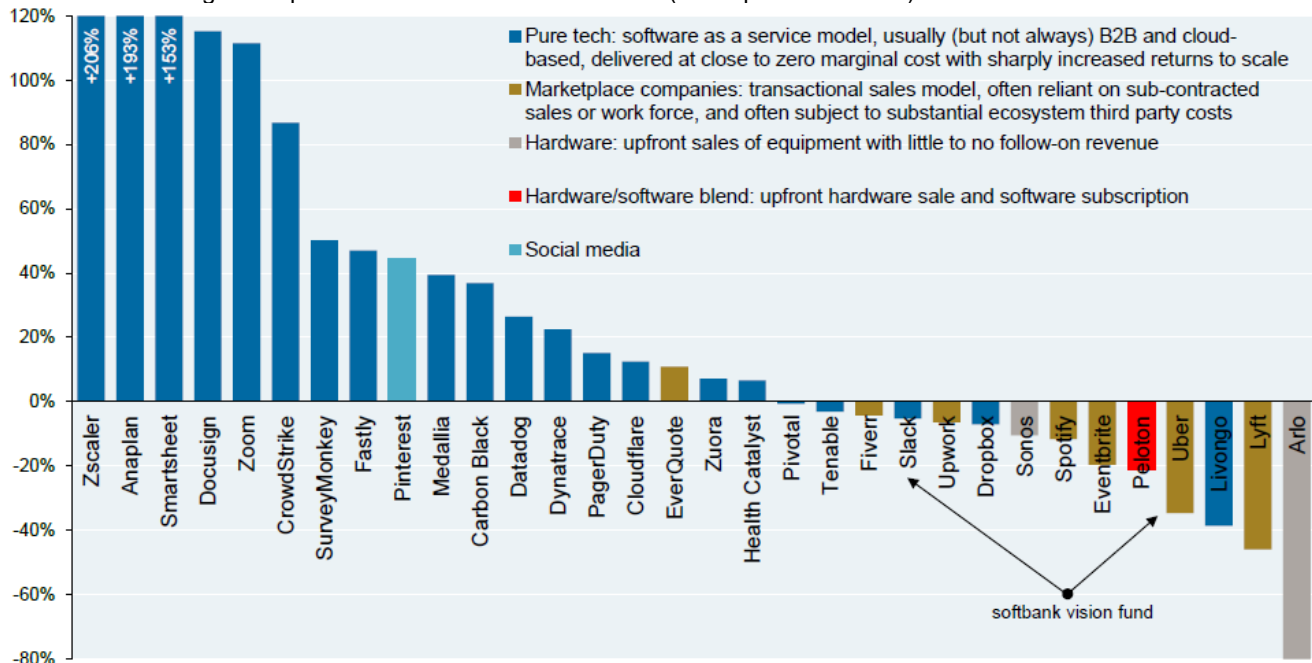


**Thèmes : les introductions en bourse des sociétés technologiques américaines ; l'intensification des risques liés à la politique de Donald Trump alors que la Chine épuise son capital de sympathie à Washington ; et un point sur les propositions progressistes des Démocrates sur fond de montée dans les sondages de la Sénatrice Elizabeth Warren.**

Les difficultés rencontrées par certaines entreprises technologiques américaines pendant et avant leur introduction en bourse ont récemment été largement commentées dans la presse. **Ce que nous oublions :** la plupart des introductions en bourse des *véritables* sociétés technologiques se passent très bien, comme le montre le graphique suivant. Les entreprises « à composante technologique » incluses dans la catégorie globale des technologiques, mais qui ne sont pas des sociétés technologiques pures, sont pour la plupart celles qui connaissent des difficultés. De nombreuses entreprises figurant à droite dans le graphique échouent également au simple test de la « règle des 40 % » de la somme de la croissance du chiffre d'affaires et des marges de cash flow libre (dans les cas d'Uber, d'Arlo, d'Eventbrite et de Pivotal, le test de la règle des 40 % donne en réalité un chiffre négatif, et pour Zuora et Upwork, le test de la règle des 40 % produit un chiffre positif, mais inférieur à 20 %).

**Qu'est-ce qui pêche dans la performance des introductions en bourses des sociétés technologiques en 2018-2019 ? Pas grand-chose, à condition d'acheter une véritable société technologique.**

Performance en regard du prix lors de l'introduction en bourse (ou du prix de cotation)



Sources : Bloomberg, informations financières des entreprises, Stratechery.com, J.P. Morgan Asset Management. 4 octobre 2019. Les sociétés figurant dans le graphique sont présentées uniquement à titre d'exemple. Leur inclusion ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'achat ou de vente. L'utilisation de ces sociétés pour construire notre graphique ne constitue en aucun cas une approbation des services de gestion d'investissement de J.P.Morgan Asset Management.

Autres commentaires sur les introductions en bourse et le secteur technologique :

- **Les placements diversifiés multisectoriels dans le cadre d'introductions en bourse depuis 2010 n'ont pas beaucoup profité aux investisseurs.** La dernière étude<sup>1</sup> que nous avons lue adopte deux approches. La première est un portefeuille détenant 200 sociétés introduites en bourse, les produits servant à acheter chaque nouvelle introduction provenant de la vente des sociétés affichant les plus mauvaises performances. Depuis 2010, sa performance relative stagne par rapport à celle du marché. La deuxième approche s'intéresse à la performance relative des introductions en bourse depuis 2010 en retenant l'hypothèse d'une période de conservation de deux ans. La performance *médiane* des sociétés introduites en bourse est 20 % inférieure à celle du marché. Les rendements *moyens*, meilleurs, sont juste équivalents aux rendements du marché, bénéficiant des 2 % des introductions en bourse ayant dégagé des rendements supérieurs à 200 %. La sous-performance des introductions en bourse (IPO) peut être attribuée au secteur

<sup>1</sup> « What Matters for IPOs », Goldman Sachs Global Strategy Paper, 4 septembre 2019

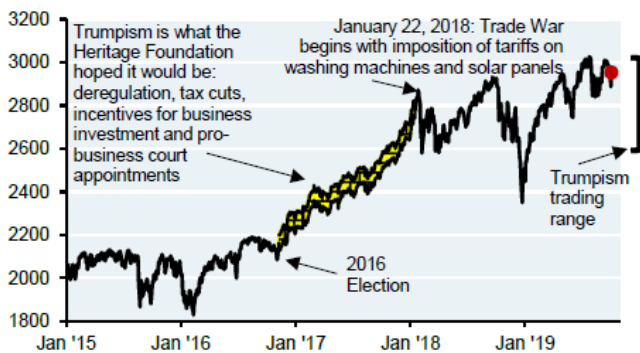
de la santé, étant le secteur réalisant les IPO les plus importants et enregistrant les plus mauvaises performances depuis 2010 aux Etats-Unis.

