

Les moteurs des marchés



Auteurs

Karen Ward

Stratégiste en chef des marchés,
EMOA

Tilmann Galler

Stratégiste des marchés mondiaux

Lucía Gutiérrez-Mellado

Stratégiste des marchés mondiaux

Maria Paola Toschi

Stratégiste des marchés mondiaux

Hugh Gimber

Stratégiste des marchés mondiaux

Lilia Peytavin

Stratégiste des marchés mondiaux

Aaron Hussein

Stratégiste des marchés mondiaux

Max McKechnie

Stratégiste des marchés mondiaux

Natasha May

Analyste des marchés mondiaux

Zara Nokes

Analyste des marchés mondiaux

Synthèse

- Les marchés mondiaux restent solides malgré les tensions géopolitiques, notamment grâce aux politiques monétaires et budgétaires mises en place aux États-Unis, en Europe et en Asie qui alimentent la croissance dans ces régions. L'économie devrait poursuivre son expansion en 2026, à mesure que l'activité gagne progressivement l'ensemble des régions.
- Cependant, cette abondance de liquidités n'est pas sans risques. L'histoire nous a appris que les politiques de relance, lorsqu'elles sont excessives, entraînent généralement de l'inflation et/ou des bulles financières.
- Dans ce contexte, plusieurs stratégies s'offrent aux investisseurs. Nos perspectives d'investissement pour 2026 comportent quatre axes d'action :
 - Gérez avec prudence la concentration du portefeuille dans le secteur technologique
 - Diversifiez de manière sélective au sein des actions mondiales
 - N'ayez pas peur d'investir sur les marchés privés
 - Protégez-vous contre les déraillements de l'économie

Une croissance portée par les politiques monétaires et budgétaires

Avec le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche et la résurgence des tensions commerciales, on aurait pu penser que 2025 serait une année difficile pour les marchés. Au lieu de cela, les actions mondiales pourraient bien clôturer l'année sur une progression à deux chiffres.

Les marchés ont compris que si les tensions géopolitiques font la une des journaux, d'autres forces sont également à l'œuvre. La plus importante concerne les politiques monétaires et budgétaires toujours plus accommodantes, qui alimentent une machine économique déjà robuste.

En effet, jamais auparavant, nous n'avions vu de déficits budgétaires ou de réductions de taux d'une telle ampleur en dehors des périodes de récession (voir les graphiques 1 et 2).

Aux États-Unis, les contribuables commenceront à ressentir les bénéfices personnels de la relance budgétaire lorsque la One Big Beautiful Bill se traduira par des réductions importantes d'impôt, au début de l'année 2026. Ce surplus de liquidités s'ajoute aux effets de richesse générés par les hausses à deux chiffres des prix des actions et de l'immobilier. La Réserve fédérale (Fed), qui a fait l'objet de pressions politiques intenses, semble maintenant disposée à ramener son taux directeur à un niveau « neutre », qu'elle estime être autour de 3 %.

Il est important de noter que tous les Américains ne profitent pas de la relance budgétaire et de la baisse des taux d'intérêt, car la consommation est de plus en plus portée par les ménages à revenu moyen ou élevé plutôt que par les ménages à bas revenu. Le graphique 3 illustre pourquoi les États-Unis ont récemment été qualifiés d'économie « en K ».

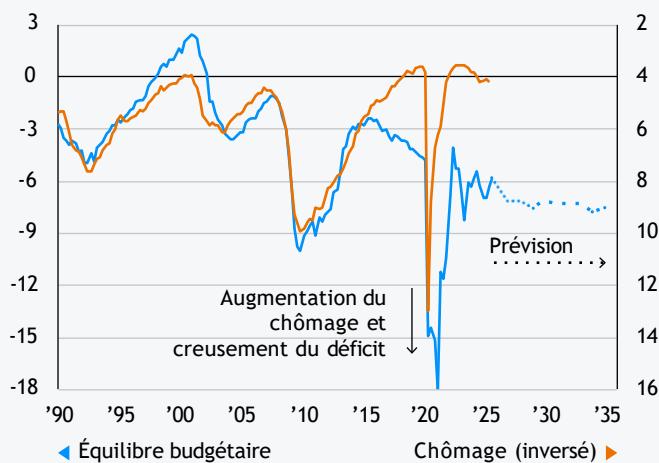
Outre les ménages à revenus moyens et élevés, les entreprises dépensent elles aussi à un rythme soutenu, notamment les sociétés technologiques. Les centaines de milliards de dollars de dépenses d'investissement évoquées lors des présentations de résultats des entreprises américaines contribuent de manière tangible à la croissance américaine.

L'activité devrait également s'accélérer de manière significative en Europe continentale en 2026. L'énorme plan de relance budgétaire annoncé en Allemagne en 2025 commencera à se répercuter dans les données économiques. Ces dépenses couvrent un très large éventail de projets, de la défense aux infrastructures de transport, en passant par les mesures de soutien à l'industrie. Le caractère résolument tourné vers l'investissement de ces plans devrait favoriser l'activité manufacturière et la croissance en général.

Les autres pays européens ont également décidé d'augmenter leur budget de défense, conformément à leur engagement de porter leurs dépenses militaires à 3,5 % du PIB (5 % si l'on inclut les autres dépenses d'infrastructures liées) d'ici 2035. En 2024, les dépenses pour la défense de l'Union européenne (UE) ont atteint 343 milliards d'euros, soit une hausse de 19 % par rapport sur un an, et devraient atteindre 400 milliards d'ici la fin 2027. L'UE a annoncé des plans pour aider les états membres à atteindre cet objectif, notamment la mise en œuvre du programme SAFE (Security Action For Europe), qui prévoit 150 milliards d'euros de prêts, ainsi que des ajustements de ses règles budgétaires.

Graphique 1 : Des mesures de relance budgétaire sans précédent compte tenu du faible taux de chômage aux États-Unis...

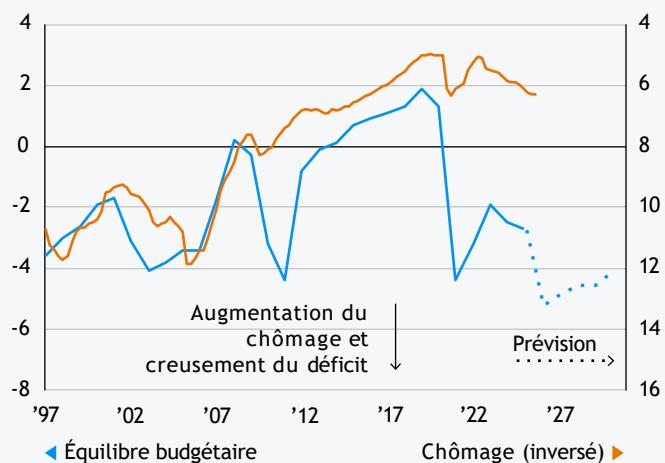
Équilibre budgétaire et taux de chômage aux États-Unis % du PIB nominal (gauche) ; % (droite)



Source : Bloomberg, CBO, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions concernant l'équilibre budgétaire reposent sur le dernier budget et les perspectives économiques du CBO. Données au 31 octobre 2025.

Graphique 2 : ...et maintenant en Allemagne

Équilibre budgétaire et taux de chômage en Allemagne % du PIB nominal (gauche) ; % (droite)



Source : Bloomberg, Destatis, J.P. Morgan Asset Management. Les prévisions concernant l'équilibre budgétaire sont celles de Destatis. Données au 31 octobre 2025.

Comme l'a souligné Christine Lagarde, la présidente de la Banque centrale européenne (BCE), les dépenses de défense peuvent améliorer la productivité si la recherche et développement débouche sur de l'innovation. Historiquement, les dépenses de défense européennes étaient principalement orientées vers le personnel, mais les plans futurs devraient davantage se concentrer sur les achats auprès d'entreprises établies en Europe, soutenant ainsi l'activité.

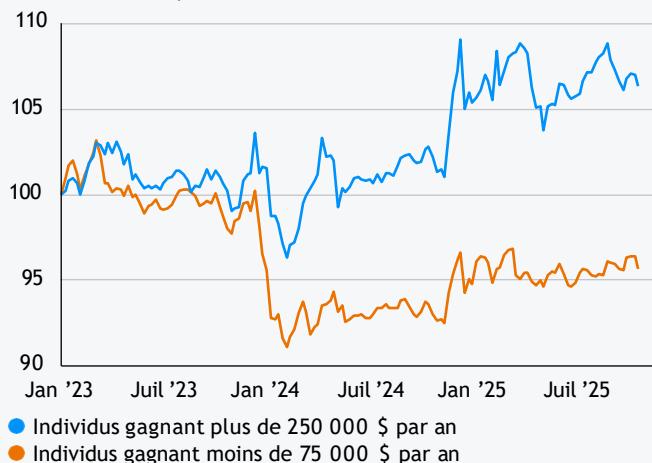
Les investisseurs ne devraient pas sous-estimer la puissance de la politique budgétaire. À notre avis, l'absence de mesures de relance budgétaire en Europe par rapport aux États-Unis explique en grande partie l'écart de croissance entre les deux régions au cours des 15 dernières années (voir le graphique 4). Les mesures de relance budgétaire expliquent également pourquoi l'Europe du Sud, qui a été la principale bénéficiaire du Fonds de relance de l'UE, a enregistré de si bons résultats ces dernières années. Le fait que l'Allemagne entre enfin dans la dynamique de relance budgétaire (selon les prévisions, la croissance de l'investissement public devrait être de 20 % en glissement annuel en 2026) est une grande nouvelle.

L'économie européenne bénéficie également de la relance monétaire. La BCE a rapidement abaissé ses taux à mesure que les risques d'inflation reculaient. La zone euro reste une économie sensible aux taux d'intérêt à court terme, et les dernières baisses de taux continuent de soutenir la croissance du crédit dans la région : les prêts aux ménages comme aux entreprises ont progressé cette année. En Allemagne, la reprise de l'activité immobilière devrait se traduire par une hausse des dépenses de mobilier et de rénovation, soutenant ainsi davantage la demande intérieure.

Graphique 3 : Les classes les plus aisées comptent pour la majorité des dépenses américaines

Dépenses hebdomadaires moyennes par tranche de revenu annuel

Moyenne mobile sur quatre semaines, calculée sur la base d'un indice 100 correspondant au début de 2023



Source : J.P. Morgan Asset Management. Le graphique repose sur une sélection de données internes fournies par Chase. Données au 31 octobre 2025.

Le commerce extérieur devrait peser moins négativement sur la croissance européenne en 2026. Les exportations européennes ont été anticipées avant l'introduction des droits de douane américains au printemps 2025, ce qui a ensuite pesé sur les exportations le reste de l'année, mais le commerce extérieur devrait se normaliser à mesure que cet effet s'atténue.

L'Allemagne, qualifiée ces dernières années d'« homme malade de l'Europe », semble enfin renouer avec la croissance.

En France, la situation politique reste problématique pour l'ensemble l'Europe, mais les décisions difficiles, y compris l'ajustement budgétaire, ont été largement différées jusqu'à l'élection présidentielle de 2027. Il est donc peu probable que la France compromette la reprise européenne en 2026. Le pays étant fondamentalement « trop grand pour échouer », il est probable que des solutions européennes soient trouvées pour atténuer cette pression, comme le programme SAFE destiné à soutenir les dépenses de défense via le bilan de l'UE.

Les perspectives semblent légèrement moins dynamiques au Royaume-Uni, où les options monétaires et budgétaires sont plus limitées. Comme en France, la situation politique ne permet pas de réduire les dépenses publiques, si bien que de nouvelles hausses d'impôts pourraient peser sur la croissance à court terme. Cependant, la faiblesse de l'activité pourrait enfin commencer à faire baisser l'inflation, ce qui permettrait au moins à la Banque d'Angleterre de relâcher quelque peu sa politique restrictive.

Graphique 4 : L'ancienne politique de restriction budgétaire de l'Allemagne a probablement joué un rôle décisif dans sa sous-performance

Dette publique

% du PIB nominal



Source : Banque des Règlements Internationaux, BEA, Eurostat, FMI, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La dette correspond à la dette brute à la valeur faciale. Les lignes en pointillés représentent les prévisions du FMI. Données au 31 octobre 2025.

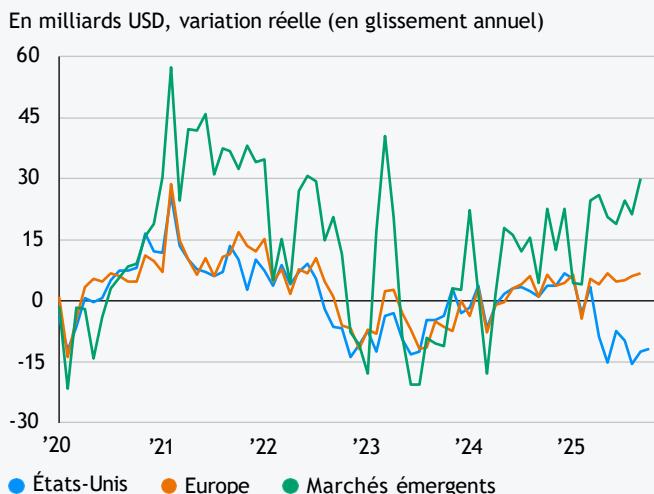
L'Asie apporte elle aussi un soutien monétaire et budgétaire. Au Japon, l'élection d'une nouvelle Première ministre pro-croissance, favorable à la poursuite d'une politique monétaire et budgétaire accommodante, réduit la probabilité d'une hausse marquée des taux d'intérêt et confirme le rôle du pays comme fournisseur durable de capitaux bon marché.

La Chine tente de mettre en place des mesures de relance monétaire et de soutien ciblé, sans grand succès jusqu'à ces derniers mois. La confiance des entreprises et des ménages reste faible depuis la pandémie de COVID. Par ailleurs, les mesures prises par le gouvernement pour atteindre son objectif affiché de « prospérité commune » semblent avoir structurellement entamé l'appétit des entreprises chinoises pour le risque.

Cependant, les perspectives de la Chine semblent atteindre un point d'inflexion. L'émergence de la société d'intelligence artificielle (IA) DeepSeek a rappelé au monde le dynamisme entrepreneurial de la Chine. La reprise des valeurs de croissance chinoises portée par les avancées de DeepSeek a soutenu l'ensemble du marché chinois et, combinée à la stabilisation des prix de l'immobilier, devrait contribuer à améliorer la confiance des consommateurs. Le commerce chinois n'a, en réalité, pas vraiment souffert, malgré les gros titres, car les marchandises chinoises sont soit redirigées vers d'autres marchés, soit réacheminées vers les consommateurs américains via d'autres régions (voir le graphique 5).

Dans l'ensemble, considérant toutes les mesures de relance ou de soutien prises, la dynamique de l'activité mondiale devrait retrouver de l'élan et s'étendre à d'autres régions du monde en 2026.

Graphique 5 : Les exportations chinoises vers les États-Unis ont diminué, mais elles ont été compensées ailleurs
Exportations chinoises par destination



Source : China Customs, LSEG Datastream, National Bureau of Statistics of China, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2025.

Risques potentiels de déraillement : l'inflation

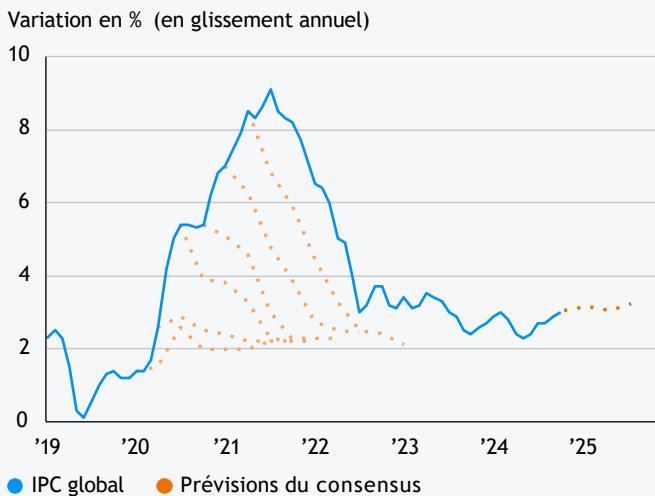
L'adoption actuelle de mesures de relance d'une ampleur jamais vue en temps de paix ne va cependant pas sans risques. Ces risques seront importants à surveiller pour les investisseurs, afin que, même s'ils profitent du contexte actuel, ils ne soient pas aveuglés par des problèmes potentiels en ligne de mire qui pourraient mettre en péril leurs rendements.

L'histoire montre qu'une relance excessive peut poser problème si elle alimente soit la hausse des prix à la consommation (particulièrement marquée dans les années 1970 et au début des années 2020), soit des bulles financières (dans les années 1920 et 1990).

