

1^{er} trimestre 2023 : de la résilience au redémarrage

Stratégie Dette émergente

Auteurs



Pierre-Yves Bareau

Directeur de la gestion dette émergente



Giles Bedford

Spécialiste en investissement –
Dette émergente

Synthèse

La réouverture de la Chine et la fin du resserrement monétaire aux États-Unis devraient soutenir les actifs des marchés émergents en 2023.

- Nous pensons qu'un atterrissage en douceur ou une légère récession créeront en 2023 un contexte plus favorable à la prise risque pour la dette des marchés émergents.
- Cependant, une inflation qui s'avérerait persistante représente un risque qui pourrait conduire à des performances négatives, entraînant de nouveaux relèvements de taux directeurs et des préoccupations quant à « l'exceptionnalisme américain ». Nous pensons qu'une récession plus profonde serait préjudiciable pour les actifs des marchés émergents, mais qu'une baisse des rendements « core » compenserait l'écartement des spreads et la dépréciation des devises émergentes, ce qui aboutirait à des performances positives du fait du portage.
- Macroéconomie : Nous sommes positifs sur l'Amérique latine mais plus réservés à l'égard des économies liées à l'Union européenne (UE). En Asie, nous anticipons une reprise de la croissance soutenue par une possible réouverture de l'économie en Chine. Nous voyons la réouverture économique de la Chine se répercuter sur la devise et les taux locaux, tandis que les marchés émergents bénéficieront de l'évolution de la demande dans les chaînes d'approvisionnement, les importations technologiques, les matières premières, les services et le tourisme. La différenciation entre les pays émergents dépendra de la sensibilité à ces évolutions macroéconomiques, tandis que le ralentissement des économies développées devrait compenser une partie de l'impact positif de la réouverture de la Chine.
- Dette émergente en devise locale : L'inflation dans les marchés émergents semble avoir atteint un point haut, et nous maintenons donc un biais acheteur inflation. Nous privilégions les pays à rendement réel élevé et ceux dont les banques centrales disposent d'une marge de manœuvre pour réduire leurs taux directeurs ou réagir dans la lignée du virage accommodant du Trésor américain. Les devises émergentes présentent également un potentiel de performances positives. Notre scénario d'inflation persistante justifie certaines opérations de couverture et de valeur relative.
- Dette émergente en devise forte : La baisse de la volatilité des taux soutiendra davantage la dette émergente en devise forte, mais la valeur se concentre désormais chez les émetteurs au profil de crédit fragile. Nous continuons de surpondérer principalement les obligations notées BB, tout en identifiant quelques opportunités tactiques parmi les émetteurs de moins bonne qualité.

Stratégie et positionnement

À l'heure actuelle, nous privilégions le crédit de bonne qualité dans nos portefeuilles. Si l'on considère l'ensemble des opportunités, nous apprécions les actifs en devise locale des marchés émergents, ainsi que la dette souveraine et les obligations d'entreprises. En général, nous avons un biais en faveur de la qualité mais nous n'hésitons pas à utiliser notre capacité de recherche pour accéder à des opportunités dans d'autres segments. Lorsque nous identifions une amélioration des fondamentaux, nous sommes alors prêts à prendre des positions sélectives sur des devises émergentes et des crédits plus risqués, ce qui donne à nos portefeuilles une exposition positive aux actifs risqués. Sur le plan géographique, nous préférons l'Amérique latine à l'Asie, où les rendements sont plus faibles, et nous nous attendons à ce que le ralentissement économique en Europe pénalise les pays émergents exposés à l'UE. Nous couvrons nos positions les plus risquées avec une exposition au yuan, les taux « core » et des positions de pentification de courbe.

Nous préférons adopter un positionnement de durée longue sur les marchés où l'inflation atteint un sommet et où les politiques budgétaires sont suffisamment rigoureuses pour soutenir les performances. Dans ce domaine, nous restons positifs notamment sur le Mexique, l'Afrique du Sud, la République tchèque, la Roumanie et le Pérou. Nous couvrons nos expositions dans les marchés où l'inflation est soit durable, soit en hausse, et où nous constatons un volume élevé de nouvelles émissions, comme en Chine, en Pologne et en Hongrie.