- Un point non directement lié au graphique précédent, qui mérite à mon avis d'être souligné : les améliorations prédites par la **loi de Moore** en matière de puissance de traitement informatique ont ralenti à seulement quelques pour-cent par an, et la fréquence d'horloge des microprocesseurs n'a pas progressé depuis 2004. Les composants ont peut-être atteint des dimensions atomiques qui agissent maintenant comme une limite naturelle à d'autres améliorations en raison de la fin d'un phénomène connu sous le nom de loi d'échelle de Dennard.

## Dernières nouvelles sur la guerre commerciale alors que la Chine épuise son capital de sympathie à Washington

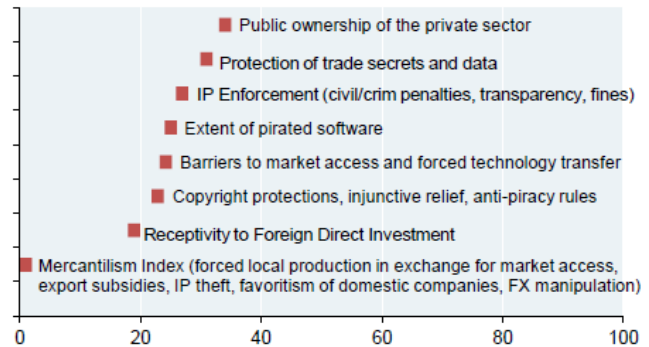
Comme indiqué dans *Eye on the Market* du 2 septembre 2019, nous estimons que les marchés actions américains évoluent maintenant à l'intérieur d'une fourchette en raison de la politique de Donald Trump, et que la limite supérieure de cette fourchette correspond approximativement à la barre des 3 000 points de l'Indice S&P 500. Les dernières nouvelles sur la guerre commerciale comprennent les propositions du sénateur Marco Rubio de radier de la cote les sociétés chinoises qui ne se conforment pas à la réglementation comptable et boursière américaine (bien entendu, un accord de 2013 permettant aux régulateurs américains de demander des documents d'audit détenus en Chine n'a pas été appliqué de façon efficace), et pour les fonds de pension fédéraux, une proposition visant à interdire l'investissement dans des produits ayant une exposition à la Chine. À ce stade, le graphique le plus important sur la guerre commerciale est peut-être le deuxième graphique ci-après. À l'issue de près de deux décennies depuis son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce, la Chine reste le pays le plus mercantile au monde, et compte peu d'amis Démocrates ou Républicains à Washington pour la défendre, ainsi que de nombreux détracteurs dans le secteur privé. La meilleure issue que je peux imaginer pour l'instant est un accord restreint basé sur des échanges agricoles mutuellement bénéfiques, d'autant que la Chine envisage de puiser dans ses réserves stratégiques de porc congelé après la mort de 100 millions de porcs.

**Fin le bon temps : la politique de Donald Trump dévoile son vrai visage aux investisseurs, niveau de l'Indice S&P 500**



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management.  
4 octobre 2019.

**La Chine est le pays le plus mercantile au monde**  
Indice, 0 = le plus mercantile



Sources : OCDE, BSA, GIPC, ITIF, Fraser Institute, J.P. Morgan Asset Management. 2019.

La semaine dernière, l'OMC a autorisé les États-Unis à appliquer des droits de douane sur certains produits européens en compensation de subventions déloyales accordées par l'UE à Airbus. Le représentant américain au commerce a déclaré qu'il imposerait des droits de douane à partir du 18 octobre, de 10 % sur les avions de ligne et de 25 % sur les whiskies/vins/fromages. Le montant maximal des droits de douane pouvant être imposés est très faible (7,5 milliards de dollars), mais cette mesure pourrait entraîner des représailles de la part de l'UE.

L'impact de la guerre commerciale se fait sentir, comme en témoignent la faiblesse des indicateurs manufacturiers américains et de l'indice de confiance des chefs d'entreprise, l'absence de croissance des bénéfices des sociétés américaines aux deuxième et troisième trimestres, et la baisse au plan mondial des



dépenses d'investissement et des activités de fusion et acquisition transfrontières. Les dépenses d'investissement aux États-Unis ont également ralenti, leur croissance tombant de 5,5 % à environ 2 %, mais cette évolution semble tenir davantage aux difficultés de Boeing et à la baisse du nombre de plates-formes pétrolières. Jusqu'à maintenant aux États-Unis, la consommation et les services connexes résistent bien mieux (ventes automobiles, ventes au détail, emploi, confiance, etc.). **Donald Trump joue avec le feu, car l'écart entre les deux ne peut être maintenu indéfiniment.** En réalité, la semaine dernière, l'indice américain des services a baissé, un signe indiquant peut-être que l'écart pourrait déjà se combler. J'anticipe une croissance modeste et un léger rebond des bénéfices durant les mois à venir car, même si nous avons évité une récession, la politique de Donald Trump continue à peser sur l'actualité des marchés.

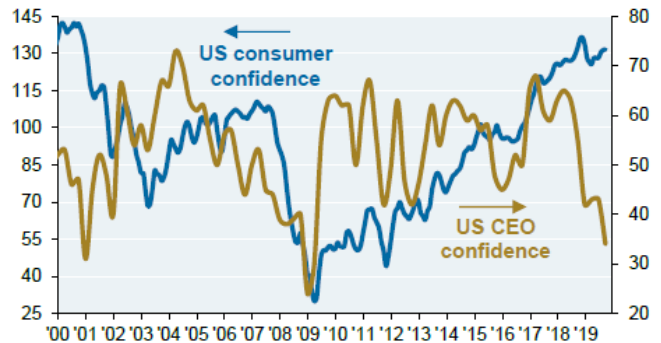
**Maintien des services, baisse du secteur manufacturier  
>50 = expansion**



Sources : Markit PMI, Bloomberg. Juin 2019.

**Optimisme des consommateurs, fléchissement de la confiance des chefs d'entreprises**

Indice, 1985 = 100, moy. mobile sur 3 mois >50 = perspective positive

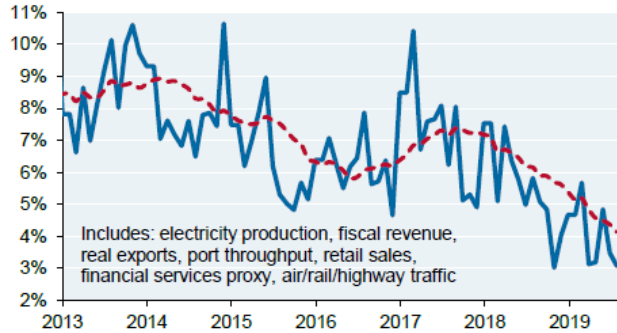


Sources : Japan MTBA, Cornerstone Macro, Bloomberg. Juin 2019.

Les enquêtes de conjoncture européennes sont plus faibles qu'aux États-Unis du fait de la plus grande dépendance de l'Europe envers les exportations. Concernant la **Chine**, un indicateur concomitant de la croissance annuelle est tombé de 7 % en janvier 2018 à seulement 4 % en août 2019.