L'inflation s'est révélée être une source d'inquiétude pour nous, et elle le restera encore à moyen terme. Pour l'instant, toutefois, un marché du travail suffisamment assagi et des demandes salariales en modération rassurent les banques centrales : même si l'inflation globale remontait quelque peu, elle ne devrait pas s'ancrer via des anticipations de prix plus élevées et une hausse des salaires.

Le risque pour 2026 est donc que, à mesure que l'activité s'accélère, les salariés commencent à demander des augmentations de salaire, et que l'inflation prenne davantage d'ampleur. Nous gardons à l'esprit que les économistes ont généralement un piètre bilan en matière de prévision des pics d'inflation. L'ampleur et la persistance de la hausse de l'inflation survenue en 2022, qui s'est révélée particulièrement néfaste pour les actions et les obligations, n'avaient pas été anticipées par le consensus (voir le graphique 6).

Graphique 6 : Le consensus s'attend à ce que l'inflation américaine reste modérée, mais n'a pas prévu le dernier pic IPC global (« Headline ») et prévisions du consensus pour les États-Unis



Source : Bloomberg, BLS, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2025.

Si l'inflation se renforcer davantage, les banques centrales occidentales devront sans doute repousser l'idée de nouvelles baisses de taux. Certains pourraient avancer que les pressions politiques pousseraient les banques centrales à poursuivre l'assouplissement malgré tout. Les marchés obligataires pourraient cependant se montrer nerveux quant à la détermination des autorités monétaires à maintenir la stabilité des prix, ce qui conduirait à une hausse des rendements à long terme.

Les décisions de la Fed seront particulièrement scrutées en 2026. L'évaluation des présidents des banques fédérales régionales en février et le remplacement de Jerome Powell à la présidence en mai offrent à l'administration Trump la possibilité d'exercer une influence accrue sur la politique monétaire. Si la Maison-Blanche parvient à révoquer le gouverneur Cook, et si les personnes actuellement nommées par Trump se rallient, il existe une possibilité qu'elle se retrouve en position de nommer les 12 présidents des banques régionales de la Réserve fédérale ainsi que trois des sept gouverneurs, dont le président.

Ce n'est pas notre scénario central, mais si l'indépendance de la banque centrale américaine devait réellement être remise en question, le dollar serait probablement l'actif qui en pâtirait le plus. Nous rappelons encore une fois aux investisseurs de bien réfléchir à leur exposition aux devises puisque, comme en 2025, l'évolution du dollar peut avoir une incidence notable sur les rendements finaux.

Risques potentiels de déraillement : les bulles financières

Les excès de liquidité ne se reflètent pas toujours dans les prix à la consommation. Ils sont parfois plus visibles dans les prix des actifs. Étant donné les valorisations élevées des marchés actions et l'envolée des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Allemagne, il s'agit d'un risque qui mérite une attention particulière.

La difficulté consiste à déterminer le moment où l'enthousiasme rationnel bascule dans l'emballage irrationnel. Il est encore plus difficile d'anticiper le passage de l'euphorie au désenchantement. C'est pourquoi nous consacrons un chapitre entier à la partie du marché actions où les valorisations sont actuellement les plus élevées (voir le chapitre Gérez avec prudence la concentration du portefeuille dans le secteur technologique). Le degré élevé de concentration sur les indices de référence des actions technologiques continue de nous inquiéter, compte tenu des interrogations relatives au retour sur investissement des énormes dépenses que ces entreprises engagent, ainsi que de l'augmentation progressive de l'effet de levier, qui semble maintenant soutenir ces dépenses. Nous avons également consacré un chapitre aux opportunités risque/rendement que nous jugeons plus attractives hors du marché américain (voir le chapitre Diversifiez de manière sélective au sein des actions mondiales).



L'histoire nous a appris que les politiques de relance peuvent, lorsqu'elles sont excessives, s'avérer problématiques si elles alimentent l'inflation ou les bulles financières.

Notre prochain chapitre porte sur le crédit privé et le capital-investissement, deux marchés qui ont récemment soulevé des interrogations en tant que potentiels destinataires d'une liquidité excédentaire susceptible de poser des problèmes à terme. Nous jugeons la situation moins préoccupante que ne le laisseraient penser les récents gros titres (voir le chapitre N'ayez pas peur d'investir sur les marchés privés).

De meilleures perspectives pourraient encore se profiler.

Il n'est pas certain que ces abondantes liquidités aboutiront à une inflation galopante ou à une bulle financière. Un scénario favorable de poursuite de l'expansion économique durable est possible si ces mesures de relance soutiennent l'augmentation de l'offre globale dans l'économie mondiale.

Ce sera le cas si l'IA et d'autres nouvelles technologies améliorent la productivité d'un large spectre d'entreprises. Les bénéfices actuels des géants technologiques pourraient à terme profiter à l'ensemble des entreprises mondiales. Ces profits pourraient également être redistribués aux salariés devenus plus productifs. Pour compléter ce tableau idyllique, les États se retrouveraient submergés de recettes fiscales provenant d'entreprises et de ménages prospères, ce qui leur permettrait de rembourser leurs dettes.

Ce scénario est possible. Pour conclure, nous recommandons par conséquent de rester exposé aux risques tant que des mesures de relance ou de soutien sont mises en œuvre pour accompagner la croissance. Mais nous invitons également les investisseurs à rester très attentifs à la façon dont les choses pourraient mal tourner et de choisir leurs stratégies avec soin (voir le chapitre Protégez-vous contre les déraillements de l'économie). Si l'inflation fait dérailler l'économie, les actions et les obligations en souffriront probablement. Selon nous, un parcours plus sûr, capable d'atténuer les chocs inflationnistes, doit inclure un ensemble d'actifs alternatifs offrant une véritable protection contre l'inflation. Si le secteur technologique faiblit, ceux qui investissent passivement dans des actions américaines ou mondiales seront en première ligne au moment de l'impact. Les investisseurs doivent donc bien réfléchir à la manière dont ils allouent leurs capitaux afin de profiter efficacement de la croissance, tout en s'assurant de disposer d'une protection suffisante en cas de déraillement de l'économie.

Gérez avec prudence la concentration du portefeuille dans le secteur technologique

Les discussions autour d'une bulle de l'intelligence artificielle (IA) refont surface. Les valeurs technologiques à très grande capitalisation ont enregistré une nouvelle année solide, mais alors que l'attention se porte de plus en plus sur la nature circulaire de certaines transactions très médiatisées et sur la concentration sans précédent des indices actions américains, les investisseurs s'inquiètent à nouveau du risque d'une correction majeure des valeurs liées à l'IA.

L'écosystème de l'IA

Pour répondre à ces préoccupations, il nous faut d'abord comprendre l'écosystème de l'IA, de plus en plus tentaculaire (voir le graphique 7).

Les fabricants de matériel se situent à la base de la pile technologique. Ce groupe comprend des sociétés telles que Nvidia (qui conçoit des puces spécialisées), TSMC (qui fabrique des puces pour Nvidia, entre autres) et ASML (qui crée des outils de précision utilisés dans la fabrication de puces).

Viennent ensuite les « hyperscalers ». Ce groupe comprend des géants industriels tels qu'Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft et Oracle.¹ Ces entreprises construisent et exploitent des centres de données, qui sont la colonne vertébrale de l'IA et plus largement du cloud computing. Environ la moitié des dépenses d'investissement liées à l'IA étant consacrée aux puces, les hyperscalers sont donc des clients essentiels pour les fabricants de matériel.

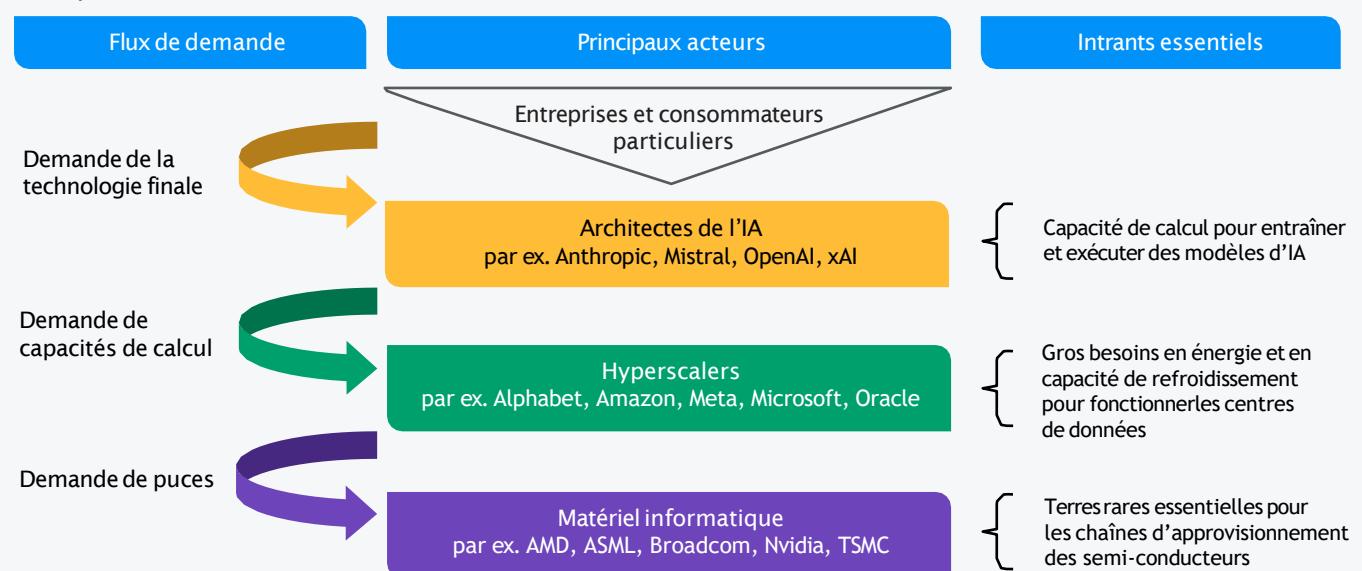
Le troisième groupe est composé d'architectes de l'IA. Ces entreprises développent de grands modèles de langage (LLM) et d'autres applications d'IA qui peuvent être utilisés pour n'importe quoi, de la création vidéo aux chatbots, en passant par la recherche médicale complexe. ChatGPT, l'agent conversationnel d'OpenAI, est sans doute le modèle de langage le plus connu à ce jour, mais il existe de nombreux autres exemples populaires, tels que Claude d'Anthropic, Gemini de Google, Grok de xAI et Le Chat de Mistral.

Bien que ces catégories couvrent clairement le volet offre de l'infrastructure de l'IA, il est beaucoup plus difficile de définir de manière globale le volet demande. Les utilisateurs vont des particuliers (par exemple, des utilisateurs de ChatGPT) aux entreprises (par exemple, un centre d'appels utilisant des chatbots alimentés par l'IA), en passant par des sociétés commerciales qui placent l'IA au cœur de leur offre de services, comme les éditeurs de logiciels qui vendent des outils pilotés par l'IA.

Dans un écosystème fonctionnel et mature, l'argent dépensé par les utilisateurs finaux doit être suffisant pour générer des profits pour tous les acteurs concernés. Prenons l'exemple d'un achat hebdomadaire au supermarché. L'argent que vous dépensez à la caisse devrait suffire pour que le supermarché, la société qui gère le foncier, les fabricants de produits alimentaires et les agriculteurs y trouvent tous leur compte.

¹ Si les centres de données occupent souvent l'essentiel de l'attention, leur rôle dans l'écosystème est en réalité bien plus large, ce qui rend le tableau plus difficile à interpréter. Prenons Microsoft : Azure est la plateforme de cloud computing de Microsoft, Microsoft 365 Copilot est un assistant de productivité alimenté par l'IA, et l'entreprise a en outre investi dans OpenAI depuis 2019.

Graphique 7 : Les dépendances sont nombreuses dans l'écosystème de l'IA
L'écosystème de l'IA



Source : J.P. Morgan Asset Management, novembre 2025.



Les cycles de surinvestissement conduisent malheureusement bien souvent à des surcapacités, qui finissent par peser sur les marges.

Dans l'écosystème actuel de l'IA, la demande des utilisateurs finaux, particuliers comme entreprises, reste insuffisante pour permettre à l'ensemble des acteurs de dégager des profits. Depuis plusieurs années, les hyperscalers assurent l'essentiel des investissements, utilisant les revenus générés par leurs autres activités pour financer le déploiement des capacités d'IA, ce qui, en retour, profit aux fabricants de matériel. La vraie question est de savoir si la demande finale peut croître suffisamment vite pour générer un retour sur investissement raisonnable sur l'ensemble de la chaîne de valeur – la fameuse question à un million/milliard/billion de dollars.

Surveillance de la bulle

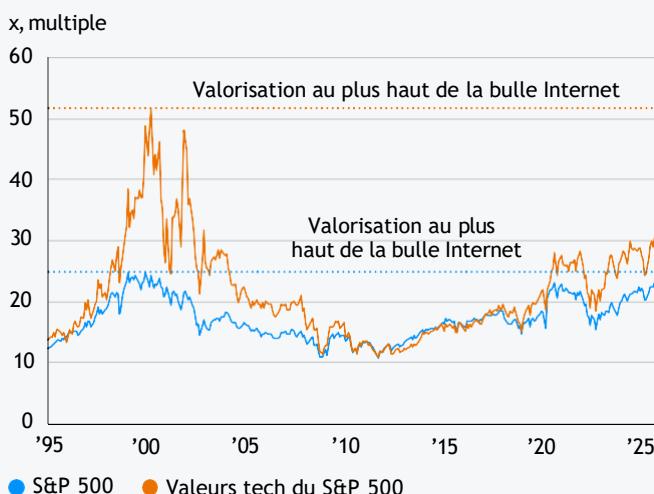
L'envolée des cours des actions technologiques est telle depuis la pandémie qu'il n'est guère étonnant qu'elle soit comparée aux bulles antérieures.

Valorisations : des niveaux élevés, mais pas prohibitifs si les bénéfices sont au rendez-vous

Alors que les valorisations actuelles ne sont pas aussi extrêmes que lors de la bulle Internet, le ratio P/E anticipé à 12 mois de 23x du S&P 500 n'est pas loin de la valorisation maximale de l'an 2000, tandis que le secteur des technologies se négocie sur des bénéfices anticipés de 31x (voir le graphique 8).

Les fabricants de matériel affichent actuellement des valorisations plus élevées (bénéfices anticipés à 12 mois de 35x) que les hyperscalers (30x). Pour les architectes de l'IA, cependant, les valorisations sont plus difficiles à comparer étant donné que des acteurs majeurs comme Anthropic, Mistral et OpenAI ne sont toujours pas cotés aujourd'hui. Ce manque de visibilité rend beaucoup plus difficile l'évaluation précise des fondamentaux d'un groupe faisant partie intégrante de l'écosystème tout entier.

Graphique 8 : Les valorisations sont élevées, mais restent inférieures à leur niveau au plus haut de la bulle Internet
Les valorisations des actions américaines



Source : LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2025.

Graphique 9 : Atteindre le sommet est difficile, y rester l'est encore plus

Comment ont évolué les actions les plus populaires de la tech après 2000

Société	Situation actuelle	P/E au pic de la bulle Internet	Rendements depuis le pic de la bulle Internet
Microsoft	En exploitation	50,9x	1412 %
Cisco	En exploitation	105,4x	42 %
Intel	En exploitation	39,6x	1 %
Oracle	En exploitation	103,9x	653 %
IBM	En exploitation	23,9x	409 %
Lucent Technologies	Fusionnée	43,9x	2 %
Nortel Networks	Faillite	87,6x	-
S&P 500	-	22,6x	620 %

Source : LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Le pic de la bulle Internet s'est produit le 24 mars 2000. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

Deux leçons importantes peuvent être tirées des précédentes envolées des valeurs technologiques. La première est que les valorisations élevées n'empêchent pas automatiquement les rendements futurs. Un investisseur qui a acheté des titres Microsoft lorsqu'ils étaient à leur pic de valorisation de 68x en décembre 1999 aurait enregistré un rendement de plus de 1 000 % sur les 25 années suivantes (à condition qu'il ait conservé ses actions pendant le krach de 2000, lorsqu'elles ont perdu 65 % de leur valeur). La seconde leçon, cependant, est que les marchés boursiers sont généralement très mauvais pour prédire les futurs gagnants des révolutions technologiques. Si l'on examine les entreprises technologiques les plus populaires du S&P 500 au pic de la bulle Internet de 2000, seule Microsoft a conservé sa place parmi les 10 plus grandes entreprises une décennie plus tard (voir le graphique 9). Identifier les gagnants à long terme en temps réel est une tâche incroyablement complexe.