Nous adoptons une position longue sur les devises émergentes dans nos portefeuilles, idéalement au travers du portage. Dans ce contexte, nous apprécions des pays comme l'Indonésie, le Mexique, le Brésil, la Roumanie ou le Pérou. Le deuxième thème de notre exposition aux devises émergentes concerne les pays présentant une balance des paiements positive, notamment la Thaïlande, la Corée et l'Afrique du Sud. Nous finançons ces positions en étant vendeur de yuan et de dollar américain.

Dans l'univers du crédit, nous apprécions le bêta apporté par l'indice EMBI (Emerging Markets Bond Index), et nous décelons de la valeur dans les rotations au sein des segments de notation BB et B. Nous maintenons un biais qualité dans nos positions et la volonté d'introduire de nouvelles émissions (dont le nombre devraient augmenter en 2023). Parmi les émetteurs, nous continuons d'apprécier Pemex et Oman.

S'agissant des obligations d'entreprises, les fondamentaux sont selon nous soumis à des facteurs négatifs, mais nous pensons que les sociétés disposent de réserves de trésorerie suffisantes pour faire face à ces défis. La différenciation au sein des crédits reste essentielle. Nous nous concentrons ainsi sur des dossiers spécifiques et évitons les émetteurs

aux bilans fragiles et les acteurs de taille modeste dont les obligations sont moins liquides. Grâce à cette approche, nous identifions des poches de valeur dans les obligations aussi bien investment grade qu'à haut rendement.

Les sociétés ci-dessus sont indiquées à titre d'illustration uniquement. Leur inclusion ne saurait être interprétée comme une recommandation d'achat ou de vente.

Principales vues guidant notre positionnement

Nous pensons que les scénarios de plafonnement de l'inflation et d'atterrissage en douceur soutiennent les actifs des marchés émergents. Nous voyons l'UE se diriger vers une légère récession et considérons que la croissance américaine inférieure à la tendance pourrait se transformer en récession plus tard au cours de l'année 2023.

En outre, nous constatons un ralentissement de la croissance dans les marchés émergents hors Chine, alors que la Chine devrait rouvrir ses portes au premier semestre 2023. L'inflation sous-jacente de l'indice des prix à la consommation aux États-Unis a probablement atteint un sommet, mais la trajectoire nous semble incertaine à ce stade du cycle.

Des taux terminaux plus élevés aux États-Unis représentent un risque clé à surveiller. Alors que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente des biens ralentissent, des pressions demeurent du côté des salaires et des services de base. Si l'activité et l'inflation sous-jacente américaines venaient à persister, nous pourrions assister au cours du premier semestre 2023 à des taux d'intérêt terminaux plus élevés que prévu et à une pression prolongée sur les prix des actifs émergents.

Nous pensons que le différentiel de croissance des marchés émergents par rapport à leurs homologues développés devrait se creuser et dépasser les 2 %, notamment sous l'effet du ralentissement des économies développées. La croissance des marchés émergents restera probablement autour de 3,7 % en 2023, car l'Asie se redresse tandis que les marchés d'Europe, du Moyen-Orient et de l'Afrique (EMOA) ralentissent. Le principal moteur de l'alpha accru des marchés émergents repose sur la Chine. Mais il est compensé par les défis potentiels posés par ses liens économiques avec les marchés développés, par des taux d'intérêt plus élevés et par l'essoufflement du rebond cyclique post-pandémie.

