorgan Chase Bank, N.A est agréée et t en France par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et supervisée conjointement avec l'Autorité des marchés financiers.

Au **Royaume-Uni**, le présent document est publié par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Londres, dont le siège social est sis au 25 Bank Street, Canary Wharf, Londres E14 5JP. Société agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et supervisée conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et la CSSF. Agréée par la Prudential Regulation Authority et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Les détails du Régime d'Autorisations Temporaires, qui permet aux entreprises basées dans l'EEE d'opérer temporairement au Royaume-Uni en l'attente d'une autorisation complète, sont disponibles sur le site Web de la Financial Conduct Authority.

En **Espagne**, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, dont le siège social est sis Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espagne. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España est immatriculée sous le numéro 1516 au registre administratif de la Banque d'Espagne et supervisée par le régulateur espagnol des marchés de valeurs (CNMV).

En **Allemagne**, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Francfort, dont le siège est sis Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt, Allemagne, supervisée conjointement par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et la Banque centrale européenne (BCE) et, dans certains domaines, également supervisée par l'Autorité fédérale allemande de supervision des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin).

En Italie, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Milan, dont le siège social est sis Via Cordusio 3, Milan 20123, Italie, société réglementée par la Banque d'Italie et la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB).

Aux **Pays-Bas**, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale d'Amsterdam, dont le siège social est sis au World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, Pays-Bas. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale d'Amsterdam est agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et supervisée conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et la CSSF au Luxembourg ; J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale d'Amsterdam est également agréée et supervisée par la Banque des Pays-Bas (De Nederlandsche Bank, DNB) et l'Autorité des marchés financiers aux Pays-Bas (Autoriteit Financiële Markten, AFM). Immatriculée auprès de la Chambre du Commerce (Kamer van Koophandel) sous le numéro 71651845 en tant que succursale de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.

Au **Danemark**, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg, succursale de Copenhague, filiale de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., dont le siège social est sis Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Danemark. J.P. Morgan Bank Luxembourg, succursale de Copenhague, filiale de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. est agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et supervisée conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et la CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg, succursale de Copenhague, filiale de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A est également supervisée par l'Autorité des marchés financiers danoise (Finanstilsynet) et immatriculée auprès de cette dernière sous le code 29009 en tant que succursale de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.

En **Suède**, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. - succursale bancaire de Stockholm, dont le siège social est sis Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Suède. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. - succursale bancaire de Stockholm est agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et supervisée conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et la CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Stockholm est également supervisée par l'Autorité des marchés financiers suédoise (Finansinspektionen). Immatriculée auprès de la Finansinspektionen en tant que succursale de J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A.

En **Suisse**, le présent document est distribué par **J.P. Morgan (Suisse)** SA, dont le siège social est sis rue de la Confédération, 8, 1204, Genève, Suisse, et qui est agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés (FINMA), sise à Laupenstrasse 27, 3003, Berne, Suisse, en qualité de banque et de courtier en valeurs en Suisse. Veuillez consulter le lien suivant afin d'obtenir des informations concernant la politique de protection des données de J.P. Morgan pour la région EMEA : <https://www.jpmorgan.com/privacy>.

La présente communication est une annonce aux fins de la directive sur les marchés financiers (MIFID II) et de la loi fédérale sur les services financiers (LSFin). Les investisseurs ne doivent ni souscrire ni acheter les instruments financiers mentionnés dans cette annonce quels qu'ils soient, excepté sur la base d'informations contenues dans toute documentation légale applicable, qui est ou sera mise à disposition dans les juridictions concernées.

Les références faites dans ce rapport à « J.P. Morgan » désignent JPM, ses différentes filiales et sociétés affiliées à travers le monde. « La Banque Privée J.P. Morgan » est la marque commerciale utilisée par JPM pour ses opérations de banque privée.

Le présent document est destiné à une utilisation strictement personnelle et il ne doit pas être diffusé à un tiers quelconque, ou utilisé par un tiers quelconque, ni dupliqué afin d'être utilisé à des fins autres qu'une utilisation personnelle sans notre permission. Si vous avez des questions ou si vous ne souhaitez plus recevoir ce type de communication, veuillez contacter votre représentant J.P. Morgan.

© 2021 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

J.P.Morgan PRIVATE BANK