Santé financière : une amélioration sensible par rapport à 2000, mais des fragilités commencent à apparaître

La solidité financière des mégacapitalisations de l'IA est sans doute la principale raison qui rend les comparaisons avec la bulle Internet plus discutables. Contrairement aux bilans fragiles des entreprises d'il y a 25 ans, Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft et Nvidia disposent aujourd'hui de 450 milliards de dollars de liquidités. Dans le passé, la difficulté d'obtention des crédits a souvent été un élément majeur de l'éclatement des bulles financières. On peut donc penser que les géants technologiques d'aujourd'hui ont moins à craindre sur ce point.

Graphique 10 : Les engagements d'investissement entament les liquidités
Dépenses d'investissement des cinq principaux hyperscalers américains du secteur de l'IA
En milliards USD (gauche) ; en % (droite)



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Le graphique montre les dépenses totales d'investissement d'Alphabet, de Meta, de Microsoft et d'Oracle, ainsi qu'une estimation des dépenses d'AWS (Amazon). Les flux de trésorerie d'exploitation représentent les flux de trésorerie avant les dépenses d'investissement. Données au 31 octobre 2025.



En fin de compte, la vraie question est de savoir si la demande finale peut croître suffisamment vite pour générer un retour sur investissement raisonnable sur l'ensemble de la chaîne de valeur —la fameuse question à un million/milliard/billion de dollars.

Cette solidité financière a jusqu'à présent permis à de nombreux hyperscalers de financer leurs dépenses d'investissement dans l'IA à partir de leur trésorerie disponible. Nous notons, cependant, que les dépenses d'investissement prévues pour les années à venir accapareront davantage les liquidités disponibles (voir le graphique 10). Les récentes décisions de Meta, Oracle et xAI pour exploiter les marchés de la dette publique et privée méritent d'être scrutées à cet égard.

Cependant, la nature de plus en plus circulaire des accords autour de l'IA ces derniers mois rappelle ce que nous avons connu à la fin des années 90. L'annonce faite en septembre selon laquelle Nvidia envisage d'investir jusqu'à 100 milliards de dollars dans OpenAI a sans doute été la plus commentée. OpenAI, de son côté, canalisera une grande partie de cet investissement dans la sécurisation de nouvelles capacités de calcul, ce qui stimulera la demande pour les puces Nvidia.

Les optimistes diront que Nvidia utilise ses liquidités pour simplement anticiper la demande future. Pourtant, plus les entreprises sont liées entre elles, plus grand est le risque qu'une seule défaillance fasse s'écrouler l'écosystème tout entier.

Structure du marché : un biais croissant en faveur des marchés privés exige une approche différente

Les introductions en bourse constituent une autre différence majeure aujourd'hui. La bulle Internet se caractérisait notamment par des introductions en bourse frénétiques : en 1999, le rendement médian au premier jour pour les 476 entreprises américaines qui sont entrées en bourse était de 57 %, contre seulement 7 % en moyenne entre 1980 et 2024. Ces rendements exceptionnels ont incité les entreprises à se ruer sur le marché beaucoup plus rapidement qu'à l'ordinaire (voir le graphique 11).

Si les introductions en bourse ont repris au second semestre 2025, l'activité reste nettement plus limitée. Cela reflète en partie la tendance croissante des entreprises à rester non cotées, en raison d'un fardeau réglementaire plus léger et de la large disponibilité des capitaux privés, comme nous l'expliquons dans le chapitre N'ayez pas peur d'investir sur les marchés privés.

Le point positif est qu'en attendant beaucoup plus longtemps avant d'entrer en bourse, les entreprises ont renforcé l'ensemble des fondamentaux du secteur technologique coté. L'inconvénient est que les investisseurs qui n'accèdent au thème de l'IA que par les marchés cotés risquent de passer à côté de certains futurs gagnants de long terme, aujourd'hui uniquement accessibles via des stratégies de capital-investissement.

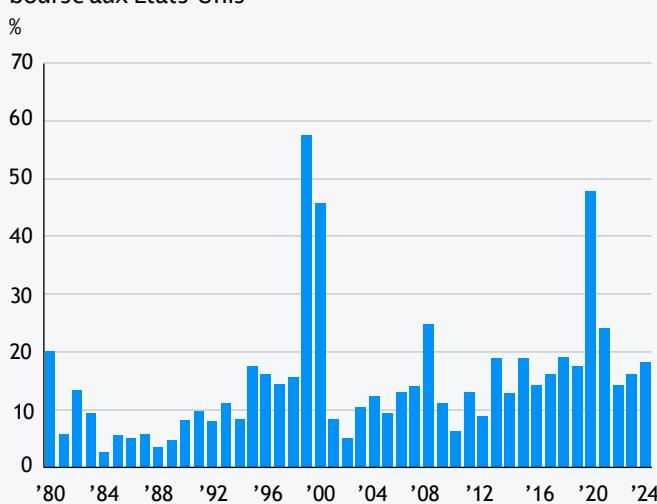
Profits exceptionnels : une « norme » pourrait s'avérer difficile à maintenir

Contrairement à la fin des années 1990, lorsque les valorisations s'envolaient alors que les bénéfices stagnaient, la hausse actuelle des cours est beaucoup plus portée par la progression des résultats. Ce n'est pas qu'une question de chiffre d'affaires : il faut aussi prendre en compte les marges : celles du secteur technologique américain sont actuellement plus de deux fois supérieures à celles du S&P 500. Les investisseurs supposent aujourd'hui que les entreprises technologiques généreront des bénéfices exceptionnels par rapport au reste de l'indice.

Certes, la rentabilité des grands noms de l'IA sur les marchés privés est généralement beaucoup plus faible, mais la croissance de leur chiffre d'affaires reste impressionnante. OpenAI générerait désormais un chiffre d'affaires annuel dépassant 13 milliards de dollars, mais compte tenu de ses dépenses massives de R&D, la société ne devrait pas atteindre la rentabilité avant l'horizon 2030.

Graphique 11 : L'activité d'introductions en bourse est aujourd'hui moins vigoureuse

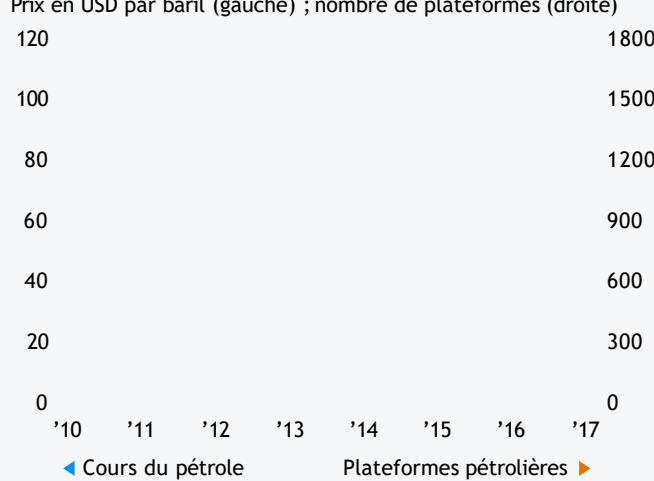
Rendement médian au premier jour des introductions en bourse aux États-Unis



Source : Jay Ritter - Université de Floride, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

Graphique 12 : Le boom américain des investissements dans le schiste bitumineux a été suivi d'un effondrement

Prix du pétrole brut WTI et nombre de plateformes de forage



Source : Baker Hughes, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

La poursuite de cette croissance des bénéfices dépend à la fois de la demande finale et de la capacité des entreprises technologiques à maintenir leurs marges exceptionnelles. Les cycles de surinvestissement conduisent malheureusement bien souvent à des surcapacités, qui finissent par peser sur les marges. Le boom du schiste des années 2010 en est un excellent exemple : des percées dans les techniques de forage ont provoqué une forte hausse de l'offre de pétrole, avant qu'un effondrement brutal des prix n'entraîne une vague de faillites (voir le graphique 12).

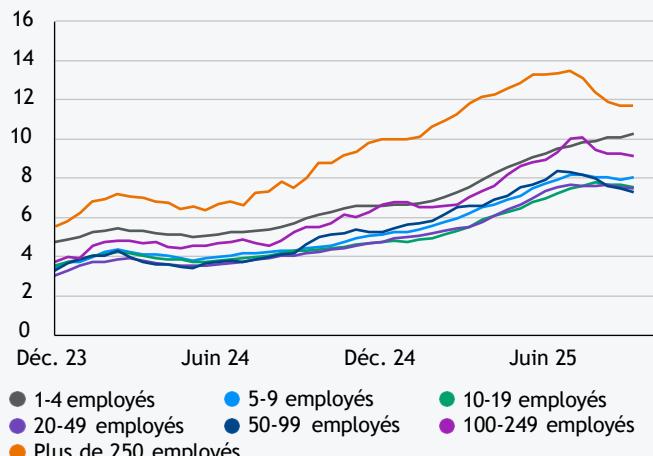
Le principal défi pour les hyperscalers dans l'estimation précise de la demande future réside dans le nombre élevé de variables en jeu. D'ici 2030, l'intensité en ressources de l'IA actuelle aura-t-elle nettement diminué ? Aurons-nous réalisé des avancées majeures en matière d'intelligence artificielle générale (AGI) ? Et à quelle vitesse le matériel dédié à l'IA deviendra-t-il obsolète face à de nouveaux développements technologiques ? Aucune de ces questions n'a aujourd'hui de réponse précise, ce qui implique une marge d'erreur importante dans les estimations concernant les futurs besoins en dépenses d'investissement et les bénéfices.

La demande finale : la question la plus importante, et la plus difficile

Si l'IA permet in fine aux entreprises de créer de nouvelles et importantes sources de revenus et de réduire considérablement leurs coûts de main-d'œuvre, les bénéfices des géants de la tech continueront de croître de manière impressionnante. Pourtant, si les consommateurs et les entreprises devaient s'avérer plus réticents à dépenser de grosses sommes dans les nouvelles technologies de l'IA, il sera beaucoup plus difficile d'obtenir un retour sur les investissements massifs réalisés aujourd'hui.

Graphique 13 : Certains signes semblent indiquer une baisse de l'investissement des grandes entreprises dans l'IA
Les entreprises américaines utilisant l'IA pour produire des biens et des services, par taille

En %, moyenne mobile sur 12 semaines



Source : Bureau du recensement, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2025.

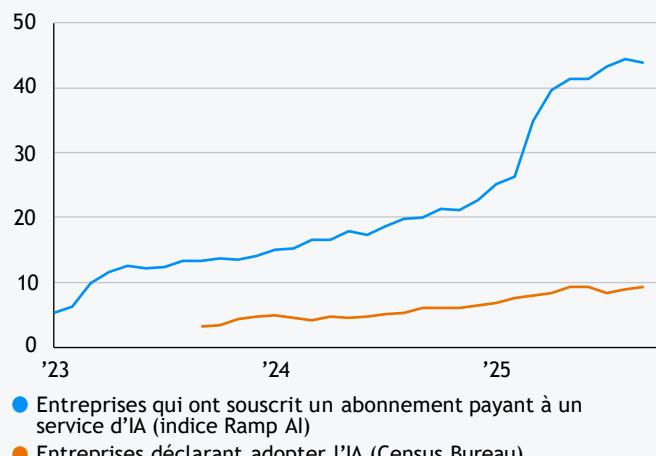
Les architectes de l'IA communiquent sur la croissance astronomique de leur base d'utilisateurs, mais l'acquisition d'utilisateurs payants s'avère bien plus difficile. Dans le cas d'OpenAI, ChatGPT a battu tous les records en matière de rapidité d'adoption technologique, mais seulement 5 % de ses 800 millions d'utilisateurs sont actuellement des clients payants, selon le Financial Times.

Les résultats d'une récente enquête sont tout aussi mitigés. Selon un sondage mené par l'US Census Bureau au sujet de l'IA, seulement 9 % des entreprises américaines utilisent l'IA pour produire des biens et des services. Et les disparités sont grandes selon les secteurs. Fait quelque peu inquiétant, lorsque l'on examine plus en détail les réponses récentes, on s'aperçoit que la demande des plus grandes entreprises pourrait commencer à ralentir (voir le graphique 13).

D'autres études laissent entrevoir des perspectives beaucoup plus réjouissantes. L'indice Ramp AI, par exemple, montre que 44 % des entreprises interrogées paient pour un abonnement à l'IA (voir le graphique 14), ou l'enquête trimestrielle Pulse de KPMG qui met en évidence une augmentation constante du déploiement d'agents d'IA conçus pour améliorer la productivité des employés.

Graphique 14 : Les données de facturation brossent un portrait plus optimiste de l'adoption de l'IA
Mesures d'adoption de l'IA

En %, part des entreprises



Source : Census Bureau, indice Ramp AI, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2025.

Les facteurs susceptibles de retourner les marchés

Voyons maintenant ce qui pourrait retourner l'engouement actuel des investisseurs pour les valeurs liées à l'IA.

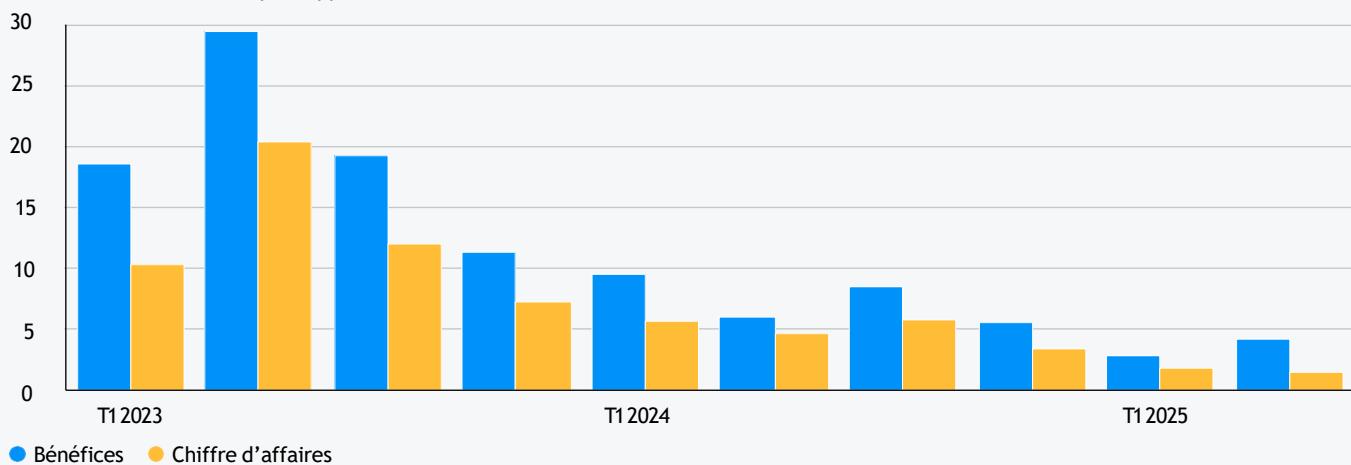
Un faux pas très médiatisé

Compte tenu du nombre croissant d'interconnexions au sein de l'écosystème de l'IA, un « flop » très médiatisé pourrait être très dommageable pour l'ensemble des acteurs du secteur. Les publications des résultats sont la première chose à vérifier. NVIDIA, par exemple, a systématiquement dépassé les attentes en termes de bénéfices et de chiffre

d'affaires entre le 1er trimestre 2023 et le 2e trimestre 2025. Si les résultats ont pendant un temps largement dépassé les attentes, l'écart diminue cependant à mesure que ces dernières augmentent, et il ne faut pas oublier que le rythme de croissance des dépenses d'investissement des hyperscalers est censé ralentir (voir les graphiques 15 et 16). Si l'une de ces mégacapitalisations du secteur de l'IA devait faire un faux pas important, les répercussions pourraient affecter de nombreuses entreprises du secteur. Autre exemple : si OpenAI maintenait ses plans d'introduction en bourse pour 2026 et rencontrait des difficultés pour atteindre la valorisation souhaitée.