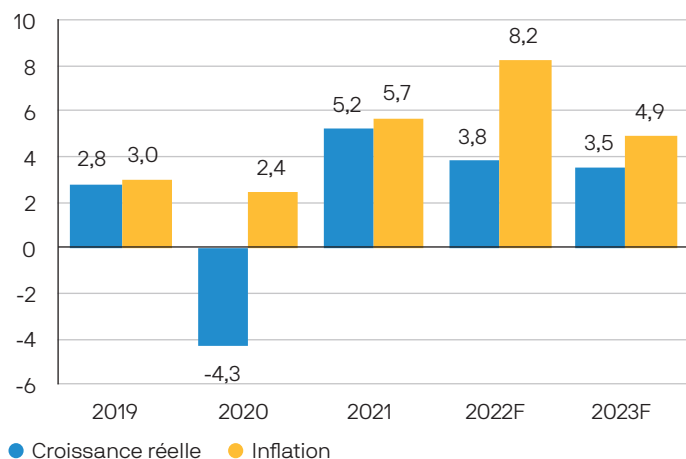
Nous pensons que le virage de Pékin est désormais clair. Le redémarrage économique, la diminution de la pression sur le secteur immobilier et l'assouplissement réglementaire dans d'autres domaines laissent présager une nette réaccélération de la croissance en 2023. Nous prévoyons une croissance du PIB chinois de 4,5 % en 2023, contre 3,0 % en 2022. À court terme, nous pensons que le redémarrage de l'économie sera chaotique du fait de la recrudescence des cas de Covid. À terme, la réouverture de la Chine devrait se traduire par une demande accrue de matières premières, de services, de voyages et de technologie - autant d'éléments qui favoriseront les activités exportatrices des marchés émergents.

La résilience des marchés émergents est réelle : nous pensons certes que la plupart de ces pays connaîtront une croissance plus faible l'année prochaine, mais aussi une inflation plus basse (**Graphique 1**), des déficits réduits et des niveaux d'endettement stables voire en baisse. De notre point de vue, la hausse des taux d'intérêt ne fera pas dérailler la consolidation progressive de la dette.

La différenciation reste un thème clé : si la réouverture de la Chine peut aider les exportateurs de matières premières et d'autres partenaires régionaux, nous pensons que certains des avantages pourraient être remis en cause par un contexte de croissance plus compliqué dans les marchés développés. Nous considérons que l'effet de levier excessif est davantage un enjeu propre à la Chine et non un problème global dans les marchés émergents. Nous pensons également que les valeurs de grande qualité continueront à être recherchées dans les marchés émergents.

La croissance et l'inflation devraient ralentir dans l'ensemble de la zone mais rester supérieures aux niveaux atteints en 2019

Graphique 1 : croissance du PIB réel et inflation dans les marchés émergents, en %



Source : J.P. Morgan Asset Management, décembre 2022.

Nos vues sur les principales questions auxquelles sont confrontés les marchés émergents

Macroéconomie - Atterrissage : où et comment ?

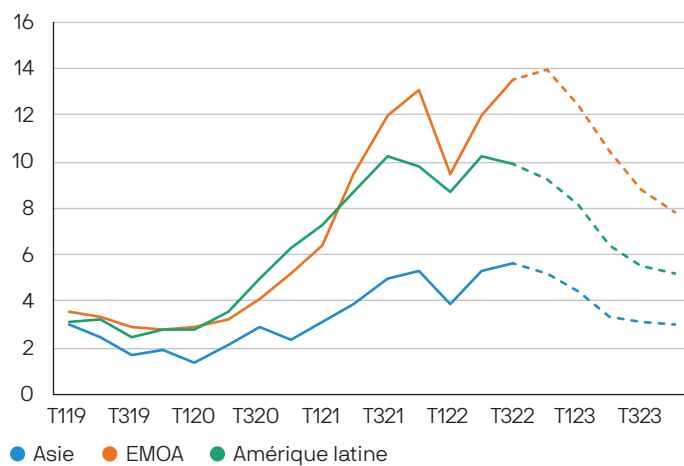
Dans notre scénario de référence, la Chine devrait redémarrer en 2023. Nous nous attendons également à ce que les États-Unis surperforment l'UE. Cela soulève des questions dont les répercussions pourraient être observées sur l'allocation d'actifs, en particulier du fait de l'inflation et de la réponse de la Réserve fédérale (Fed).