**Indicateur concomitant de l'activité en Chine**

% de variation en glissement annuel



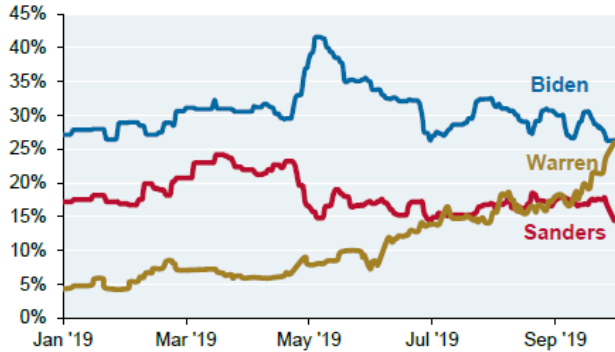
Source : Bank of America Merrill Lynch. Août 2019.



**« Warren Peace » : les Démocrates progressistes luttent contre le statu quo**

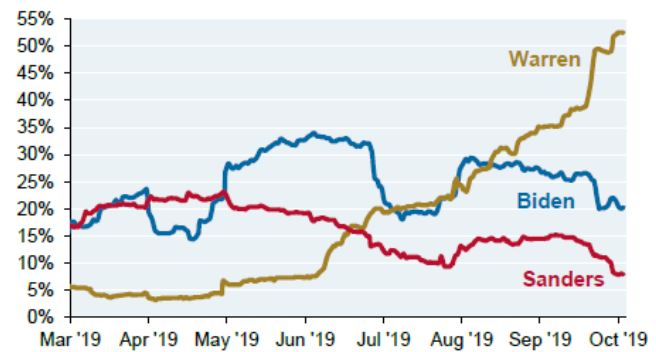
Compte tenu de la montée d'Elizabeth Warren dans les sondages et sur les marchés des paris, il est temps d'examiner les propositions avancées par la sénatrice Warren et par d'autres candidats dont elle pourrait également adopter les idées si elle devenait présidente.

**Sondage sur les candidats démocrates en vue de l'élection présidentielle de 2020**  
% de répondants favorables



Source : Real Clear Politics. Octobre 2019.

**Cotes des paris sur les candidats démocrates potentiels pour 2020**  
% de chances de remporter l'investiture



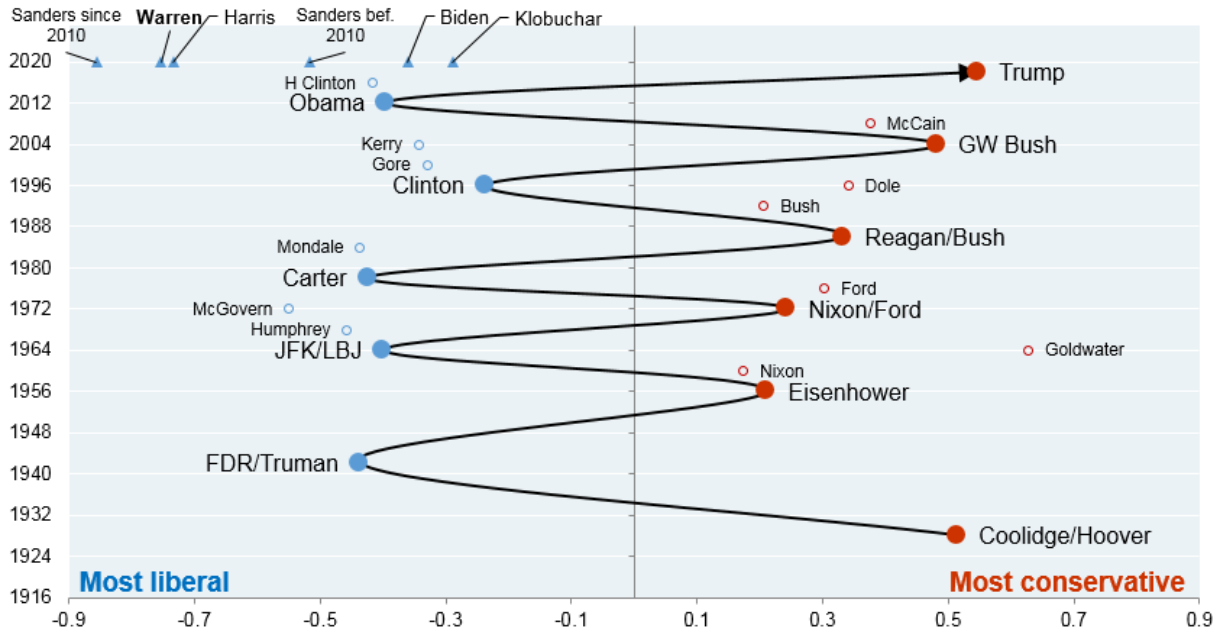
Source : Real Clear Politics. Octobre 2019.

Dans les pages suivantes, j'ai inclus quelques graphiques et tableaux qui passent en revue ces politiques. Cet exercice est un test de Rorschach politique, car certains apprécieront la plupart de ce qu'ils verront et d'autres non. Une chose est claire : l'ampleur des propositions progressistes actuelles est conforme à un tableau que nous avons présenté pour la première fois en décembre dernier. **Dans un spectre politique établi d'une manière empirique, la sénatrice Elizabeth Warren occupe une place qui se situe nettement à la gauche des présidents démocrates du 20<sup>e</sup> siècle et également à la gauche des Démocrates qui aspiraient à devenir président.**

**Ideologie politique des administrations présidentielles, et un aperçu de 2020**

Scores libéraux-conservateurs extraits de la base de données Voteview de l'Université de Californie à Los Angeles, tirés de l'historique des votes du Congrès

Cercles pleins = total des votes remportés par l'administration, cercles vides = score du candidat perdant



Sources : Base de données Voteview Congressional Roll-Call Votes, JP Morgan Asset Management. 2019. Voir la page 12 qui donne des informations sur la façon dont ce graphique a été élaboré, dont une liste des personnalités politiques ayant un historique de votes au Congrès qui ont été inclus dans le score total de chaque Administration.



## Examen des politiques progressistes

Ce tableau récapitule les propositions progressistes sur la fiscalité, le secteur des entreprises, le travail, l'énergie, les soins de santé, les investissements et la dette étudiante, dont la plupart ont été présentées par la sénatrice Elizabeth Warren. Nous en examinons quelques-unes de plus près dans les pages qui suivent. Pour que bon nombre de ces propositions soient adoptées, il faudrait que les Démocrates prennent le contrôle du Sénat et pas seulement de la Maison-Blanche, et que le nouveau leader de la majorité au Sénat accepte de mettre ces propositions à l'ordre du jour et que les Démocrates mettent un terme à l'obstruction parlementaire. Toutefois, à la suite de précédents récents (mesures unilatérales prises par Donald Trump sur des questions environnementales, commerciales et frontalières), certaines de ces propositions pourraient être mises en œuvre par le pouvoir exécutif et par voie réglementaire plutôt que par voie législative.