Graphique 15 : L'écart entre les résultats des entreprises et les attentes s'amenuise à mesure que ces dernières augmentent
La croissance trimestrielle du chiffre d'affaires et des bénéfices de NVIDIA dépasse les attentes

Points de % de différence par rapport au consensus

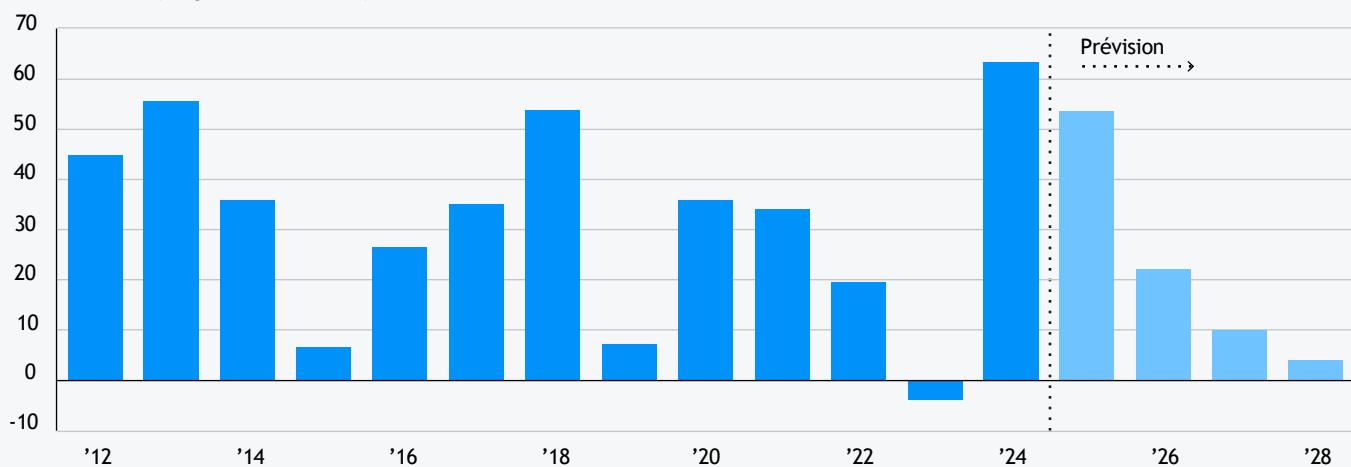


Source : LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2025.

Graphique 16 : La croissance des dépenses d'investissement des hyperscalers devrait ralentir

Croissance des dépenses d'investissement des cinq principaux hyperscalers d'IA américains

Variation en % (en glissement annuel)



Source : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Le graphique montre la croissance annuelle des dépenses totales d'investissement d'Alphabet, de Meta, de Microsoft et d'Oracle, ainsi qu'une estimation des dépenses d'AWS (Amazon). Données au 31 octobre 2025.

Des contraintes de capacité

La question de la capacité des fournisseurs d'énergie et de matières premières à répondre à la demande future en capacités de calcul a, jusqu'à présent, reçu bien moins d'attention du marché, alors qu'elle est tout aussi essentielle. Des articles de presse faisant état de pannes d'électricité liées à l'expansion des centres de données, ou d'une pénurie de minéraux essentiels à la fabrication de puces, sont deux exemples de problèmes susceptibles de modifier le sentiment du marché.

Une crise de liquidité

Un choc extérieur, indépendant du secteur de la technologie, pourrait aussi être le catalyseur d'une correction. Du fait de leurs valorisations importantes, les valeurs technologiques se négocient de plus en plus comme un thème à bête élevé, qui surperform les marchés en hausse et sous-perform les marchés en baisse. Si notre scénario de risque extrême, celui d'un choc d'inflation qui déclenche une hausse des rendements obligataires, se concrétise, nous pensons que les actions liées à l'IA seront particulièrement touchées.

Comment se positionner

Avec un sentiment lié à l'IA qui constitue aujourd'hui un moteur dominant des marchés, les investisseurs ne peuvent clairement pas se permettre d'attendre de voir comment va évoluer la demande pour se positionner sur les marchés. En général, dans un contexte imprévisible, la diversification est une approche avisée. S'agissant de l'imprévisibilité liée à l'IA, nous voyons trois façons spécifiques de stimuler la diversification.

1. Se diversifier dans l'écosystème : Les risques et les opportunités auxquels sont confrontées les entreprises du secteur de l'IA peuvent varier considérablement. Si, par exemple, les hyperscalers surestiment la demande future de capacité de calcul, ce surinvestissement pourrait exercer une pression à la baisse sur les prix, au détriment de leurs marges et au bénéfice des consommateurs de cette capacité de calcul. Nous pouvons également constater qu'il y a des gagnants et des perdants dans chaque segment de l'IA. Dans le segment matériel, par exemple, le temps dira si l'écosystème de l'IA peut permettre à plusieurs fabricants de puces (comme Nvidia, Broadcom et AMD, entre autres) de coexister, ou si ces acteurs sont, in fine, confrontés à un scénario de domination totale par un seul acteur.

2. Se diversifier au niveau régional : L'exposition particulière des indices américains au thème de l'IA plaide en faveur d'une diversification régionale, comme nous l'expliquons dans Diversifiez de manière sélective au sein des actions mondiales. Premièrement, les grands gagnants de la course à l'IA seront peut-être dans d'autres parties du monde, notamment en Asie. Deuxièmement, si l'attention du marché passe des producteurs d'IA aux utilisateurs d'IA, le mix sectoriel européen pourrait en bénéficier. À l'inverse, si le sentiment lié à l'IA se détériore, la faible exposition à la technologie de marchés comme le Royaume-Uni et la Suisse deviendrait soudainement plus attrayante.

3. Se diversifier sur les marchés publics et privés : À travers l'histoire, nombreux sont les créateurs de nouvelles technologies qui ont été évincés par des start-ups plus dynamiques et plus jeunes. Si la création de valeur se concentre finalement davantage sur les développeurs des outils capables d'exploiter l'IA, plutôt que sur les fournisseurs d'infrastructures, les gagnants à long terme pourraient bien se trouver aujourd'hui encore sur les marchés privés. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous adoptons une position structurellement positive sur le capital-investissement (voir le chapitre N'ayez pas peur d'investir sur les marchés privés).

Conclusion

Les géants de la tech ont enregistré des bénéfices très solides, mais les perspectives concernant la demande future d'IA restent très incertaines et, par conséquent, il est également très incertain que ces attentes élevées seront satisfaites. Il est, par ailleurs, encore plus difficile de savoir quand ces déceptions pourraient avoir lieu. C'est pourquoi nous mettons en garde contre les portefeuilles trop fortement positionnés à la hausse ou à la baisse. La diversification au sein de l'écosystème de l'IA, des régions et entre les marchés publics et privés devrait offrir le meilleur ratio risque/rendement, en aidant les investisseurs à gérer les changements que cette nouvelle révolution technologique pourrait engendrer.

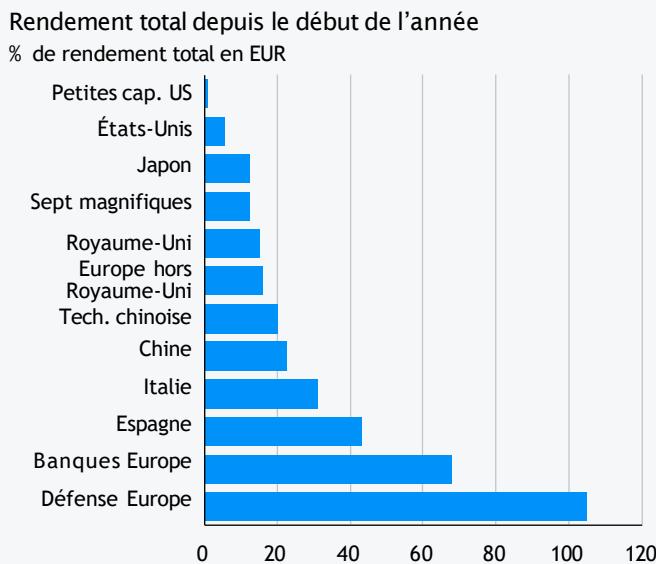
Diversifiez de manière sélective au sein des actions mondiales

Alors que les responsables politiques du monde entier renforcent la dynamique économique, nous sommes positifs quant à un élargissement de la croissance mondiale. Ces perspectives économiques devraient soutenir les marchés boursiers en dehors des États-Unis. Les investisseurs devraient donc veiller à ce que leurs portefeuilles ne soient pas trop concentrés sur les valeurs technologiques américaines (voir le chapitre Gérez avec prudence la concentration du portefeuille dans le secteur technologique), même si la hausse des cours outre-Atlantique pourrait se poursuivre en 2026.

Il est important de noter que la diversification régionale ne permet pas seulement d'atténuer les risques ; elle peut également améliorer les rendements. La diversification contribuera bien sûr à protéger les portefeuilles contre le risque d'un repli du sentiment à l'égard de l'IA et de la correction de marché qui pourrait en découler. Mais la diversification peut aussi stimuler les rendements dans un monde où la progression haussière des valeurs liées à l'IA se poursuit, comme nous l'avons vu en 2025 (voir le graphique 17).

En 2026, il conviendra de privilégier les marchés dont les fondamentaux s'améliorent, ainsi que, dans une certaine mesure, ceux qui sont moins corrélés au sentiment lié à l'IA. Les rendements seront probablement de plus en plus tributaires des bénéfices plutôt que de la croissance des multiples, dans la mesure où les valorisations des actions sont élevées dans de nombreuses régions (voir le graphique 18). Les investisseurs doivent également prendre en compte l'impact des mouvements de change sur les rendements.

Graphique 17 : La diversification régionale a porté ses fruits en 2025



Source : BME, FTSE, LSEG Datastream, MSCI, Russell, S&P Global, STOXX, Bourse de Tokyo, J.P. Morgan Asset Management. Les valeurs utilisées pour la Chine, le secteur technologique chinois et l'Europe hors Royaume-Uni proviennent de l'indice MSCI. Banques européennes : STOXX 600 Banks ; défense européenne : panier d'actions européennes de défense ; Italie FTSE MIB ; Japon : TOPIX ; Espagne : IBEX ; Royaume-Uni : FTSE 100 ; États-Unis : S&P 500 ; petites capitalisations américaines : Russell 2000. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

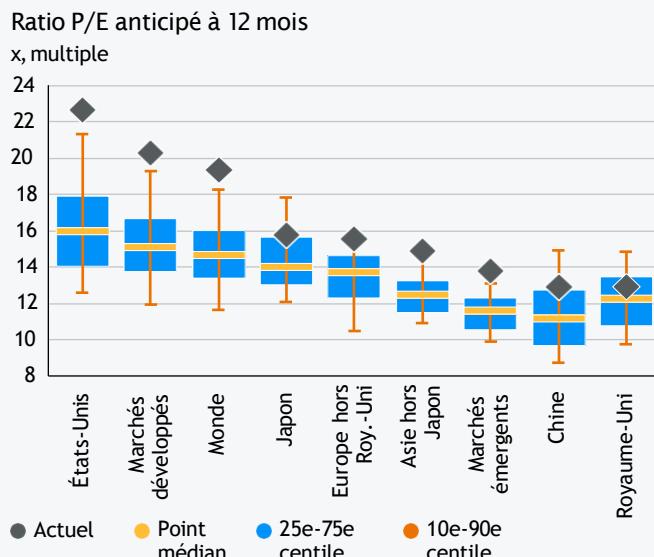
Valeurs européennes : des bénéfices en hausse

Les actions européennes ont bien commencé l'année 2025, grâce à l'important écart de valorisation avec les États-Unis, un sous-positionnement en Europe et un changement radical de la politique budgétaire allemande. Mais les bénéfices décevants ont entraîné un ralentissement des performances depuis juin.

Après sept mois de révisions à la baisse, les estimations de bénéfice par action (BPA) européen semblent s'inverser pour 2026 et les prévisions ascendantes tablent sur une croissance de 12 % en glissement annuel. Une croissance comprise entre 4 et 6 % nous semble plus réaliste et cohérente avec le rythme habituel des révisions à la baisse du consensus.

Le principal moteur de la croissance des bénéfices devrait être un ralentissement ou un arrêt probable de l'appréciation de l'euro en 2026. Cela devrait aider les entreprises européennes, car environ la moitié de leur chiffre d'affaires provient de leurs activités à l'international. L'euro s'est apprécier de manière significative par rapport au dollar américain en 2025. Ce phénomène s'explique davantage par la faiblesse du dollar que par de meilleures perspectives de croissance européennes. Cette appréciation de l'euro a contribué à une révision à la baisse de 17 % des estimations de BPA pour 2025 dans les secteurs exportateurs européens, tandis que les secteurs domestiques ont vu leurs estimations relevées de 1 % (voir le graphique 19).

Graphique 18 : Les valorisations des actions sont élevées sur la plupart des marchés



Source : FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, Bourse de Tokyo, J.P. Morgan Asset Management. Les valeurs utilisées pour l'Asie hors Japon, la Chine, les marchés développés, les marchés émergents, l'Europe hors Royaume-Uni et le monde proviennent de l'indice MSCI. Japon : TOPIX ; Royaume-Uni : FTSE 100 ; États-Unis : S&P 500. La valorisation correspond au ratio cours/bénéfices anticipés à 12 mois, tel que publié par IBES. Fourchette et médiane calculées sur les 20 dernières années. Données au 31 octobre 2025.

Par ailleurs, la plus grande stabilité des prix de l'énergie devrait également porter les bénéfices des sociétés européennes, compte tenu du poids des secteurs liés aux matières premières dans les revenus des entreprises incluses dans l'indice.

En Europe, les estimations de BPA de ces secteurs pour l'année 2025 ont été révisées à la baisse de 27 % en raison de la baisse du cours du pétrole. En 2026, la croissance du BPA des secteurs de l'énergie et des matériaux devrait rebondir à 7 et 31 %, respectivement, et les dernières révisions sont à la hausse.

Ce n'est pas seulement la dissipation des vents contraires qui devrait permettre un retour à la croissance des bénéfices européens. L'économie européenne pourrait également surprendre à la hausse. Les prévisions de croissance du PIB de la zone euro sont déjà orientées à la hausse, et la politique budgétaire devrait apporter un soutien supplémentaire, en particulier en Allemagne où nous anticipons une progression de la croissance, de zéro à un niveau nettement supérieur au potentiel (voir le chapitre Une croissance portée par les politiques monétaires et budgétaires).

Toujours « moins cher », voire franchement bon marché

Les valorisations européennes restent attractives par rapport aux actions américaines et aux autres actifs. L'indice MSCI Europe ex-UK est le seul indice boursier majeur dont le ratio P/E anticipé à 12 mois est actuellement inférieur à ce qu'il était début 2022 (voir le graphique 20). Les multiples européens sont actuellement 35 % inférieurs à ceux des États-Unis, ce qui est proche du plus grand écart jamais enregistré. Cependant, l'écart

de croissance des bénéfices entre les deux régions se rétrécit. Après la crise financière mondiale, les bénéfices des entreprises américaines ont augmenté en moyenne 8 points de pourcentage plus vite que les bénéfices de leurs homologues européennes (en annualisé), mais cet écart devrait se réduire à 2 points de pourcentage entre 2025 et 2027. Ainsi, selon les prévisions actuelles du consensus, les investisseurs peuvent payer un multiple de 16x les bénéfices anticipés en Europe (hors Royaume-Uni), ou de 23x aux États-Unis, pour des bénéfices attendus relativement similaires.

Rester sélectif

Bien que nous soyons globalement positifs sur l'Europe, nous recommandons néanmoins aux investisseurs de rester sélectifs et de se concentrer sur trois segments principaux : les banques, les bénéficiaires des politiques budgétaires et les GRANOLAS.¹

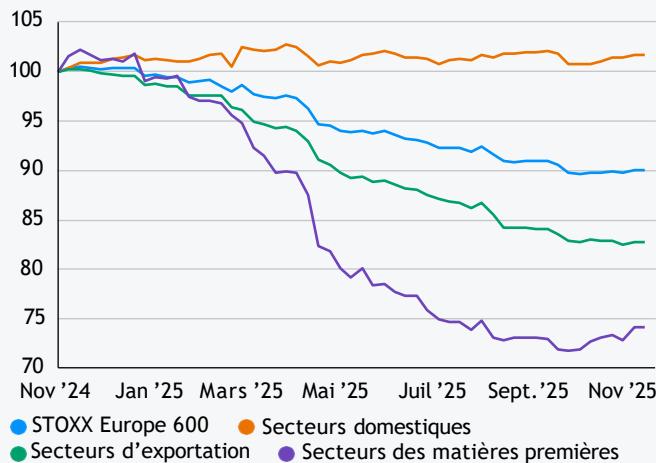
Premièrement, les valeurs bancaires européennes sont attractives. Malgré un rendement de près de 200 %, dividendes compris, depuis le début de 2022, nous pensons que le secteur bénéficie encore de vents favorables. Les valeurs bancaires européennes se négocient à un ratio cours/valeur comptable raisonnable de 1,1x, ce qui est bien en dessous de leur moyenne d'avant la crise financière mondiale, et offrent un rendement solide pour les actionnaires (rachats plus dividendes) de 8 %. La croissance des bénéfices a été plus de deux fois supérieure à celle de l'indice depuis 2019, et les prévisions révisées du consensus pour le BPA de 2026 montrent que cette robustesse devrait perdurer. Une croissance nominale plus forte et des courbes de rendement plus pentues que dans les années 2010 devraient également soutenir les bénéfices bancaires.