Nous pensons que les craintes d'un pic d'inflation sont derrière nous (**Graphique 2**), en particulier pour les niveaux globaux, étant donné la baisse des prix des matières premières par rapport à leurs niveaux d'il y a un an et la normalisation de la chaîne d'approvisionnement qui a suivi la fin de la pandémie. Nous prévoyons que l'inflation sous-

jacente de l'indice des prix à la consommation (IPC) américain reculera pour atteindre environ 3 % d'ici fin 2023, avec des écarts entre l'inflation des produits manufacturés (qui devrait s'effondrer) et celle des services (qui devrait se maintenir). Au sein des marchés émergents, nous pensons également que l'inflation a atteint un plafond et que la croissance reste inférieure à son potentiel. Cela dit, la trajectoire de désinflation dans les marchés émergents est propre à chaque pays et nous sommes davantage préoccupés par ceux ayant des liens commerciaux avec l'UE.

L'inflation des marchés émergents a atteint un plafond, mais varie selon les régions

Graphique 2 : Inflation des prix à la consommation dans les différentes régions émergentes



Source : J.P. Morgan Asset Management et Bloomberg, décembre 2022.

Nous pensons que la réponse de la Fed dépendra de l'évolution de l'activité et du marché du travail. Celle-ci ne devrait pas procéder à un assouplissement excessif des conditions financières. Par conséquent, nous pensons que les conditions resteront restrictives plus longtemps.

Que signifie des taux américains plus élevés plus longtemps pour les actifs des marchés émergents ? Nous constatons une augmentation des risques de crédit induits par une charge d'intérêts plus élevée. Pour la plupart des États émergents, ces conditions ne remettront pas en cause l'assainissement progressif de leur dette publique. D'après notre expérience, les variations importent généralement moins que les niveaux pour les actifs risqués - mais nous recommandons la prudence car les rendements réels sont désormais à leurs points les plus hauts depuis 12 ans. La dynamique qui résulte de la thématique « les obligations sont de retour » pourrait apporter un certain soutien à la dette émergente, bien que le coût des stratégies de portage soit plus élevé que précédemment.

La croissance des marchés émergents peut-elle se découpler d'un ralentissement des marchés développés ? Nous pensons que la croissance des marchés émergents devrait rester autour de 3,7 % en 2023, l'Asie se redressant tandis que la région EMOA ralentirait. Le différentiel de croissance entre les marchés émergents et développés

devrait se creuser pour atteindre des niveaux supérieurs à 2% à mesure que la croissance des marchés développés ralentit. La thèse du découplage repose sur le fait que les marchés émergents ont des sensibilités différenciées au ralentissement de la croissance à l'œuvre aux

États-Unis et dans l'UE. Les économies ouvertes et entretenant des liens commerciaux avec l'UE présentent selon nous davantage de risques, tandis que l'Asie devrait bénéficier de la réouverture de la Chine. Cela dit, l'effet de levier excessif est davantage un enjeu propre à la Chine qu'un problème global dans les marchés émergents.

Alors, comment l'année pourrait-elle se dérouler ? Nous identifions plusieurs scénarios possibles. Notre scénario de référence comprend un atterrissage en douceur ou une légère récession, l'un ou l'autre ayant selon nous des impacts similaires sur la dette des marchés émergents. Dans ce scénario, nous pensons que la Fed restera attentiste dans un contexte de baisse de l'inflation, ce qui devrait favoriser un reflux de la volatilité et la surperformance des actifs des marchés émergents. Notre deuxième scénario correspond à une récession plus profonde, conséquence du resserrement monétaire à l'œuvre ou futur au-delà des niveaux que le marché anticipe actuellement. Cela pourrait conduire à une période de performances plus faibles, même si une baisse des rendements « core » compenserait l'élargissement des spreads et le recul des devises, les performances restant positives du fait du portage. Dans nos scénarios, la faible sensibilité des salaires et l'inflation persistante aux États-Unis demeurent le plus grand défi pour les marchés émergents, nécessitant de nouveaux relèvements de taux directeurs, mais potentiellement à un rythme plus graduel.