### Propositions des Démocrates progressistes

Progressive Democratic Agenda		
Taxation	Corporate	Labor
Double capital gains tax rate on earners over \$1mm	Curb or prohibition on stock buybacks (see p.6)	Ban on state 'right to work' laws, 'fair share' fees to allow unions to collect fees from non-members
Eliminate step-up in basis on death	Break up big banks, reverse Trump dereg. on capital/liquidity, impose financial transaction taxes	Eliminate secret ballots in worker union elections
Tax unrealized capital gains (see p. 8)	Break up big tech, reinstate Net Neutrality	Worker election of 40%+ of board members (co-determination)
Treat cap gains and dividends as ordinary income for tax purposes	Federal charter required by public companies with revenues >\$1bn, must produce "material public benefit"...	Industry-level sectoral bargaining
Wealth tax of 2% over \$50mm	...and "material positive impact on society" to obtain charter from Dep't of Commerce	Reduced classification of independent contract workers
Top estate tax rate of 77%	"Office of US Corporations" and State Attorney Generals can sue to revoke charters	Penalties for Federal contractors with gender pay disparities
New payroll tax of 12.4% > \$250k in income	Political expenditures subject to 75% approval by all shareholders	NLRB penalties on companies and executives for violating worker rights and wrongful termination
Eliminate corporate tax cuts, surtax on corporate profits over \$100mm (see p.7)	Private equity firms must guarantee repayment of debt and pensions of acquired companies	Increased protections for striking workers
Healthcare	Energy	Student debt
Medicare for All with no deductibles or copays	Ban hydraulic fracturing on private land and fracturing/drilling on federal land (see p. 9)	Reduce student debt for 95% of Americans with student debt (45 million people)
Ban private health insurance	Ban fossil fuel exports, no new nuclear power plants	Wipe out student debt entirely for 75% of students with debt
Drug price caps, gouging penalties, and reimportation allowances	Repeal traditional energy friendly tax provisions	Universal free public college education
Allow HHS to manufacture/sub-contract generic drugs	\$1 trillion over 10 years to subsidize transition to 100% clean energy	Estimated cost = \$955 billion

Sources : Cornerstone Macro Research, CNBC, warren.senate.gov. 2019.

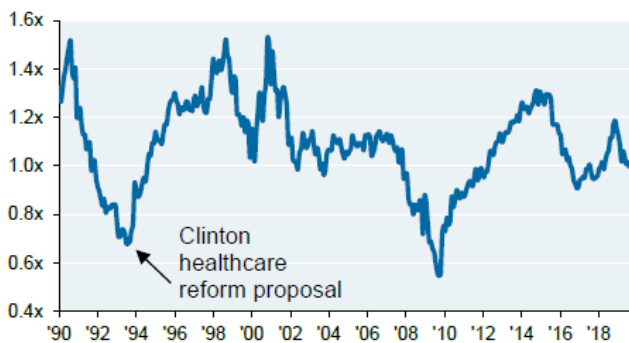
## Redistribution, risques inhérents au marché actions et interdiction des rachats d'actions

Avant d'entrer dans les détails, un bref commentaire sur la **redistribution**. Je ne pense pas que la redistribution soit intrinsèquement positive ou négative pour l'économie ; cela dépend de nombreux facteurs, tels que l'incidence de taux d'imposition plus élevés sur la propension à investir et à consommer à différents niveaux de revenus, l'efficacité avec laquelle le gouvernement fédéral affecte les recettes fiscales à des programmes productifs ou non productifs, l'incidence de la redistribution sur la confiance des consommateurs et des investisseurs, et dans quelle mesure des changements de comportements des entreprises ou des particuliers affectent ou contournent les objectifs fédéraux pour mobiliser des recettes. Toutefois, je pense que plus un programme de redistribution est vaste, plus il y a de chances qu'il ait des répercussions négatives imprévues sur le secteur privé. Dans notre [analyse des pays nordiques](#) de juin 2019, nous observons qu'à certains égards, les pays nordiques sont encore *plus* favorables aux entreprises que les États-Unis, que leurs systèmes fiscaux reposent principalement sur les taxes à la consommation (TVA) et les charges sociales pour financer les droits à prestations sociales, et que leurs systèmes de santé prévoient généralement une participation et une franchise pour gérer les coûts. **Autrement dit, même les pays les plus progressistes ont besoin d'un secteur privé dynamique et d'incitations pour que les citoyens investissent dans des entreprises et des projets d'investissement nouveaux afin de permettre une politique de redistribution.**

**Conséquences pour le marché actions.** Lorsque l'on pense aux implications potentielles d'une **large victoire des Démocrates**, il me semble que les risques les plus importants concerneraient, par ordre alphabétique : les banques (grandes et moyennes), la biotechnologie, l'exploration et la production dans le secteur de l'énergie, les géants de l'Internet, le matériel médical, les organismes d'assurance maladie, les producteurs indépendants d'électricité, les produits pharmaceutiques spécialisés de marque, le secteur de la chimie, les services financiers spécialisés aux consommateurs, les sociétés de traitement des paiements, les sociétés pétrolières et gazières intégrées. Concernant **la santé**, bien que beaucoup de facteurs négatifs soient déjà intégrés, de nombreuses propositions sont essentiellement basées sur la suppression des rémunérations du secteur privé dans le système de soins de santé, alors je pourrais imaginer un risque supplémentaire de baisse en fonction des détails des mesures mises en œuvre.

Bien que rien n'indique que les entreprises cherchent à racheter des actions *plutôt* qu'à embaucher et à réaliser des dépenses d'investissement, il semble que les Démocrates soient largement en faveur de **restrictions concernant les rachats d'actions ou d'une interdiction pure et simple**. Le graphique suivant (de droite) montre les secteurs dans lesquels les rachats contribuent le plus au rendement pour les investisseurs.

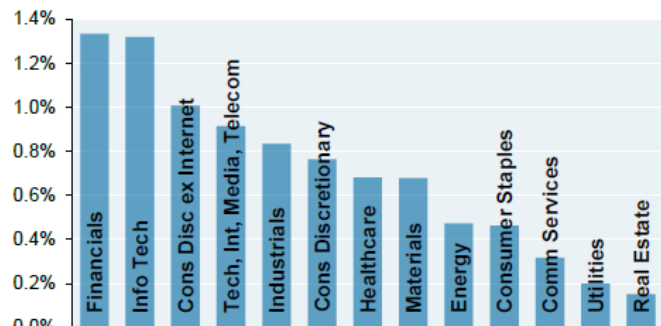
**S&P 500 : valorisation des sociétés du secteur de la santé du vs l'ensemble des sociétés**  
Ratio des multiples P/E



Source : Bloomberg. 4 octobre 2019.

**Rendement trimestriel des rachats d'actions par secteur du S&P 500**

% de la capitalisation boursière rachetée, moyenne sur 4 trimestres



Source : RBC Capital Markets. Octobre 2019.