¹ GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP et Sanofi.

Graphique 19 : Les entreprises tournées vers l'export et liées aux matières premières ont fortement freiné les bénéfices en 2025

Estimations des bénéfices pour 2025

Niveau d'indice, base 100 au 31 octobre 2024

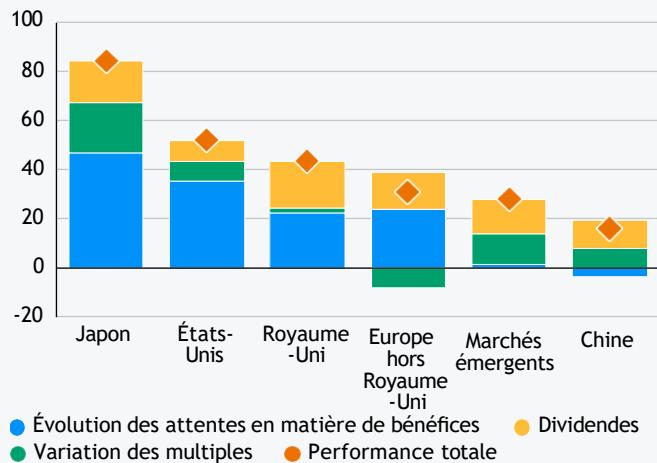


Source : IBES, LSEG Datastream, STOXX, J.P. Morgan Asset Management. Les secteurs domestiques sont ceux qui génèrent plus de 50 % de leur chiffre d'affaires en Europe. Les secteurs exportateurs sont ceux qui génèrent moins de 50 % de leur chiffre d'affaires en Europe. Données au 31 octobre 2025.

Graphique 20 : L'Europe est l'une des rares régions où les valorisations n'ont pas enregistré de croissance depuis 2022

Décomposition des rendements depuis début 2022

%, sources de rendement total en monnaie locale



Source : FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, Bourse de Tokyo, J.P. Morgan Asset Management. Les valeurs utilisées pour la Chine, les marchés émergents et l'Europe hors Royaume-Uni proviennent de l'indice MSCI. Japon : TOPIX ; Royaume-Uni : FTSE 100 ; États-Unis : S&P 500. Les performances sont exprimées en devises locales (Europe hors Royaume-Uni en EUR), à l'exception de celles des marchés émergents qui sont exprimées en dollars américains. Les multiples correspondent au ratio cours/bénéfices anticipés à 12 mois et les prévisions de bénéfices anticipés sont à 12 mois, tels que publiés par IBES. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.



Les entreprises européennes du secteur de la défense devraient enregistrer une croissance de leurs bénéfices bien plus rapide que leurs homologues américaines au cours des prochaines années. Comparées à la croissance récente des dépenses militaires, les dernières hausses des valorisations semblent plus raisonnables.

Deuxièmement, les bénéficiaires des politiques budgétaires semblent bien positionnés. L'Union européenne prévoit de dégager des fonds importants pour la défense, la sécurité énergétique et les infrastructures au cours des prochaines années. Les entreprises de ces secteurs ont fortement progressé : un panier de valeurs européennes de la défense affiche une hausse de plus de 100 % depuis le début de l'année, et les entreprises de biens d'équipement impliquées dans les infrastructures liées à l'IA et les services publics ont également enregistré de fortes avancées. Nous pensons que ce rallye peut se poursuivre, car les investisseurs restent, selon nous, sceptiques quant à la mise en œuvre des dépenses européennes. Les entreprises européennes du secteur de la défense devraient enregistrer une croissance de leurs bénéfices bien plus rapide que leurs homologues américaines au cours des prochaines années. Comparée à la croissance des dépenses militaires, la récente hausse des valorisations semble plus raisonnable.

Troisièmement : les GRANOLAS affichent un retard de performance, mais restent attractives. Ces entreprises, qui représentent les 11 plus grandes capitalisations européennes des secteurs de la santé, des produits de première nécessité, de la technologie et du luxe, ont sous-performé depuis début 2022 alors que les rendements ont fortement augmenté, que l'euro s'est renforcé et que la croissance en Chine a ralenti. Affichant désormais un ratio P/E anticipé de 19x, les GRANOLAS se négocient avec une décote par rapport au S&P 500 et avec une prime plus faible qu'au cours des dernières années par rapport au reste de l'Europe. Ils offrent une couverture contre les variations du sentiment lié à l'IA, leur corrélation avec les Sept Magnifiques étant faible. Certains facteurs propres aux secteurs concernés pourraient également s'améliorer. Les entreprises européennes du secteur du luxe, qui ont sous-performé de près de 25 % depuis début 2023, pourraient profiter d'une reprise de la demande chinoise du fait de la remontée des actions et de la reprise du marché immobilier, qui contribuent à stabiliser la richesse des ménages.

Chine : une perspective d'investissement dans l'IA à un prix plus raisonnable

Nos perspectives sont modérément positives à l'égard de la Chine. Alors que le marché chinois a progressé de près de 80 % depuis son plus bas début 2024, nous pensons que la hausse peut continuer, quoiqu'à un rythme plus modéré, porté à la fois par les bénéfices et les valorisations.

Focus sur la tech et les exportateurs

Le contexte sous-jacent s'améliore pour les actions chinoises, grâce au secteur technologique. Selon les prévisions du consensus, la croissance du BPA de l'indice MSCI China devrait passer de 2 % en 2025 à 15 % en 2026 et en 2027, ce qui est bien au-dessus de la moyenne de 10 % enregistrée au cours de la dernière décennie. Les entreprises technologiques sont les principaux moteurs de cette croissance des bénéfices : les prévisions du consensus concernant le BPA du secteur technologique chinois pour l'année 2026 ont été révisées à la hausse de 4 % cette année, et la croissance annualisée des bénéfices devrait dépasser les 30 % au cours des deux prochaines années. Les actions technologiques chinoises se négocient à des multiples inférieurs à ceux de leurs homologues américaines (25x contre 31x les bénéfices anticipés), tout en étant censées afficher une croissance des bénéfices plus forte.

Les entreprises de la tech chinoises sont également bien placées pour tirer parti du développement de l'IA. Dans un récent sondage, 93 % des Chinois ont déclaré utiliser de manière intentionnelle l'IA au travail en 2024, contre 67 % aux États-Unis.² La capacité des centres de données devrait croître plus rapidement en Chine qu'aux États-Unis au cours des prochaines années (voir le graphique 21). Nous pensons que la Chine rencontrera moins de contraintes réglementaires susceptibles de freiner une adoption généralisée de l'IA que d'autres pays, qui pourraient privilégier une approche plus réfléchie et donc plus lente.

Les entreprises chinoises du secteur de la tech bénéficient également du soutien de l'État, dont le dernier plan quinquennal met l'accent sur la technologie. Le soutien public a déjà aidé certains secteurs industriels chinois, comme celui des véhicules électriques, à développer des économies d'échelle impressionnantes que les concurrents internationaux n'ont pas été en mesure d'égalier. Les véhicules électriques chinois représentent maintenant près des deux tiers des ventes mondiales (voir le graphique 22), et la part de la Chine dans les ventes européennes de ces véhicules est six fois plus élevée qu'en 2020.

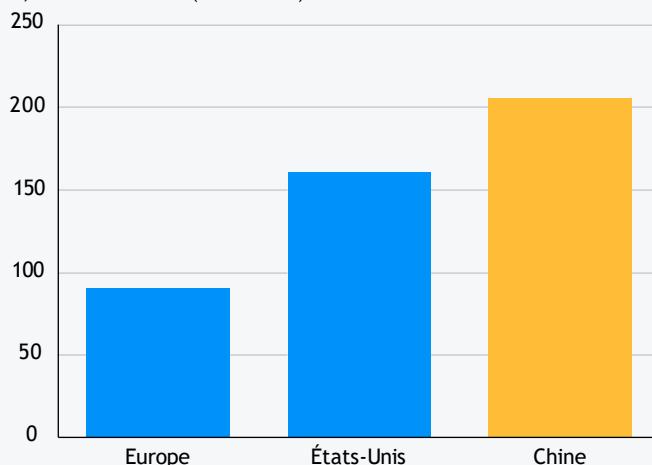
Au-delà du secteur de la technologie, nous sommes optimistes sur les exportateurs chinois en général. Le gouvernement chinois continue de stimuler les secteurs qui ont sa préférence, dont beaucoup sont orientés vers l'exportation, comme la fabrication de panneaux solaires. Les efforts visant à réduire la concurrence excessive (à savoir la politique dite « anti-involution ») peuvent conduire à une consolidation dans des secteurs à forte concurrence, tels que la fabrication de véhicules électriques, et soutenir ainsi les marges des grandes entreprises.

² Gillespie, N., Lockey, S., Ward, T., Macdade, A. et Hassed, G. (2025). *Trust, Attitudes and Use of Artificial Intelligence: A Global Study 2025* (en anglais). Université de Melbourne et KPMG.

Graphique 21 : La Chine devrait construire des centres de données à un rythme soutenu

Prévisions de croissance de la capacité installée des centres de données technologiques.

%, de 2024 à 2030 (estimation)

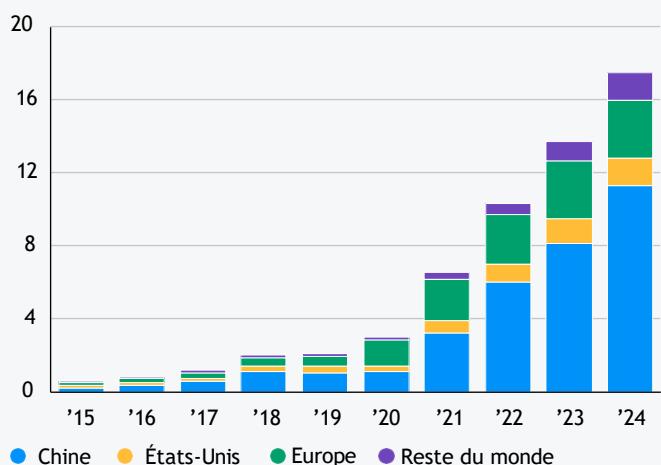


Source : IEA, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2025.

Graphique 22 : La politique industrielle de Pékin a souvent des implications mondiales

Ventes mondiales de véhicules électriques

En millions



Source : IEA, J.P. Morgan Asset Management. Données au 31 octobre 2025.

Les exportateurs chinois ont également démontré leur capacité à réacheminer leurs marchandises malgré la situation tendue sur le front du commerce international. Les exportations chinoises ont fortement augmenté en 2025. Les pertes de parts de marché aux États-Unis ont été plus que compensées par des gains ailleurs, en particulier sur les marchés émergents (voir le graphique 5 au chapitre Une croissance tirée par les politiques monétaires et fiscales). La Chine occupe également une position dominante dans les chaînes d'approvisionnement mondiales des terres rares, des panneaux solaires, des batteries au lithium et des véhicules électriques. Par conséquent, les secteurs tournés vers l'export devraient stimuler la croissance des bénéfices des entreprises de l'indice MSCI China en 2026. Le consensus table sur une croissance du BPA pour les secteurs technologique et de l'automobile avoisinant les 40 % pour le premier et dépassant les 80 % pour le second.

Deux risques majeurs pour notre scénario sur les actions chinoises sont le sentiment lié à l'IA et la réglementation chinoise. Si le sentiment envers l'IA s'affaiblit, les entreprises technologiques chinoises pourraient en souffrir en raison de leur corrélation avec les valeurs technologiques américaines. Et tout changement réglementaire des autorités chinoises, semblable à celui de fin 2021, pourrait interrompre la reprise du marché chinois, même si ce n'est pas notre scénario central.

Autres marchés émergents : la réorientation des exportations freine la progression

La résilience chinoise pourrait se faire au détriment des autres marchés émergents : une hausse soutenue des exportations chinoises vers d'autres pays risque de peser sur les bénéfices des marchés émergents autres que la Chine. Pour adopter une position plus positive, il faudrait constater une croissance plus solide des bénéfices dans les secteurs financier et des matières premières. Cependant, l'assouplissement général de la politique monétaire dans les marchés émergents limite la contribution des banques aux bénéfices, alors que les prix des matières premières devraient rester stables mais faibles.

Une exception à ce constat concerne l'Asie du Nord - la Corée du Sud, Taïwan et Hong Kong. Ces marchés ont tendance à bien se comporter lorsque la Réserve fédérale réduit ses taux, en raison de leur nature cyclique et de leur concentration dans des secteurs à duration longue, tels que la technologie, les biens d'équipement et la santé.

Actions japonaises : profiter de la reflation, tout en surveillant le risque de change

Nous voyons également des opportunités dans les actions japonaises. Plusieurs facteurs pourraient profiter au marché japonais : l'amélioration de la situation politique intérieure, la poursuite de la réforme de la gouvernance des entreprises, une forte dynamique des bénéfices (voir le graphique 23) et une marge d'expansion des valorisations. Cependant, les investisseurs doivent rester attentifs à la façon dont l'évolution du yen pourrait affecter les rendements.

 Il est important de noter que la diversification régionale ne permet pas seulement d'atténuer les risques ; elle peut également améliorer les rendements.

Politiques et fondamentaux favorables

L'élection de Sanae Takaichi au poste de Première ministre le 21 octobre prolonge un contexte politique relativement favorable au Japon. Ses positions pro-croissance ainsi que sa volonté de renforcer la sécurité nationale et la coopération entre États-Unis et Japon, ont été accueillies positivement par les marchés. Depuis son élection, les anticipations de hausses de taux de la Banque du Japon (BoJ) ont été repoussées.

Comme pour l'Europe, nous estimons que la valorisation des actions japonaises peut encore progresser. Certes, les valorisations actuelles peuvent sembler élevées par rapport aux vingt dernières années, mais cette période inclut les années qui ont suivi l'éclatement de la bulle des prix d'actifs, lesquelles ont pesé sur les multiples. Sur une période plus large, le rapport P/E anticipé du TOPIX, qui est de 15,8x, est sensiblement inférieur à sa moyenne depuis 1990 (24x) et toujours en deçà de son pic de 16,3x atteint au cours de la période « Abenomics ». La hausse des rendements obligataires profite également aux bénéfices du secteur financier, qui représente environ 15 % du TOPIX.

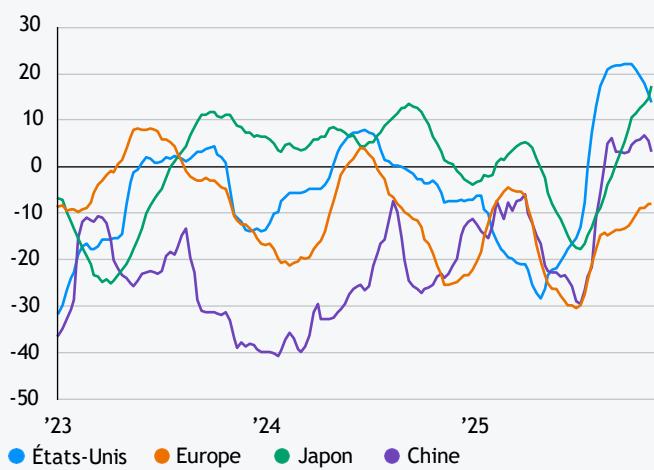
Privilégier la défense et les banques, surveiller le yen

Au sein des actions japonaises, nous privilégions les valeurs liées à la défense, qui devraient bénéficier de l'augmentation des dépenses militaires mondiales et de l'orientation plus offensive de la politique étrangère de la nouvelle Première ministre. Les actions japonaises liées à la défense se négocient sur des bénéfices anticipés à 12 mois de 20x, contre 22x pour leurs équivalents américains.

Graphique 23 : Les bénéfices ont été fortement revus à la hausse au Japon

Ratios de révision des bénéfices

%, ratio sur 13 semaines des relèvements et abaissements d'estimations de bénéfices.



Source : LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, STOXX, Bourse de Tokyo, J.P. Morgan Asset Management. Chine : MSCI China ; Europe : STOXX 600 ; Japon : TOPIX ; États-Unis : S&P 500. Les ratios de révision des bénéfices sont basés sur les anticipations de bénéfices à 12 mois publiées par IBES. Données au 31 octobre 2025.

Selon nous, il existe également un fort potentiel pour les banques japonaises. Elles ont surperformé le TOPIX depuis 2021, portées par la reflation, mais se négocient encore à un ratio cours/valeur comptable d'environ 1x. Bien que S. Takaichi encourage la BoJ à maintenir des taux bas, la prochaine décision de la banque centrale devrait être une hausse, ce qui soutiendrait les marges du secteur financier. Les révisions des bénéfices des entreprises japonaises du secteur financier ont été très positives, dépassant celles de leurs homologues américaines.