Résilience des marchés émergents : La normalisation va se poursuivre

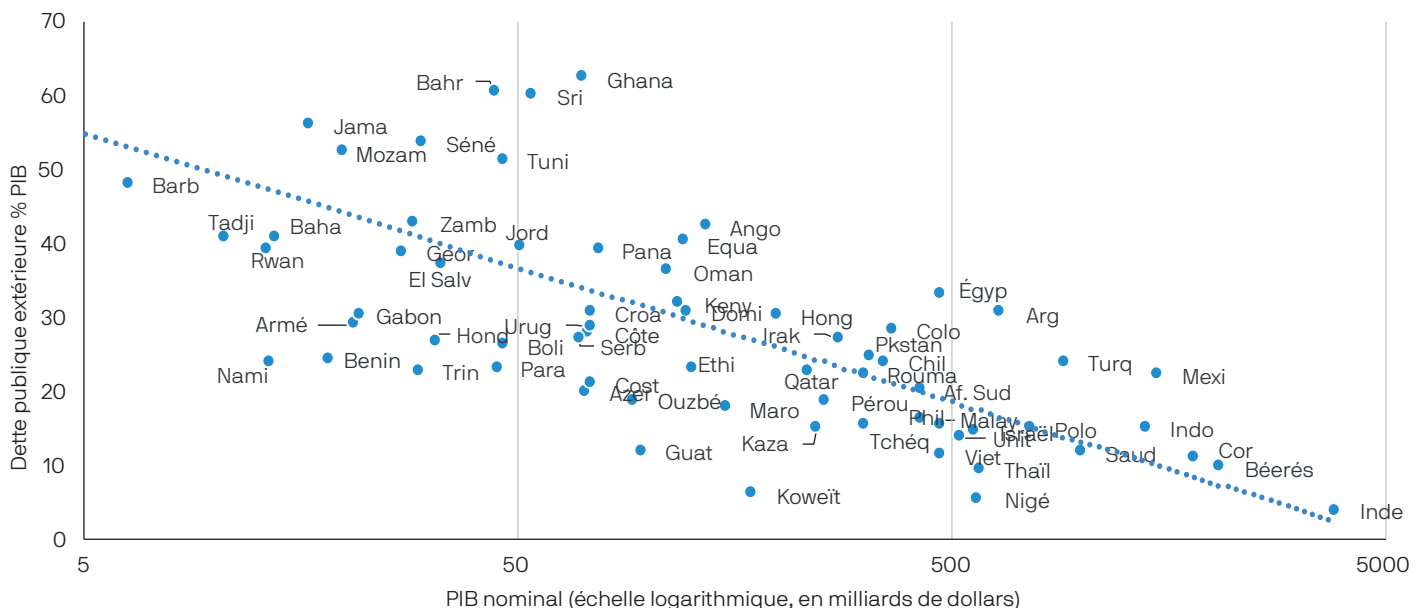
Les fondamentaux médians continuent de se normaliser après la pandémie et les chocs sur les prix alimentaires/énergétiques, les ratios revenant généralement vers les niveaux de 2019, sans toutefois les atteindre.

Nous voyons des opportunités chez les exportateurs de matières premières et les entreprises liées à la Chine. Ceux-ci pourraient bien se comporter en 2023. Mais nous continuons de privilégier des entreprises de grande qualité dans nos portefeuilles, car de nombreux pays pourraient connaître un léger ralentissement de leur croissance en raison de la hausse des taux locaux, de leurs liens avec l'UE et de l'essoufflement de la reprise post-pandémie. La réouverture de la Chine pourrait profiter aux exportateurs de matières premières et aux partenaires régionaux à la marge, mais le ralentissement des marchés développés pourrait éroder une partie des gains et favoriser en fin de compte les exportateurs de qualité. Le secteur du tourisme reste une source importante de revenus à l'exportation et se redresse largement après la pandémie. Les transferts de fonds se sont avérés moins cycliques, ce qui signifie que l'impact d'une récession pourrait s'avérer plus modéré que certains le craignent.