## Abrogation de la loi de 2017 sur l'impôt sur les sociétés et impôts imprévus sur le secteur des entreprises

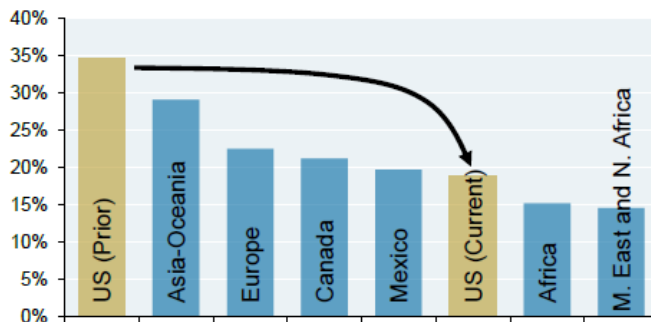
En 2016, les États-Unis avaient le taux marginal d'imposition effectif des sociétés le plus élevé des pays du G-7 et des 34 pays de l'OCDE. La loi fiscale de 2017 a abaissé les taux de l'impôt sur les sociétés aux États-Unis pour les aligner sur ceux des autres pays. En conséquence, une abrogation ramènerait les taux effectifs d'imposition des sociétés aux États-Unis à leurs niveaux antérieurs, plus élevés que ceux de la plupart des autres pays développés et en développement.

### Une baisse des taux de l'impôt sur les sociétés était également à l'ordre du jour des Démocrates.

En 2010, la Commission bipartite du président Obama sur la réforme fiscale a proposé le passage à un système territorial (plutôt qu'un système romain mondial), tout comme le President's Export Council, le President's Manufacturing Council et le President's Jobs Council. La Commission fiscale a écrit que « le système actuel désavantage les entreprises américaines face à leurs concurrents étrangers. Un système fiscal territorial devrait être adopté pour aider à mettre le système américain sur un pied d'égalité avec les autres pays, en uniformisant les règles du jeu ». **Une augmentation de l'impôt sur les sociétés<sup>2</sup> serait un indicateur de l'évolution de l'opinion économique au sein du Parti démocrate.**

#### Taux marginal d'imposition effectif

%, taux d'imposition effectif sur les nouveaux investissements dans les secteurs manufacturier et des services

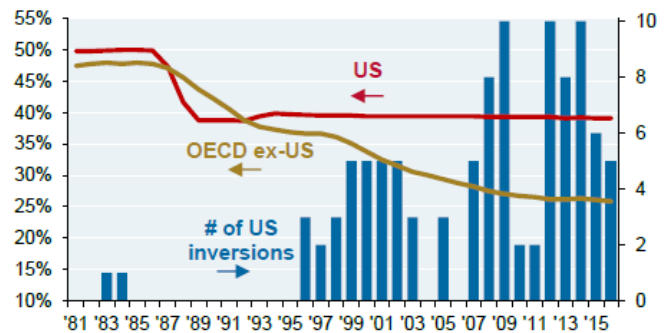


Source : University of Calgary School of Public Policy, Mintz & Bazel. Les taux de l'impôt sur les sociétés sont pondérés en fonction du PIB. 17 décembre 2017.

#### Taux d'imposition et inversions fiscales hors des États-Unis

Taux de l'impôt sur les sociétés

Nombre d'inversions fiscales opérées par des sociétés américaines



Source : Mercatus Center at George Mason University. 2016.

En termes **d'impact sur les marchés**, les baisses de l'impôt sur les sociétés ont entraîné une hausse ponctuelle de 8 % à 10 % des bénéfices des sociétés du S&P en 2018. En retenant un multiple de 17,5x, une abrogation de la baisse de l'impôt sur les sociétés<sup>3</sup> pourrait réduire du même montant la juste valeur du S&P 500. Cela suppose une abrogation complète des baisses de l'impôt sur les sociétés, mais ne comprend pas les propositions de la sénatrice Elizabeth Warren visant à imposer une taxe supplémentaire de 7 % sur les bénéfices exceptionnels de plus de 100 millions de dollars pour financer une transition vers les énergies renouvelables. Les secteurs qui ont le plus profité des réductions d'impôts en termes de baisses des taux d'imposition effectifs sont les services de communication, la consommation discrétionnaire et les services financiers.

<sup>2</sup> Concernant les **taxes sur les transactions financières**, un professeur de finance de l'Université de Georgetown a publié un article que vous pouvez lire si cela vous intéresse. Ses principales conclusions : les taxes sur les transactions financières n'ont souvent pas eu beaucoup de succès (et ont souvent été abrogées) dans d'autres pays en raison des reports d'imputation (beaucoup moins de recettes que prévu) ; en outre, les coûts ont tendance à être transférés aux consommateurs, aux contribuables et aux investisseurs plutôt que d'être absorbés par le système financier. Source : « *Financial transactions taxes: A tax on investors, consumers and taxpayers* », James Angel, Université de Georgetown, 2019.

<sup>3</sup> Une marche arrière complète concernant l'impôt sur les sociétés ramènerait les taux à 35 % et réduirait également l'assiette de l'impôt sur les sociétés, puisque la loi de 2017 a élargi cette assiette en limitant les charges d'intérêt. Une augmentation à 28 % sans modification de l'assiette serait équivalente, sur le plan économique, à une abrogation complète.

Du point de vue du **financement des entreprises**, la loi fiscale de 2017 a diminué les avantages des **inversions fiscales** (expatriations) en réduisant l'écart fiscal avec les autres pays de l'OCDE. En outre, les entreprises américaines qui avaient déjà procédé à une inversion fiscale ont été affectées par la nouvelle loi. L'abrogation de la loi de 2017 pourrait donner lieu à une nouvelle flambée d'inversions, dont l'historique est présenté dans le graphique précédent (de droite). Pour mémoire, avant l'entrée en vigueur de la nouvelle loi fiscale, aucune entreprise n'a jamais opéré d'inversion vers les États-Unis, signe que le régime fiscal américain n'était pas compétitif pour les entreprises.