Le principal risque pour les actions japonaises reste le yen. Étant donné que 40 % du chiffre d'affaires des entreprises du TOPIX sont faits à l'étranger, les performances des actions japonaises sont généralement corrélées négativement au yen (voir le graphique 24). Pour les investisseurs européens, les pertes liées aux fluctuations du yen sont souvent compensées par les gains réalisés sur le marché actions, et inversement.

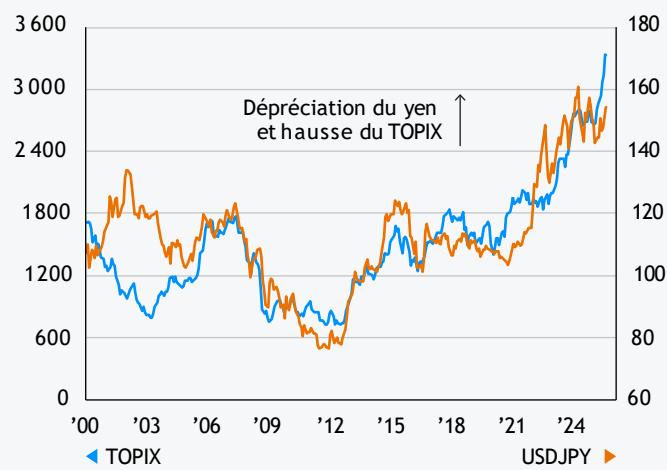
Conclusion

Nous pensons que la diversification régionale des portefeuilles actions peut à la fois améliorer les rendements et protéger contre les risques de concentration, en particulier si le sentiment lié à l'IA devient moins favorable. En dehors des États-Unis, les meilleures opportunités se situent selon nous dans certains segments des marchés européen, japonais et chinois dont les fondamentaux sont portés par une tendance favorable, notamment les banques européennes et japonaises, les entreprises technologiques et exportatrices chinoises, les valeurs liées à la défense et celles bénéficiant des dépenses publiques.

Graphique 24 : Les performances des actions japonaises sont généralement corrélées négativement au yen

TOPIX et yen par rapport au dollar américain

Niveau de l'indice (gauche) ; JPY par USD (droite)



Source : LSEG Datastream, Bourse de Tokyo, J.P. Morgan Asset Management. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

N'ayez pas peur d'investir sur les marchés privés



Les marchés privés ont connu une croissance rapide au cours de la dernière décennie. Les actifs sous gestion du marché privé ont quintuplé depuis 2010, pour atteindre plus de 13 000 milliards de dollars à l'échelle mondiale (voir le graphique 25). Cette croissance des capitaux privés, qui sont moins transparents que les capitaux des marchés publics, laisse craindre que les problèmes puissent perdurer dans les angles morts du système financier.

Les classes d'actifs financiers qui enregistrent une croissance rapide devraient attirer l'attention. Mais interpréter ces évolutions uniquement sous l'angle de l'« excès » nous ferait passer à côté d'un élément important de l'histoire du marché privé, à savoir qu'au cours des deux dernières décennies, la nature du financement des entreprises a profondément changé.

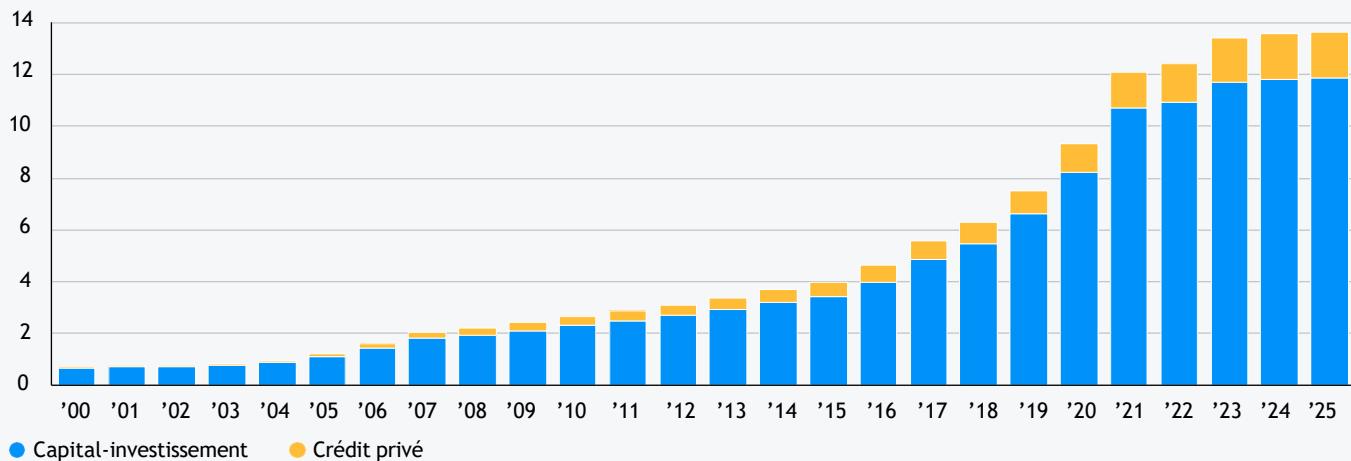
Pour faire simple, là où auparavant la croissance se manifestait après l'introduction en bourse, elle se produit aujourd'hui avant.

Là où les entreprises dépendaient autrefois des marchés publics pour accroître leur capital, elles peuvent désormais accéder à de vastes quantités de capitaux privés par le biais du capital-risque et du capital-investissement. Par conséquent, une part plus importante du parcours vers la maturité des entreprises s'est déplacée des marchés publics vers les marchés privés (voir le graphique 26). Ce qui peut ressembler à de l'exubérance est, à bien des égards, le reflet d'une nouvelle norme en matière de financement des entreprises.

Graphique 25 : Les marchés privés ont connu une croissance rapide

Actifs sous gestion des marchés privés mondiaux

En milliers de milliards USD



Source : Prequin, J.P. Morgan Asset Management. Les actifs sous gestion sont la somme de la valeur latente et des fonds non investis. Les données de 2025 correspondent au premier trimestre 2025. Données au 31 octobre 2025.

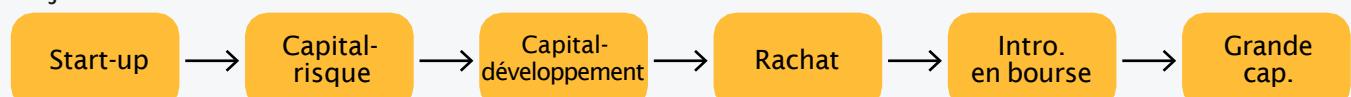
Graphique 26 : Du public au privé : Comment le modèle de levée de capitaux a évolué

Évolution schématique de la start-up à la grande entreprise cotée à grande capitalisation

Autrefois



Aujourd'hui



Source : J.P. Morgan Asset Management, novembre 2025.

L'essor des marchés privés

Pour comprendre l'essor des marchés privés, il est utile de rappeler comment les entreprises se développaient autrefois. Il y a 20 ans, une entreprise levait généralement des fonds auprès d'investisseurs privés pour démarrer son activité, entraînait assez rapidement en bourse, puis continuait à se développer sur les marchés publics. Amazon, Apple et Google, trois des Sept magnifiques, sont toutes entrées en bourse moins de cinq ans après leur création, créant des milliers de milliards de dollars de valeur pour les investisseurs des marchés publics au cours des décennies qui ont suivi.

Aujourd'hui, ce parcours de croissance passe par les marchés privés. Les entreprises restent désormais privées plus longtemps et atteignent une bien plus grande échelle avant d'entrer en bourse, lorsqu'elles le font. À la fin des années 90, l'âge médian des entreprises américaines lors de leur introduction en bourse était d'environ cinq ans et demi. En 2024, il est passé à 14 ans. En 1996, il y avait plus de 8 000 sociétés cotées en bourse aux États-Unis ; aujourd'hui, il y en a moins de 6 000. Rien qu'au cours de la dernière décennie, le nombre de « licornes » privées, des start-ups financées par du capital-risque et évaluées à plus d'un milliard de dollars, a été multiplié par huit.

Cette tendance à des introductions en bourse beaucoup plus tardives a été rendue possible par la croissance des capitaux disponibles sur les marchés privés. Les marchés du capital-risque et de la croissance ont progressé à mesure que les innovations dans la technologie, la santé et les biens de consommation ont fait émerger de nouvelles opportunités d'investissement. Les fonds de « rachat » se sont développés, afin de permettre aux entreprises intégrées à des portefeuilles de capital-risque ou d'actions de croissance

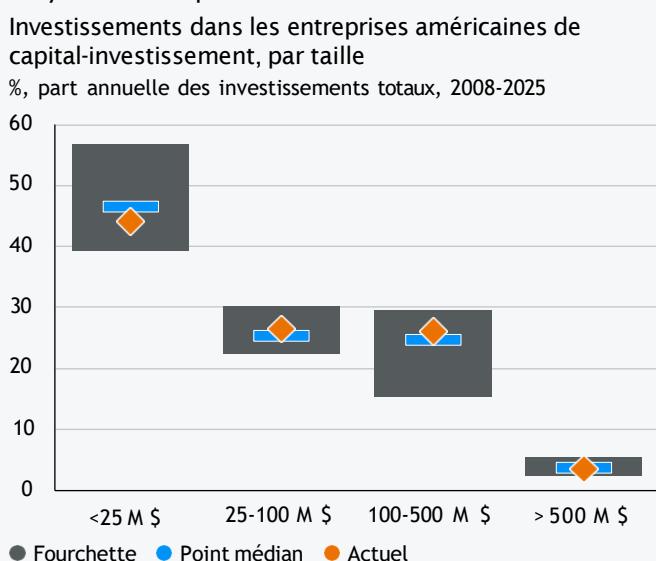
d'être vendues plusieurs fois tout en restant privées. Ensemble, ces segments des marchés privés fournissent désormais les financements qu'apportaient autrefois les marchés publics des petites et moyennes capitalisations. En résumé, alors qu'autrefois la croissance intervenait après l'introduction en bourse, elle se produit désormais en amont.

Pourquoi les entreprises choisissent de rester privées

La principale raison qui explique que les entreprises se tournent désormais davantage vers les marchés privés n'est pas qu'elles ne parviennent pas à entrer en bourse. Elles le font surtout par choix. Les marchés publics apportent certes des liquidités et de la visibilité, mais ils s'accompagnent également d'obligations réglementaires plus importantes, d'un examen plus minutieux via des rapports trimestriels, et de la volatilité propre aux marchés publics. Pour les entreprises à croissance rapide, le fait de rester privées permet plus de flexibilité et une prise de décision à plus long terme sans la pression du cycle des rapports trimestriels.

Pendant ce temps, les investisseurs institutionnels (fonds de pension, assureurs, fonds de dotation et fonds souverains) recherchent activement des actifs privés pour améliorer leurs rendements. Avec cet afflux de capitaux, le marché privé s'est lui-même renforcé. En effet, l'augmentation des capitaux entraîne des transactions sur le marché privé plus importantes, ce qui permet aux entreprises de rester privées plus longtemps, et la croissance du marché privé qui en résulte attire encore plus de capitaux. C'est cette migration structurelle des capitaux qui explique en grande partie la croissance des marchés privés.

Graphique 27 : La majorité des activités de capital-investissement concerne encore les petites et moyennes entreprises



Source : LCD, Pitchbook, J.P. Morgan Asset Management. Les données de 2025 correspondent au deuxième trimestre 2025. Données au 31 octobre 2025.

Les valorisations du capital-investissement sont élevées, la concurrence pour les transactions reste intense, et les liens croissants entre le capital-investissement et le crédit privé signifient que toute difficulté dans une partie du marché peut se répercuter dans une autre. Mais ce ne sont toujours que des risques à surveiller et non des preuves d'excès.

PME : la vraie source de croissance

On croit souvent que le capital-investissement est principalement utilisé pour des rachats de très grande envergure, par exemple pour les transactions de plusieurs milliards de dollars qui font les gros titres. La réalité est très différente : la plupart des transactions concernent les secteurs des PME, où les valeurs des sociétés (capitalisation boursière d'une entreprise plus sa dette en circulation) sont généralement inférieures à 500 millions de dollars (voir le graphique 27).

Dans cette partie du marché du capital-investissement, la création de valeur relève moins de l'ingénierie financière que de l'amélioration des opérations des entreprises. Celles-ci peuvent se tourner vers des gestionnaires de capital-investissement bien établis et expérimentés qui les aident à améliorer et à élargir leur offre de produits, à réduire les coûts et à atteindre une plus grande échelle se développant sur de nouveaux marchés.

Crédit privé : la seconde face de l'histoire

Les facteurs à l'origine de la croissance du crédit privé¹ sont en grande partie les mêmes que ceux qui ont façonné le capital-investissement. Le durcissement de la réglementation qui a suivi la crise financière mondiale a conduit les banques à se retirer des marchés du crédit. Les autres prêteurs ont par conséquent eu toute latitude pour combler le déficit de financement des entreprises, en particulier dans les PME, qui constituaient autrefois le pré carré des banques. Avec le temps, ces prêteurs directs sont devenus une source essentielle de capital tout au long du cycle de vie des entreprises.

Une grande partie des capitaux levés sur les marchés du crédit privé aujourd'hui est prêtée à des sociétés détenues ou contrôlées par des fonds de capital-investissement, ce qui représente la composante « dette privée » correspondant au capital fourni par ces fonds. Le crédit privé permet aux entreprises de refinancer leurs emprunts, de modifier la composition de leur financement et de se développer sans se tourner vers les marchés publics. Pour les investisseurs, le crédit privé offre un gain net de rendement attractif par rapport au crédit public en contrepartie de la mise à disposition d'un capital patient et de long terme.

Le crédit privé sert deux objectifs différents sur les marchés privés. Premièrement, il finance la croissance, par des prêts aux entreprises qui cherchent à se développer, à investir ou à se refinancer. Deuxièmement, le crédit privé peut aider à financer des rachats, dans le sens où il permet à des sociétés de capital-investissement d'accéder à des capitaux sous forme de prêts afin de financer l'acquisition d'entreprises. Aujourd'hui, environ 90 % des rachats d'entreprises américaines de taille moyenne sont financés par le crédit privé, contre environ 50 % en 2017. C'est cette dernière tendance (le financement des rachats de capital-investissement par le biais du crédit privé) qui a récemment retenu l'attention des acteurs du marché.

Les risques

Nous sommes d'avis que la croissance du capital-investissement et du crédit privé a été rendue possible grâce à des changements structurels dans la nature du financement des entreprises. Cela ne veut pas dire que les marchés privés sont sans risque. Les valorisations du capital-investissement sont élevées, la concurrence pour les transactions reste intense, et les liens croissants entre le capital-investissement et le crédit privé signifient que toute difficulté dans une partie du marché peut se répercuter dans une autre. Cependant, à notre avis, il s'agit de risques à surveiller plutôt que d'indices d'excès.

Concernant les valorisations, les multiples de rachat mondiaux (VE/EBITDA)² des entreprises de taille moyenne sont inférieurs à leur pic de 2021, mais toujours supérieurs aux moyennes à long terme (voir le graphique 28), à environ 13x. Cela laisse moins de marge à une expansion des multiples pour soutenir les rendements du capital-investissement, rendant ceux-ci davantage tributaires de la croissance des bénéfices et des améliorations opérationnelles. Pourtant, par rapport aux marchés publics, les valorisations sur les marchés privés ne sont pas hors norme : le multiple médian VE/EBITDA du S&P 500 de l'année dernière était d'environ 14x. En d'autres termes, les valorisations du capital-investissement sont élevées, mais restent néanmoins en ligne avec celles des marchés publics.

L'émergence des « *continuation vehicles* » de capital-investissement a également soulevé des inquiétudes au sujet des marchés privés, compte tenu de la part croissante de sorties de capital-investissement qu'ils représentent dans le monde (voir le graphique 29). Un fonds de continuation (*continuation vehicles*) est un nouveau fonds créé par un gestionnaire de capital-investissement. Il est destiné à conserver une ou plusieurs sociétés en portefeuille au-delà de la durée de vie du fonds initial. Les sceptiques soutiennent que l'utilisation croissante des fonds de continuation (*continuation vehicles*) est due au fait que les gestionnaires essaient de cacher des problèmes avec les sociétés en portefeuille, des problèmes empêchant ces sociétés d'être vendues au prix souhaité par le gestionnaire de capital-investissement.