Des taux plus élevés plus longtemps - et le risque associé de récession - favorisent toujours les crédits de qualité, malgré la possibilité d'une certaine reprise à la marge. Nous considérons les notations plus équilibrées et nous avons revu à la baisse nos anticipations de défaut pour 2023. En général, nous constatons que les risques de défaut sur la dette souveraine se concentrent sur les petits pays (**Graphique 3**) qui sont plus justement évalués. Les prix des

La vulnérabilité de la dette extérieure concerne principalement les petits pays

Graphique 3 : Dette publique extérieure en % du PIB



matières premières ayant reculé par rapport à leurs récents pics, nous constatons une pression moins forte sur certains pays présentant des déficits jumeaux, certains pays pouvant selon nous bénéficier d'ajustements favorables. Si les prêts bonifiés demeurent essentiels, les besoins de financement externe se révèlent généralement moins élevés en 2023.

Au cours des dernières années, la réponse des banques centrales des pays émergents à l'inflation a été rapide et vigoureuse. Aujourd'hui, nous voyons les banques centrales des marchés développés rattraper leur retard tandis que celles des pays émergents maintiennent leurs taux directeurs. Les taux réels les plus élevés sont donc concentrés en Amérique latine, où une inflation plus faible est nécessaire pour que les banques centrales passent à une politique monétaire expansionniste. Globalement, l'Afrique du Sud, le Mexique, Oman, l'Angola et les Émirats arabes unis (EAU) semblent bien positionnés dans ce scénario. En revanche, les pays d'Europe centrale et orientale, le Ghana, le Salvador et la Colombie apparaissent moins bien placés.

Chine : Une croissance plus forte et moins d'incertitude politique en 2023

Nous prévoyons une croissance instable à court terme pour la Chine, mais conservons nos perspectives plus favorables pour 2023 grâce à la réouverture progressive de l'économie. Après la reprise du troisième trimestre 2022, le pays subit de nouveau au quatrième trimestre l'impact négatif des restrictions de mobilité, ce qui conduira probablement à une faible croissance du PIB, estimée à environ 3 % sur l'année complète. Les autorités chinoises sont déjà en train de calibrer leurs directives de contrôle du Covid, ce qui permettra une réaccélération plus durable de la croissance, notamment après le Congrès national du Parti prévu en mars 2023. Nous pensons que la réouverture stimulera la croissance du PIB en 2023, lui permettant d'atteindre un rythme proche de 4,5 %.

Un autre changement important de politique annoncé récemment réside dans le soutien plus explicite au secteur immobilier, laissant entrevoir un certain assouplissement en 2023. Bien qu'elle constitue un avantage net pour le monde entier, la croissance des importations chinoises ne devrait pas s'avérer flamboyante. Pour cette raison, l'impact de l'inflation sur l'économie mondiale devrait selon nous être limité, même si ce risque pourrait augmenter en cas de récession dans le monde développé.

Nous pensons que la consommation remplacera progressivement l'investissement productif comme principal moteur de la croissance chinoise, tandis que les exportations nettes pourraient à un certain stade devenir un poids. De notre point de vue, les autorités chinoises continueront de privilégier les investissements dans les infrastructures et les actifs manufacturiers pour répondre à un ralentissement économique de court terme.

Nous nous attendons également à ce que ce schéma évolue progressivement au cours de l'année 2023, car la réouverture et les mesures politiques pourraient commencer à soutenir la croissance de la consommation, en particulier dans le secteur des services. La reprise de la consommation intérieure pourrait impliquer que les exportations nettes freinent la croissance du PIB pour la première fois depuis 2018, résultat de l'amélioration des volumes d'importation (liée à la réaccélération de la demande intérieure) et de la stagnation des exportations (reflétant le ralentissement mondial et le recalibrage des chaînes d'approvisionnement).