### **eTraiter le patrimoine comme des revenus (« *Treat Wealth Like Wages* ») : comment le gouvernement fédéral pourrait imposer les plus-values latentes chaque année**

La proposition de la sénatrice Elizabeth Warren en matière d'impôt sur la fortune pourrait faire l'objet de contestations constitutionnelles (que nous avons analysées [ici](#)) ; je ne serais donc pas surpris que sa campagne électorale adopte finalement la proposition du sénateur Ron Wyden (Démocrate, Oregon, membre du Comité des finances du Sénat) d'imposer annuellement les plus-values latentes existantes et futures. Voici ce que vous devez savoir sur la proposition « *Treat Wealth Like Wages* » :

- Toutes les plus-values seraient imposées comme des revenus ordinaires.
- Les contribuables fortunés devraient utiliser des « **règles comptables anti-report d'impôt** » exigeant l'imposition à la valeur du marché des profits et des pertes sur les titres cotés et l'imposition rétrospective des actifs non négociables.
- Qui est considéré comme « fortuné » ? Toute personne ayant des revenus supérieurs à 1 million de dollars *ou* des actifs supérieurs à 10 millions de dollars pendant 3 années consécutives, ces deux chiffres étant ajustés chaque année au titre de l'inflation.
- Qu'est-ce qui est pris en compte dans le calcul du seuil de l'actif ? Les liquidités, les actions, les participations dans des sociétés de personnes, les obligations, les futures, les options et autres dérivés ; les biens immobiliers ; les brevets, les droits d'auteur et les actifs incorporels acquis ; ainsi que les objets de collection.
- Comment les règles s'appliquent-elles aux valeurs mobilières ? Les impôts sur les plus-values latentes (ou les déductions sur les pertes) sont payés (reçus) chaque année. La valeur de marché à la fin de l'exercice établit la base des actifs pour l'exercice suivant.
- Comment les règles s'appliquent-elles aux actifs non négociables ? La proposition tient compte de la complexité administrative des évaluations annuelles des actifs non négociables pour lesquels il n'existe pas de prix de marché<sup>4</sup>. Les contribuables seraient assujettis à des **charges rétrospectives** lorsqu'ils vendent l'actif, ce qui serait censé supprimer l'avantage du report de l'impôt sur le revenu. Une approche possible : une charge d'intérêt sur l'impôt différé, similaire aux pénalités appliquées aux contribuables ayant effectué une déclaration tardive.
- Exemptions : la première tranche de 2 millions de dollars de la valeur combinée de la résidence principale et de la résidence secondaire ne serait pas prise en compte dans le calcul du seuil de 10 millions de dollars et serait exemptée des charges rétrospectives. Les 5 premiers millions de dollars de la valeur combinée des fermes familiales seraient également exemptés. En outre, la première tranche de 3 millions de dollars des actifs de comptes de retraite ne serait pas prise en compte dans le calcul du seuil de 10 millions de dollars, et les montants des comptes de retraite ne seraient pas évalués à la valeur de marché ou soumis aux charges rétrospectives.
- Les règles d'évaluation à la valeur du marché et celles sur les charges rétrospectives s'appliqueraient-elles aux plus-values latentes **actuelles** ? Oui. Toutes les plus-values, même celles acquises avant l'entrée en vigueur de la présente proposition, seraient évaluées à la valeur de marché ou soumises aux charges rétrospectives de fin d'exercice. Compte tenu du montant très élevé de la facture fiscale découlant de ces mesures la première année, la proposition prévoirait des règles transitoires permettant aux contribuables d'étaler leur dette fiscale sur plusieurs années.

<sup>4</sup> L'Institute on Taxation and Economic Policy, progressiste, a réfléchi dans le cadre d'un régime annuel d'impôt sur la fortune aux modalités d'imposition des biens immobiliers non négociables. Une législation instaurant un impôt fédéral sur la fortune pourrait prévoir que chaque fois qu'un contribuable conteste l'évaluation d'un bien immobilier par l'administration fiscale, le département du Trésor fournirait l'évaluation du bien immobilier réalisée par le contribuable à tout État ou gouvernement local, qui pourrait alors acquérir le bien en exerçant un **droit de préemption** et prétendre payer une « juste rémunération ». **Oui, vous avez bien lu.**





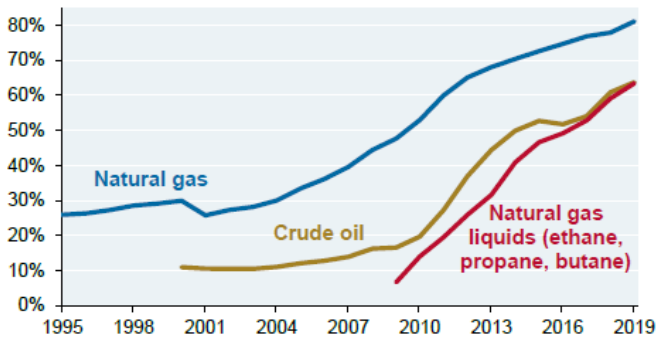
- Pour les entités intermédiaires, les règles s'appliquent au niveau de l'associé ou de l'actionnaire. L'entité intermédiaire sera chargée de déclarer les parts des profits ou des pertes évalués à la valeur du marché et les charges rétrospectives. Les règles ne s'appliquent pas aux sociétés C cotées, mais la proposition reconnaît que le plan devra inclure des règles anti-abus afin d'empêcher les contribuables d'utiliser les sociétés C à capitaux privés pour les contourner.
- Contrairement à l'impôt sur la fortune d'Elizabeth Warren, le plan de Ron Wyden s'intègre au système fiscal existant. Bien que la qualification de « revenu » imposable pour les plus-values latentes puisse être contestée devant les tribunaux, le code fiscal actuel prévoit déjà l'imposition à la valeur de marché de certaines plus-values latentes. À titre d'exemple, citons l'évaluation à la valeur de marché de certains contrats dérivés en vertu de la section 1266 du code fiscal, de la comptabilisation à la valeur de marché pour les courtiers en vertu de la section 475 et de la « taxe de sortie de territoire » pour les expatriés en vertu de la section 877A. De même, il existe un précédent pour les charges rétrospectives sur les actifs non négociables dans les règles sur les distributions excédentaires des sociétés d'investissement étrangères passives en vertu de la section 1291. En prévoyant des charges rétrospectives pour les profits sur les biens non échangeables, la proposition de Ron Wyden permettrait également d'éviter bon nombre des complexités inhérentes au plan de la sénatrice Elizabeth Warren, qui exigerait des évaluations annuelles de ces biens.

### **L'impact d'une interdiction immédiate de la fracturation hydraulique**

La fracturation hydraulique représente aujourd'hui 60 % à 80 % de la production américaine de pétrole, de gaz naturel et de gaz naturel liquéfié (GNL). La production domestique de pétrole et le gaz par fracturation hydraulique représente une part considérable de 40 % de la consommation totale d'énergie primaire aux États-Unis. Malgré son augmentation, il est quasiment certain que la production d'énergies renouvelables aux États-Unis ne progresse pas assez rapidement pour pouvoir abandonner immédiatement le gaz naturel et le pétrole obtenus par fracturation, compte tenu des objectifs américains de déclasser les centrales au charbon et nucléaires vieillissantes et de réduction de la dépendance vis-à-vis du pétrole étranger. En l'absence d'un réseau électrique interconnecté national et de possibilités de stockage d'énergie bon marché (voir le 6<sup>e</sup> graphique ci-après), le gaz naturel est un complément crucial des énergies renouvelables intermittentes.