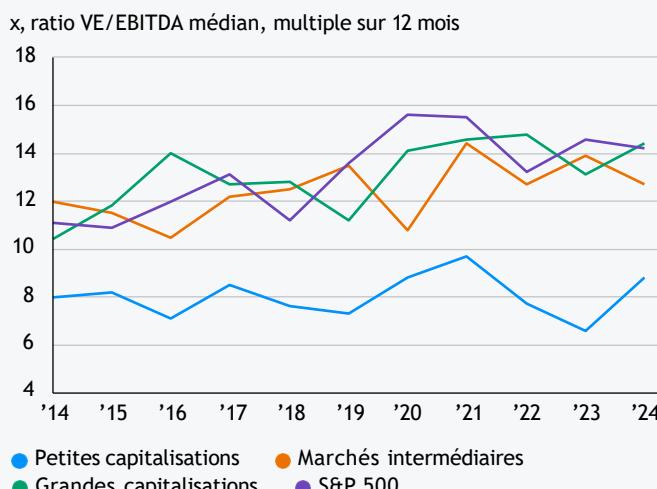
Là encore, nous pensons que ce scepticisme à l'égard des fonds de continuation (*continuation vehicles*) passe à côté de l'essentiel. Si les fonds de continuation (*continuation vehicles*) permettent aux gestionnaires de capital-investissement de détenir des actifs plus longtemps pour éviter de vendre sur un marché déprimé, ils ne se réduisent pas à des opérations où les gestionnaires « se vendraient des actifs à eux-mêmes ». Dans presque tous les cas, une transaction de « *continuation vehicles* » nécessite un acheteur secondaire indépendant pour valider la valorisation et engager de nouveaux capitaux. Ces acheteurs secondaires sont généralement des investisseurs institutionnels avertis ou des fonds secondaires dédiés, qui effectueront une diligence raisonnable complète sur la société en portefeuille concernée avant d'accepter de s'impliquer.

¹ Le crédit privé est composé d'une vaste classe d'actifs qui peut englober plusieurs types de crédits non bancaires. Ici, sauf indication contraire, le terme « crédit privé » désigne les prêts directs, que des prêteurs autres que des banques accordent à des entreprises sans intermédiaires. Il s'agit désormais de la composante la plus importante de la classe d'actifs de « crédit privé » au sens large.

² Le ratio de la valeur d'une entreprise (VE, soit la capitalisation boursière d'une entreprise plus sa dette en circulation) par rapport à son EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, amortissements).

Graphique 28 : Les valorisations des marchés privés ne semblent pas désalignées par rapport à celles des marchés publics.

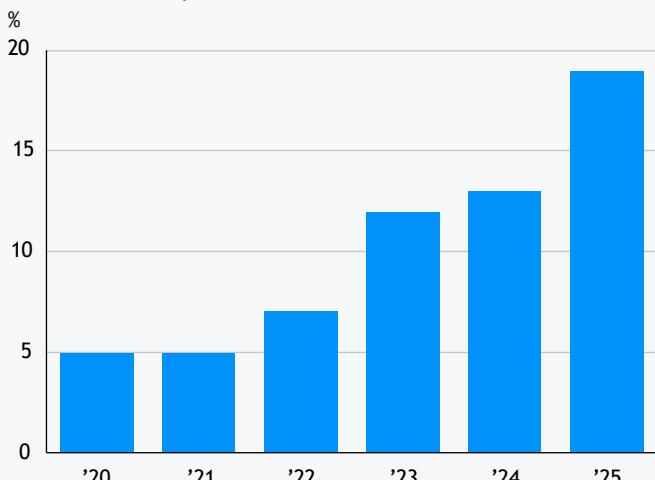
Multiples de rachat de société privée par rapport au S&P 500



Source : LCD, Pitchbook, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Le VE/EBITDA est le ratio de la valeur d'entreprise par rapport au bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements. Données au 31 octobre 2025.

Graphique 29 : L'utilisation de fonds de continuation (*continuation vehicles*) par les sociétés de capital-investissement n'est pas nécessairement un motif d'inquiétude.

Part des fonds de continuation (*continuation vehicles*) dans les sorties de capital-investissement dans le monde



Source : Dealogic, Jefferies, J.P. Morgan Asset Management. 2025 correspond au 1er semestre 2025. Les estimations des volumes de transactions de sortie réalisées avec le concours d'un sponsor ont été fournies par Dealogic et incluent les produits des opérations de fusions-acquisitions et des introductions en bourse. Ces pourcentages représentent le volume de transactions des *continuation vehicles* divisé par le volume de transactions de sortie réalisées avec le concours d'un sponsor. Données au 31 octobre 2025.

Conclusion

En somme, nous restons positifs à l'égard du capital-investissement et du crédit privé.

La baisse des taux d'intérêt américains rendra les emprunts moins chers, ce qui contribuera à stimuler les rendements et soutiendra les valorisations actuelles du capital-investissement. Les segments des petites et moyennes entreprises du marché du capital-investissement, ainsi que les transactions secondaires (*continuation vehicles*), offrent toujours aux investisseurs des moyens attractifs d'accéder au thème de l'intelligence artificielle à des valorisations plus raisonnables, potentiellement avec une minoration par rapport à la valeur nette d'actif. En Europe, la fragmentation plus marquée des marchés financiers et la moindre concurrence pour les prêts font des marchés privés une source intéressante d'alpha potentiel. La pondération relativement plus élevée de la technologie sur les marchés privés européens par rapport aux indices boursiers publics est également attractive.

Dans le secteur du crédit privé, la baisse des taux d'intérêt américains va alléger les coûts du service de la dette, contribuant ainsi à atténuer certains risques de défaut, même si cela réduit progressivement les rendements nominaux. Comme toujours, il est conseillé aux investisseurs de diversifier les gestionnaires et les millésimes (l'année de création d'un prêt ou d'un fonds) pour aider à réduire la concentration et le risque idiosyncratique. Dans le crédit privé, combiner les prêts directs avec une exposition à la dette d'infrastructures et à la dette immobilière peut élargir les sources de rendement, tandis que des allocations à des fonds opportunistes ou spécialisés dans la dette en difficulté peuvent s'avérer précieuses si un ralentissement économique important devait entraîner des tensions sur le marché.

La plupart des transactions secondaires récentes (de continuation) ont été évaluées avec une décote de quelques pourcents par rapport à la valeur nette d'actif de la société, ce qui correspond aux fourchettes d'évaluation habituelles. Pendant une période où l'activité d'introductions en bourse et de fusions-acquisitions sur les marchés publics est restée atone, les fonds de continuation (*continuation vehicles*) ont offert de la liquidité et favorisé la découverte des prix sur les marchés privés, offrant davantage d'options aux investisseurs privés. Encore une fois, nous pensons que l'émergence des fonds de continuation (*continuation vehicles*) de capital-investissement n'est rien de plus qu'un autre exemple de la façon dont le système de financement des entreprises évolue.

L'interconnexion croissante du capital-investissement et du crédit privé est un autre débat. Il est vrai que le capital-investissement et le crédit privé sont de plus en plus étroitement liés, le crédit privé finançant souvent des rachats de capital-investissement, ou soutenant les sociétés en portefeuille de capital-investissement en les refinançant.

Cependant, les investisseurs du crédit privé perçoivent une rémunération attractive pour ces services. Les marchés du crédit privé affichent des rendements de départ élevés, souvent à deux chiffres pour les prêts directs de premier rang (qui ont la priorité la plus élevée pour le remboursement). Ils offrent par conséquent un matelas non négligeable en cas de pertes. Même si les taux de défaillance augmentaient modestement, des taux de recouvrement historiquement élevés pourraient contribuer à compenser une grande partie de la baisse. Il faudrait une détérioration grave et prolongée des sociétés en portefeuille de capital-investissement pour générer des pertes importantes au sein du crédit privé.

Protégez-vous contre les déraillements de l'économie

Comme nous l'avons vu dans le chapitre Une croissance portée par les politiques monétaires et budgétaires, l'économie et les actifs à risque sont soutenus par une relance sans précédent en « temps de paix ». Les investisseurs seraient confrontés à deux risques majeurs si cet excès venait à poser problème : un changement marqué du sentiment vis-à-vis de l'intelligence artificielle (IA) et le retour de l'inflation. Dans ce chapitre, nous examinerons les stratégies qui permettent d'atténuer ces risques.

Que faire en cas de bulle ?

Dans le chapitre Gérez avec prudence la concentration du portefeuille dans le secteur technologique, nous avons vu que nous ne savons tout simplement pas à ce stade quelle sera la demande finale pour l'IA et si les entreprises technologiques de grande capitalisation seront en mesure de continuer à afficher les profits exceptionnels que le marché attend. Les investisseurs qui craignent que ces sociétés très valorisées ne répondent pas aux attentes de croissance à long terme disposent de deux principales options de couverture.

Les obligations de haute qualité et de longue durée devraient fournir un matelas substantiel en cas de crise liée aux technologies et à l'IA, une crise qui serait fortement désinflationniste. Si la demande en infrastructures d'IA est surestimée et que le retour sur investissement est décevant, nous pourrions assister à l'apparition d'une surcapacité, à une chute des prix, à une diminution des marges et à une baisse de l'investissement, comme au début des années 2000. Les cours des actions chuteraient, entraînant des effets négatifs sur la richesse, et les dépenses de consommation se contracteraient. Les marchés privés seraient également touchés, puisque 36 % du capital-investissement et 25 % du crédit privé sont exposés à la tech.

Un tel scénario pourrait entraîner l'économie américaine dans la récession, et inciter la Réserve fédérale (Fed) à réduire fortement ses taux. Pendant la bulle Internet et la crise financière mondiale, les bons du Trésor américain à long terme ont produit des rendements de 29 % et 17 % respectivement (voir le graphique 30). Lors de l'éclatement de la bulle technologique, les obligations d'entreprise de haute qualité à long terme ont également offert une protection.

Les investisseurs non américains doivent également tenir compte de l'évolution des devises. Le dollar américain ressort souvent plus fort des périodes de tension du marché, mais compte tenu du rôle de premier plan des entreprises américaines dans le développement de l'IA, son statut de refuge n'est ici pas assuré. Selon les coûts de couverture, des obligations souveraines locales à long terme pourraient constituer une alternative aux bons du Trésor américain, même si le potentiel de rendement lié à la baisse des rendements sera probablement plus faible dans la zone euro et au Royaume-Uni qu'aux États-Unis.

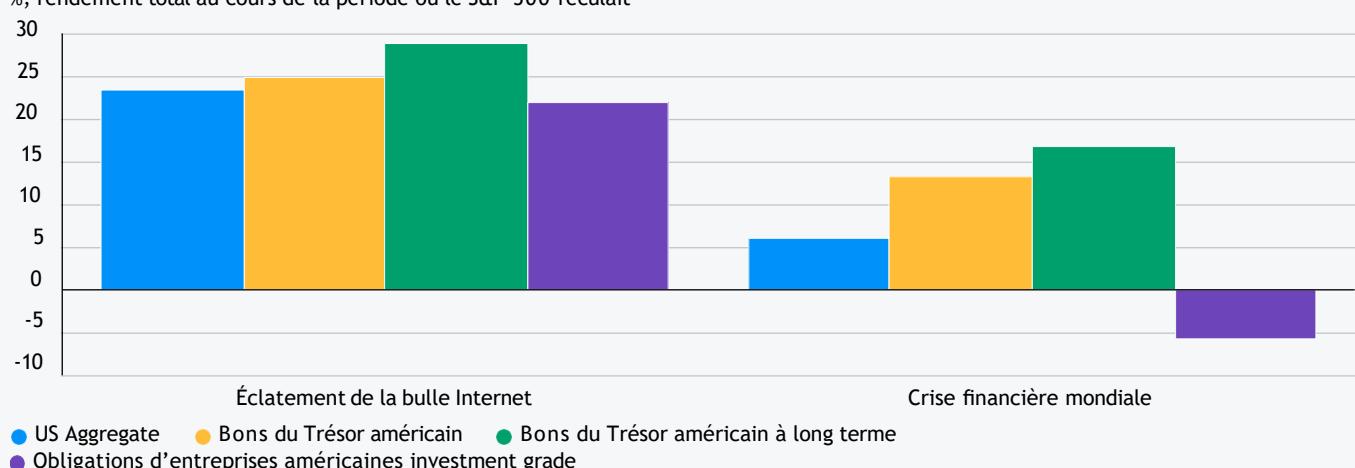


Les obligations de haute qualité et de longue durée devraient apporter une protection importante en cas de crise liée aux technologies et à l'IA.

Graphique 30 : Les cours des obligations devraient progresser sensiblement en cas d'effondrement des valeurs technologiques

Rendements des obligations américaines lors des ventes massives d'actions

%, rendement total au cours de la période où le S&P 500 reculait



Source : Bloomberg, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Éclatement de la bulle Internet : août 2000 - sept. 2002 ; crise financière mondiale : oct. 2007 - fév. 2009. Bons du Trésor américains : Bloomberg US Aggregate - Treasuries ; Bons du Trésor américain de longue durée : Bloomberg US Treasury : Long (plus de 10 ans) ; Obligations d'entreprises américaines investment grade : Bloomberg US Aggregate - Corporate. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

Les investisseurs doivent également penser aux risques de concentration au sein des actions mondiales. Les secteurs de la technologie et des services de communication représentent maintenant 37 % de l'indice MSCI All Country World Index.

Se diversifier en sortant simplement des secteurs technologiques et assimilés ne suffit pas. Un ralentissement de l'IA aurait de vastes répercussions économiques, et les risques de valorisation seraient généralisés. À l'époque de la bulle Internet, les secteurs cycliques ont offert une certaine protection. Cependant, depuis 2022, les valorisations des secteurs cycliques (à l'exclusion des secteurs technologiques) sont passées de 13x à 22x les bénéfices anticipés à 12 mois, laissant ces secteurs vulnérables si la surcapacité d'infrastructures d'IA ralentit la croissance.

Les secteurs défensifs, après une période de sous-performance, affichent maintenant des valorisations raisonnables. Leurs bénéfices sont également moins liés au développement des infrastructures technologiques et à l'activité économique en général. Ces secteurs sont donc mieux protégés contre tout ralentissement de la tech (voir le graphique 31). Les portefeuilles constitués pour une bonne part d'actions défensives devraient donc s'avérer relativement résilients si l'engouement autour de l'IA s'estompe.

Une inflation induite par des dépenses publiques trop généreuses

Le deuxième risque important est l'inflation. Les politiques budgétaires, lorsqu'elles sont laxistes, exercent une pression sur les marchés obligataires, avec une offre en hausse et une détérioration de la solvabilité souveraine. Les dépenses publiques

peuvent alimenter l'inflation si elles coïncident avec une forte demande privée ou des pénuries d'offre. Cette inflation pourrait prendre la forme d'un choc aigu ou d'une dérive chronique, chaque scénario favorisant des classes d'actifs différentes.

Inflation aiguë : les leçons de 2022

Comme nous l'avons dit plus haut, nous restons prudents quant au potentiel des largesses budgétaires à déclencher un retour de l'inflation. Les réductions d'impôts découlant de la One Big Beautiful Bill et les éventuelles mesures de relance, qui pourraient être prises avant les élections de mi-mandat, pourraient stimuler la demande et, par voie de conséquence, faire remonter les prix aux États-Unis. Par ailleurs, même si la trajectoire actuelle de la politique commerciale semble plus clément, l'impact inflationniste total des droits de douane reste à venir, et il existe un risque supplémentaire de perturbations de l'offre liées à de nouveaux droits de douane américains ou des représailles des pays partenaires.

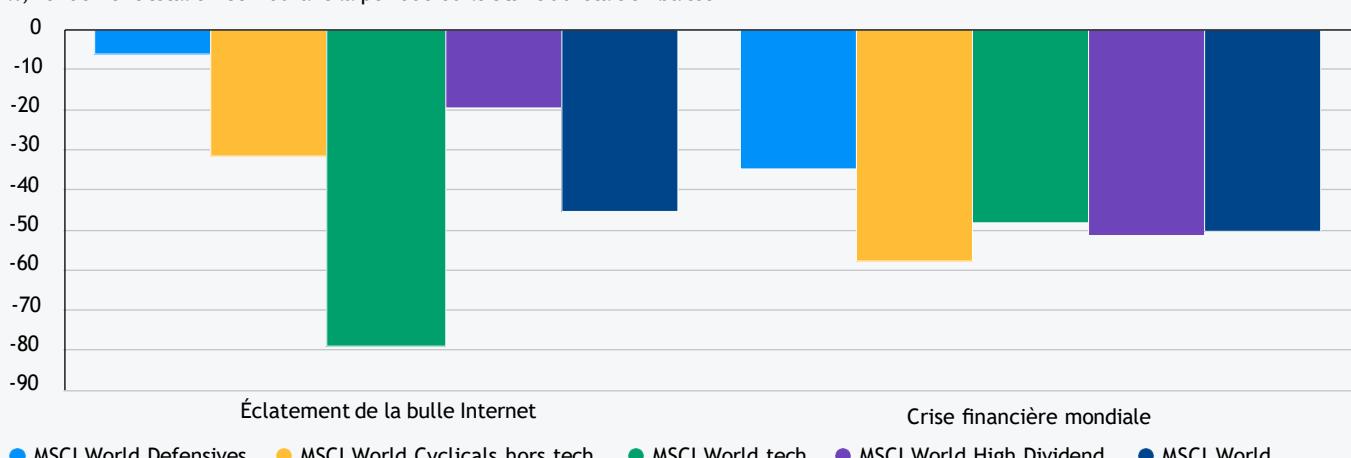
Dans ce cas de figure, la Fed pourrait être contrainte d'arrêter son cycle de réduction des taux et potentiellement les relever pour maintenir sa crédibilité. La hausse des rendements obligataires obligerait à réévaluer largement les actifs, ce qui nuirait aux marchés financiers publics.