Selon nous, une fois que l'économie chinoise aura retrouvé sa dynamique au second semestre 2023, le soutien des autorités en matière de fiscalité et de crédit devrait s'atténuer. Nous pensons que le déficit budgétaire accru a probablement atteint un sommet historique en 2022. Les mesures de crédit ciblées sont également nombreuses. Elles favorisent notamment les petites et moyennes entreprises, les infrastructures et les mises à niveau technologiques. Plus récemment, les banques ont également été invitées à soutenir les promoteurs immobiliers, ce qui devrait quelque peu soulager le secteur. Toutefois, le soutien budgétaire devrait se réduire une fois que l'économie aura retrouvé sa dynamique, ce qui limitera probablement aussi l'ampleur du rebond attendu.

L'amélioration de la croissance devrait finalement inciter la Banque populaire de Chine (PBoC) à se montrer moins accommodante, et nous pensons donc que les rendements des emprunts d'État chinois (CGB) pourraient remonter en 2023. Cela dit, le risque de surchauffe de l'économie chinoise apparaît très faible, car un certain resserrement budgétaire sera probablement mis en œuvre au second semestre 2023. Nous continuons de penser que le renminbi sous-performera un panier de devises CFETS (China Foreign Exchange Trade System), car le ralentissement des exportations devient de plus en plus évident, tandis que les autorités vont probablement essayer de compenser l'impact des sanctions américaines/contrôles des exportations sur les chaînes d'approvisionnement sous-jacentes.

Dette émergente : feuille de route pour le 1^{er} trimestre 2023

Dette émergente : feuille de route pour le 1^{er} trimestre 2023 Scénario macro – Allocation d’actifs/stratégie – Thèmes d’investissement

	Scénario	Récession profonde	Scénario de référence : croissance inférieure à la tendance	Sticky Inflation	Les thèmes pour le S1 2023
Gestion macro	Probabilité	20	65	15	<p>Les vents contraires macroéconomiques se transforment en vents arrière favorables à la dette émergente</p> <p>L'inflation cède la place à la croissance dans l'esprit des investisseurs → Long en duration</p> <p>Réouverture de la Chine au S1 2023 - plus favorable aux exportateurs des pays émergents qu'aux yuan/emprunts d'État chinois</p> <p>Les taux locaux offrent des rendements réels élevés et soutiennent les devises émergentes</p> <p>Des primes parfois excessives dans le crédit émergent</p> <p>Autres risques : (géo)politiques Gestion du risque : importante incluant la constitution de couvertures élevées au T1</p>
	Croissance	Ralentissement brutal	Croissance inférieure à la tendance dans les marchés développés et creusement du différentiel en faveur des marchés émergents	Maintien	
	Inflation	Chute	Points hauts atteints et poursuite du reflux au S1 2023	L'inflation reste au-dessus de l'objectif	
	Conditions financières	Restrictives dans un premier temps, puis assouplissement	Évoluant dans une fourchette	Taux directeurs élevés pour longtemps/ Restrictives	
	Marge de manœuvre des politiques	Potentiel de resserrement graduel	Diversité des politiques	Plus faible	
	Matières premières	Volatilité accrue	Évoluant dans une fourchette	Perf. en hausse	
Stratégie	Bêta	Long en duration	Long en risque et duration	Court Beta et long cash	
	Opinion sectorielle	Du crédit à la duration Impliqués mais sélectifs parmi les actifs risqués (crédit HY & devises émergentes)	Receveurs de taux émergents Crédit émergent, rester sélectif Devises émergents, financées en USD/CNH	Courts sur les devises émergentes / le crédit HYPayeurs de taux	

Source : J.P. Morgan Asset Management, décembre 2022.

Les opinions, les estimations, les prévisions, les projections et les prises de position relatives aux tendances des marchés financiers reposent sur les conditions de marché à la date de publication, reflètent notre jugement et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Rien ne garantit qu'elles se révéleront exactes.

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 constituant 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 est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions 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. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy. Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris -Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, n°492 956 693.

© 2023 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

LV-JPM54011 | 01/23 | FR | 09ok221412121138