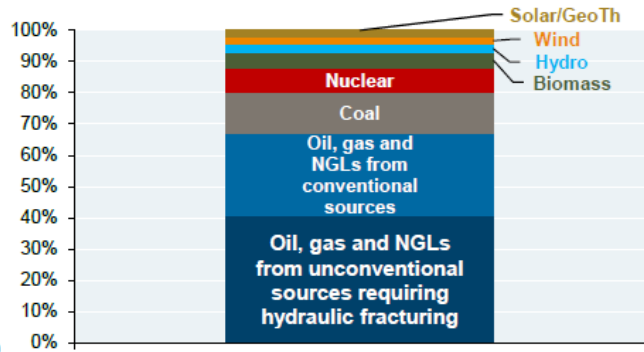


**Pourcentage de la production américaine de pétrole et de gaz obtenu par fracturation hydraulique**



Sources : Energy Information Administration, ministère américain de l'énergie, J.P. Morgan Asset Management. 2019.

**La fracturation hydraulique représente 40 % de la consommation totale d'énergie primaire aux États-Unis**



Sources : Energy Information Administration, BP, Society of Petroleum Engineers, S&P Platts, J.P. Morgan Asset Management. 2018.

**Déficit énergétique net des États-Unis, montant en dollars**

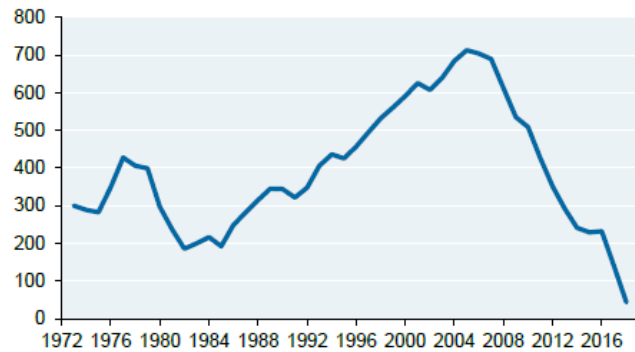
Importations d'énergie – exportations d'énergie, % du PIB



Sources : Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics, J.P. Morgan Asset Management. 1<sup>er</sup> trimestre 2019.

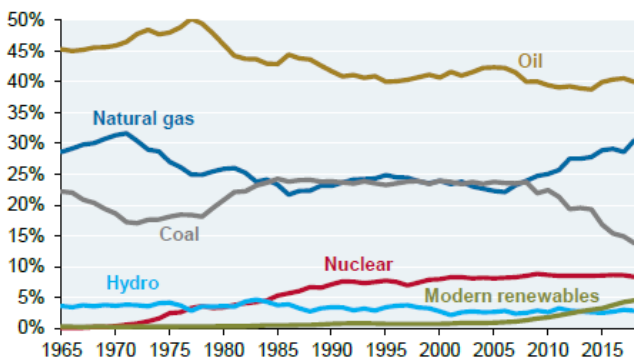
**Déficit énergétique net des États-Unis, montant en équivalent pétrole**

Importations nettes de pétrole, de gaz naturel et de charbon en millions de tonnes d'équivalent pétrole



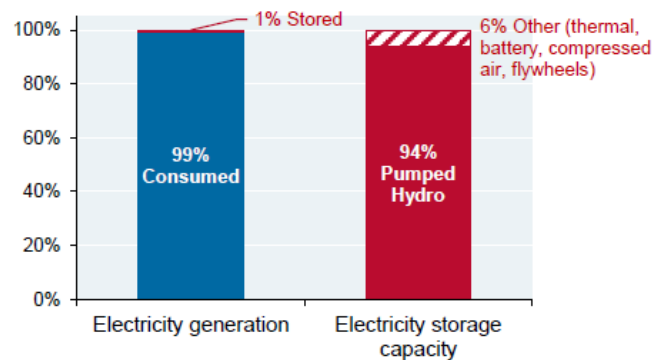
Sources : Energy Information Administration, J.P. Morgan Asset Management. 2019.

**États-Unis : structure de la consommation d'énergie primaire**



Source : BP Statistical Review of World Energy. 2019.

**Seulement 1 % de la production américaine d'électricité est stockée, principalement via des systèmes de pompage-turbinage vieux de plusieurs décennies**



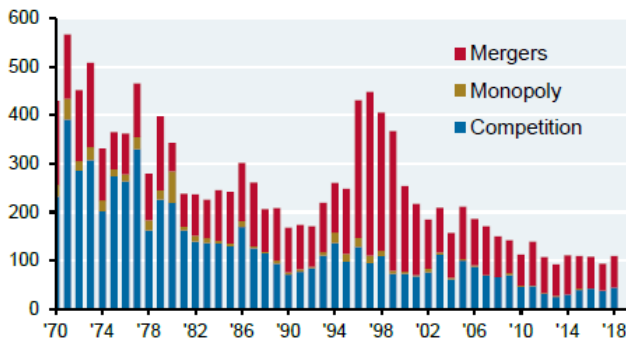
Sources : Energy Information Administration, EPA, J.P. Morgan Asset Management. 2018.



## La législation anti-trust et le secteur technologique

Les géants de la technologie nuisent-ils aux intérêts des consommateurs et/ou sont-ils une entrave à de potentiels concurrents ? Cette question fait l'objet de discussions nourries, et nous n'en débattons pas ici<sup>5</sup> ; le tableau ci-après montre qu'après 50 ans de recul des enquêtes antitrust (en particulier dans le secteur de la technologie), de nombreuses personnalités politiques estiment aujourd'hui que la réponse à l'une ou l'autre de ces questions est « oui ». Dans la mesure où cela affectera de façon négative le secteur de la technologie, les investisseurs pourraient être impactés, puisque le rendement des valeurs du secteur de la technologie a été quasiment le double du rendement du reste du marché actions depuis 2010 (3<sup>e</sup> graphique), et que les plus grandes entreprises technologiques ont été très actives dans l'acquisition de chiffre d'affaires et de capital intellectuel (4<sup>e</sup> graphique).

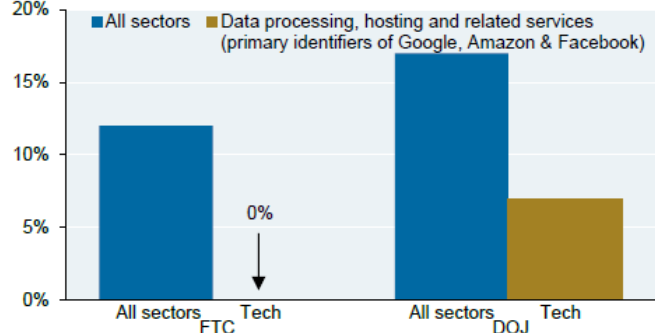
### Nombre d'enquêtes anti-trust lancées par le ministère de la Justice



Source : ministère de la Justice américain. 2018.