Les actifs réels comme le bois et les infrastructures de base offriront la meilleure protection en cas de choc d'inflation aiguë (voir le graphique 32). Les actifs traditionnels utilisés pour se diversifier contre l'inflation, comme l'immobilier et les obligations indexées, ont tendance à sous-performer, car les ajustements de revenu accusent un retard par rapport aux pertes en capital. Le FTSE 100, fortement pondéré en matières premières, surperformerait probablement les autres marchés actions.

Graphique 31 : Les actions défensives devraient également offrir une protection en cas de décrochage du secteur technologique

Performances sectorielles mondiales lors des phases de ventes massives

%, rendement total en USD durant la période où le S&P 500 était en baisse



Source : FTSE, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Éclatement de la bulle Internet : août 2000 - sept. 2002 ; crise financière mondiale : oct. 2007 - fév. 2009. Défensives : produits de consommation de base, santé et services publics ; secteurs cycliques hors tech : énergie, matériaux, industrie, consommation discrétionnaire, finances et immobilier ; secteurs technologiques : technologies de l'information et services de communication. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

Inflation chronique : l'érosion des rendements réels

L'inflation pourrait s'avérer moins un choc bref et marqué qu'un problème rampant, chaque année se concluant par un nouveau dépassement modeste de l'objectif. Dans les années 50 et 60, les états ont réussi à faire fondre leur dette grâce à une série de petits épisodes inflationnistes inattendus : les taux d'intérêt nominaux inférieurs à la croissance du PIB nominal ont lentement déplacé le fardeau de la dette des contribuables vers les détenteurs d'obligations, dont les rendements ont été dévorés par l'inflation.

Avec l'inflation chronique, le risque est donc une érosion progressive des rendements réels plutôt qu'une réévaluation rapide. Historiquement, dans les périodes d'inflation chronique et rampante, l'immobilier a surperformé les actions, tandis que les obligations indexées sur l'inflation ont surperformé leurs homologues nominaux (voir le graphique 33). Sans pertes en capital immédiates, les ajustements à l'inflation inhérents aux flux de revenus de ces deux actifs peuvent aider à protéger les rendements réels.

Un autre actif à considérer est l'or. Dans les périodes d'inflation chronique, ses propriétés de réserve de valeur en font un important atout de diversification de portefeuille. Il sert également de couverture contre les inquiétudes liées à la crédibilité institutionnelle des États-Unis ou aux risques associés aux monnaies fiduciaires. Si la crédibilité institutionnelle des États-Unis était remise en question, la demande d'or n'en serait

que plus importante, puisque les gestionnaires de réserves du monde se détourneraient du dollar.

Cependant, la couverture offerte par l'or en cas de choc inflationniste soudain est d'une efficacité mitigée. Les rendements moyens ont été boostés par les solides performances de la fin des années 70, quand les investisseurs étaient déjà très attentifs à l'inflation, mais ils ont été négatifs lorsque l'inflation a bondi en 1990 et 2022, à la surprise des marchés. Compte tenu de cette performance mitigée, le risque de déception est plus important pour les investisseurs qui se tournent vers l'or pour se protéger des chocs inflationnistes.

Conclusion

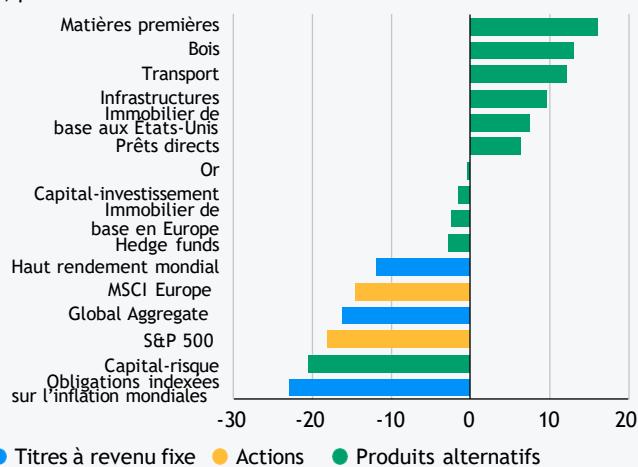
Notre scénario de base est que les politiques monétaires et fiscales actuelles continuent pour le moment de stimuler la croissance économique. Mais il y a un risque que « les excès » de ces politiques entraînent une bulle financière ou de l'inflation. Les investisseurs ont tout intérêt à réfléchir soigneusement à la mise en place d'une protection contre ces risques.

Pour se prémunir contre un décrochage des actions technologiques, les investisseurs devraient envisager des obligations de haute qualité à long terme et des actions dans des secteurs défensifs. Et pour se protéger du risque d'inflation, les investisseurs devraient se tourner vers des actifs alternatifs capables de résister à des périodes d'inflation aiguë ou chronique.

Graphique 32 : 2022 nous a montré que la meilleure protection contre les chocs inflationnistes réside dans les actifs alternatifs

Rendements de certains marchés publics et privés en 2022

%, performance totale en USD

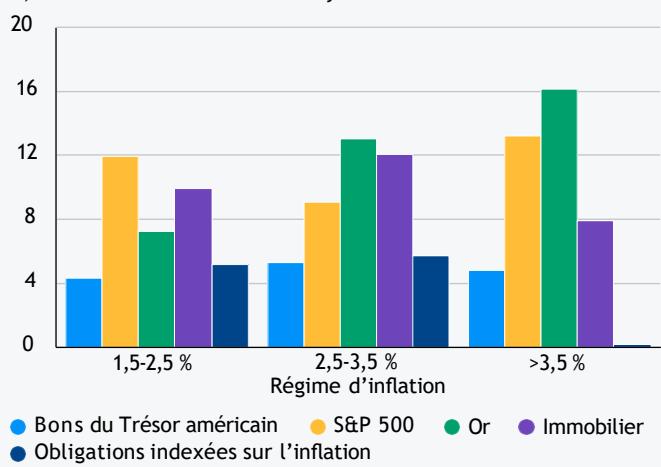


Source : Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, LSEG Datastream, MSCI, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Les indices obligataires et de matières premières sont ceux de Bloomberg, sauf le High Yield, qui vient de l'ICE BofA Global High Yield. Hedge funds : HRFI Fund Weighted Composite ; Immobilier de base aux États-Unis : NCREIF Property - Open End Diversified Core Equity ; Immobilier de base en Europe : MSCI Global Property Fund - Continental Europe ; Prêts directs : Cliffwater ; infrastructures : MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset (équipondéré) ; Bois : NCREIF Timberland Total Return. Le capital-investissement et le capital-risque sont des rendements pondérés dans le temps provenant de Burgiss. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

Graphique 33 : Les actifs traditionnels de diversification fonctionnent mieux contre l'inflation chronique

Rendements de classes d'actifs sélectionnés par régime d'inflation

%, rendement total annualisé moyen sur trois ans



Source : Bloomberg, BLS, LSEG Datastream, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Inflation : IPC global ; bons du Trésor américain : Bloomberg US Aggregate - Treasury ; immobilier : NCREIF National Property Index ; obligations indexées sur l'inflation : Bloomberg US TIPS. Les régimes d'inflation sont définis sur la base du taux de croissance annualisé de l'IPC sur trois ans et excluent les périodes de désinflation. Les données sur les rendements commencent en 1976, à l'exception des obligations indexées sur l'inflation, dont les données commencent en 1997. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs. Données au 31 octobre 2025.

Scénarios et risques

Avec les politiques de soutien et de relance récemment mises en place, toutes les régions du monde devraient profiter d'un regain de croissance en 2026. Selon nous, l'économie américaine devrait profiter des effets positifs des gains de pouvoir d'achat aux États-Unis, des baisses de taux et des investissements continus dans l'intelligence artificielle (IA). La croissance européenne devrait s'accélérer compte tenu des récentes politiques de soutien monétaires et fiscales mises en œuvre.

Il existe toutefois des risques baissiers dont il faut tenir compte. Si les actions technologies cèdent du terrain, cela pourrait avoir des conséquences importantes sur le marché et l'économie. L'inflation pourrait également s'installer pour durer. Il est fortement recommandé de se constituer des portefeuilles bien diversifiés afin de se protéger à la fois contre le risque de ralentissement de la croissance si l'engouement pour les valeurs technologiques s'affaiblit, et contre le risque de rebond plus marqué qu'attendu de l'inflation.

Scénario de base : la croissance mondiale se généralise

Macroéconomie : l'activité économique gagne plusieurs régions du monde. La croissance européenne surprend à la hausse et réduit l'écart avec la croissance américaine en 2026, grâce à une relance budgétaire considérable et au soutien continu des précédentes baisses de taux. La croissance américaine se poursuit, soutenue par un nouvel assouplissement de la Réserve fédérale (Fed). L'économie chinoise est stimulée par la stabilisation du marché immobilier, tandis que les autorités soutiennent la croissance de la technologie d'IA domestique.

Marchés : en matière d'actions, la diversification est essentielle, que ce soit au sein de l'écosystème de l'IA, au niveau géographique, ou par rapport aux marchés publics et privés. Le dollar américain continue de chuter face à un large panier de devises. Et bien qu'il le fasse de manière ordonnée, les investisseurs non américains devraient évaluer l'impact potentiel des mouvements de change sur les rendements. La baisse des taux américains profite au capital-investissement et au crédit privé.

Risque baissier : l'inflation repart à la hausse

Macroéconomie : l'inflation accélère, de manière brutale ou plus feutrée. Une inflation soudaine pourrait se produire si les effets des droits de douane sur les prix aux États-Unis s'avéraient plus importants que ce que l'on craignait, c'est-à-dire si les entreprises répercutaient la hausse des coûts sur les consommateurs. Les remboursements de l'impôt sur le revenu au début de 2026, ainsi que toute autre réduction d'impôt à l'approche des élections de mi-mandat, agravaient l'inflation. Une inflation chronique et rampante pourrait résulter de déficits budgétaires persistants et de doutes sur l'indépendance de la Fed.

Marchés : un environnement négatif pour les actions, les secteurs sensibles aux taux d'intérêt étant les plus durement impactés. La hausse des rendements des obligations core entraîne des pertes, sous l'effet d'une corrélation obstinément positive entre actions et obligations. En cas d'inflation aiguë, les actifs réels, tels que le bois et les infrastructures de base, offriraient la meilleure protection. En cas d'inflation chronique, l'or a toute sa place dans les portefeuilles.

Risque baissier : les actions technologiques faiblissent

Macroéconomie : l'engouement pour l'IA s'affaiblit, car il devient clair que la demande en infrastructures d'intelligence artificielle a été surestimée. S'en suivent une surcapacité, une chute des prix et une diminution des marges, alors que le retour sur investissement des dépenses engagées décroît. La croissance économique américaine ralentit alors que les dépenses liées à l'IA stagnent et qu'une liquidation des actions nuit à la richesse des ménages américains.

Marchés : l'environnement est très négatif pour les actions, en particulier américaines. Les actions défensives surperforment les actions cycliques et la corrélation négative entre actions et obligations fait son grand retour. En revanche, il s'agit d'un environnement positif pour les obligations à long terme et de haute qualité. De leur côté, le capital-investissement et le crédit privé connaissent des difficultés en raison de leur exposition aux valeurs technologiques.

Risque haussier : boom de la productivité

Macroeconomie : La croissance s'accélère sensiblement grâce à un boom de la productivité induit par l'IA. L'inflation est maîtrisée par la hausse de la productivité et, potentiellement, par la baisse des prix de l'énergie consécutive à la résolution du conflit Russie-Ukraine. Les banques centrales peuvent ainsi réduire les taux d'intérêt de manière plus agressive que ce qui est actuellement anticipé par les marchés.

Marchés : l'environnement est très positif pour les actions mondiales. Les marchés obligataires enregistrent également de solides performances, en raison de la baisse des taux d'intérêt et du resserrement des spreads de crédit qui atteignent de nouveaux niveaux record.

Auteurs



Karen Ward
Stratégiste en chef
des marchés, EMOA



Tilmann Galler
Stratégiste des
marchés mondiaux



Lucía Gutiérrez-Mellado
Stratégiste des marchés
mondiaux



Maria Paola Toschi
Stratégiste des
marchés mondiaux



Hugh Gimber
Stratégiste des
marchés mondiaux



Lilia Peytavin
Stratégiste des
marchés mondiaux



Aaron Hussein
Stratégiste des
marchés mondiaux



Max McKechnie
Stratégiste des
marchés mondiaux



Natasha May
Analyste des marchés
mondiaux



Zara Nokes
Analyste des marchés
mondiaux

Le Programme Market Insights fournit des données et des commentaires détaillés sur les marchés financiers internationaux sans aucune référence à des produits d'investissement. Conçu comme un outil permettant aux clients d'appréhender les marchés et d'accompagner leur prise de décision en matière d'investissement, le programme examine les répercussions des statistiques économiques actuelles et de l'évolution des conditions de marché. Dans le cadre de la réglementation MiFID II, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFID II et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituent pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement.

Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il s'agit d'un document à caractère pédagogique qui n'a pas vocation à servir de conseil ou de recommandation concernant un produit d'investissement, une stratégie, une caractéristique d'un placement ou une autre finalité dans quelque juridiction que ce soit, ni ne constitue un engagement de la part de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à des transactions qui y seraient mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs. J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co. et son réseau mondial d'affiliés. Dans la mesure où la loi nous le permet, nous sommes susceptibles d'enregistrer les conversations téléphoniques et de surveiller les courriers électroniques afin de respecter nos obligations légales et réglementaires et nos politiques internes. Les données à caractère personnel seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management conformément à nos politiques de confidentialité, qui sont disponibles sur la page am.jpmorgan.com/global/privacy. Cette communication est émise par les entités suivantes : aux États-Unis, par J.P. Morgan Investment Management Inc. ou J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc., toutes deux réglementées par la Securities and Exchange Commission ; en Amérique latine, pour l'utilisation des destinataires prévus uniquement, par les entités locales de J.P. Morgan, selon les cas ; au Canada, pour l'utilisation des clients institutionnels uniquement, par JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., qui est un Gestionnaire de portefeuille enregistré et un Courtier sur le marché dispensé dans toutes les provinces et tous les territoires canadiens, à l'exception du Yukon, et qui est également enregistré en tant que Gestionnaire de fonds d'investissement en Colombie-Britannique, en Ontario, au Québec et à Terre-Neuve-et-Labrador. Au Royaume-Uni, par JPMorgan Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority ; dans les autres juridictions européennes, par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. En Asie-Pacifique (« APAC »), par les entités émettrices suivantes et dans les juridictions respectives dans lesquelles elles sont principalement réglementées : JPMorgan Asset Management (Asia Pacific) Limited, ou JPMorgan Funds (Asia) Limited, ou JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited, chacune d'entre elles étant réglementée par la Securities and Futures Commission de Hong Kong ; JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited (numéro d'enregistrement 197601586K), cette publicité ou publication n'a pas été révisée par l'Autorité monétaire de Singapour ; JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited ; JPMorgan Asset Management (Japan) Limited, qui est membre de l'Investment Trusts Association, Japon, la Japan Investment Advisers Association, la Type II Financial Instruments Firms Association et la Japan Securities Dealers Association, et qui est réglementée par la Financial Services Agency (numéro d'enregistrement « Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) 330 ») ; en Australie uniquement à l'attention des clients professionnels tels que définis aux sections 761A et 761G de la Corporations Act de 2001 (Commonwealth), par JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919). Pour tous les autres pays de la région, ce document est exclusivement réservé aux destinataires concernés. Pour les États-Unis uniquement : si vous êtes en situation de handicap et avez besoin d'une aide supplémentaire pour consulter les documents, veuillez nous appeler au 1-800-343-1113 pour obtenir une assistance.

Copyright 2025 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

Source des images :Shutterstock

LV-JPM57187 | 11/25 | FR | 242b49f1-a2cc-11f0-a802-81f1f9b0331c