### Baisse du taux d'application de la législation anti-trust par la Federal Trade Commission/le ministère de la Justice dans le secteur de la technologie

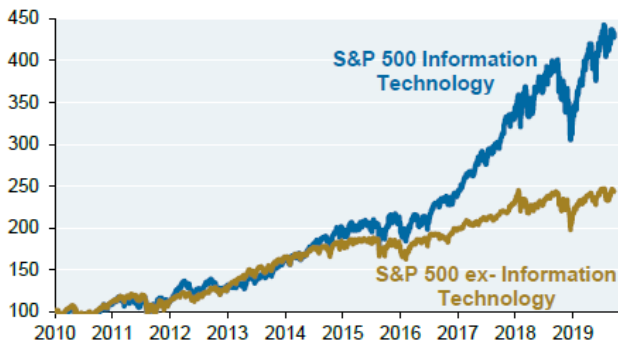
Taux de contestation des agences



Source : Dr. Diana Moss, American Antitrust Institute. 2019.

### Performance (dividendes réinvestis) des valeurs technologiques du S&P vs les valeurs du S&P hors technologie

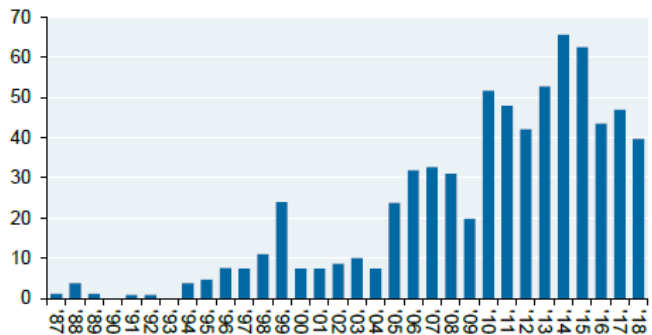
Janvier 2010 = 100



Source : Bloomberg. 30 septembre 2019.

### Acquisitions des grandes sociétés technologiques

Nombre d'acquisitions



Source : Dr. Diana Moss, American Antitrust Institute. 2018.

<sup>5</sup> Le consultant Oliver Wyman a écrit en 2018 un article (qui aurait été financé par Facebook) avançant que Facebook, Google et Amazon n'ont pas d'impact significatif sur l'ensemble des marchés du capital-risque. Les détracteurs ont fait valoir qu'en limitant l'analyse aux entreprises qui font directement concurrence à Facebook, Google et Amazon, il y a en fait une « zone blanche » constituée d'un volume limité d'activités de capital de risque (par exemple, le rapport d'octobre 2018 de Ian Hathaway, chercheur non résident de Brookings).



## Secteur technologique/mesures anti-trust (rouge : déjà mises en œuvre)

Technology sector / anti-trust (red = already implemented)	
Companies affected	Action
Facebook, Google	New York/Texas launch antitrust investigations; 48 states sign onto Google investigation
Amazon, Apple, Facebook, Google	House Judiciary Committee requests tech executives' emails in antitrust probe
Amazon	FTC launches antitrust investigation over anti-competitive behavior
Amazon, Facebook, Google	Broad Department of Justice antitrust investigation
FAANG	Warren proposes to break up tech companies, designate tech platforms as utilities separate from other businesses, and reverse anti-competitive mergers
California tech	"Digital data dividend" paid by tech companies to users whose data is monetized
Amazon, Uber, Lyft	California passes bill to reclassify gig-economy contract workers as employees
Facebook	Federal Trade Commission fines Facebook \$5 billion for privacy practices
Qualcomm	Ruling that Qualcomm violated antitrust law
Amazon, eBay, Airbnb	Require online platforms to collect local taxes

Sources : Bloomberg, Cornerstone Macro Research, Los Angeles Times, The Hill, Federal Trade Commission, Wall Street Journal, New York Times. 2019

## Notre graphique sur le balancier du spectre politique

Le score de chaque administration est basé sur les hommes politiques que nous avons sélectionnés (voir la liste ci-après), qui comprennent des membres du pouvoir exécutif ayant un historique de votes au Congrès, et des membres éminents du Congrès qui ont soutenu les initiatives législatives majeures de cette administration, et/ou défendu ses principes politiques et de gouvernement. Le degré de libéralisme/conservatisme de chaque personnalité politique s'appuie sur la base de données Voteview, qui reflète principalement la fréquence à laquelle chacune d'entre elles a voté de concert avec son groupe. Depuis les années 1980, les données de Voteview sont utilisées dans des études ayant fait l'objet d'un examen collégial sur la polarisation et l'histoire du Congrès, et comprennent les scores idéologiques de tous les hommes politiques du Congrès depuis le premier Congrès en 1789. Le projet, qui a commencé par le travail novateur de Keith Poole de l'Université de Géorgie et de Howard Rosenthal de l'Université de New York/Carnegie Mellon (« The Polarization of American Politics », 1984), est aujourd'hui poursuivi par le département de sciences politiques de l'Université de Californie à Los Angeles. Nous avons pour la première fois présenté ce graphique dans notre *Eye on the Market* du 10 décembre 2018 (que vous pouvez trouver [ici](#)), où nous avons également montré que le déclin des hommes politiques modérés a coïncidé avec l'érosion de la croissance à long terme des États-Unis.

### Personnalités politiques incluses dans le score de chaque administration :

Administration Trump : Cotton, Graham, Hatch, McCarthy, Meadows, Paul, Perdue, Ryan, Scalise, Sessions  
 Administration Obama : Biden, Durbin, H. Clinton, Kennedy, Kerry, Obama, Pelosi, Reid, Waxman  
 Administration GW Bush : Ashcroft, Blunt, Cheney, DeLay, Kyl, McConnell, Santorum  
 Administration Clinton : Bentsen, Carper, Chiles, Gephardt, H. Ford, Nunn, Robb  
 Administration Reagan/Bush : Baker, Bush, Dole, Kemp, Latta, Laxalt, Lugar, Michel  
 Administration Carter : Bayh, Byrd, Hawkins, Mondale, O'Neill, Wright  
 Administration Nixon/Ford : Ford, Lott, Percy, Rhodes, Sandman, Scott, Wiggins  
 Administration Kennedy/Johnson : Bolling, Humphrey, JFK, Johnson, Mansfield, McCarthy, McCormack  
 Administration Eisenhower : Dirksen, Dulles, Flanders, Nixon, Saltonsall, Smith, Taft  
 Administration Roosevelt/Truman : Barkley, Black, Byrns, Garner, Guffey, McCormack, Robinson, Sabath, Truman  
 Administration Coolidge/Hoover : Curtis, Hawley, Longworth, Moses, Tilson, Watson

### Acronymes de la semaine

**B2B** Business to Business ; **DoJ** Department of Justice, ministère de la Justice ; **E&P** Exploration et Production ; **UE** Union européenne ; **FAANG** Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google ; **FTC** Federal Trade Commission ; **FTT** Financial Transactions Tax, taxe sur les transactions financières ; **FX** Foreign exchange ; **IP** Intellectual property, propriété intellectuelle ; **IPO** Initial public offering, introduction en bourse ; **IRA** Individual Retirement Account, compte de retraite individuel ; **NLRB** National Labor Relations Board ; **OCDE** Organisation de coopération et de développement économiques ; **TVA** Taxe sur la valeur ajoutée ; **OMC** Organisation mondiale du commerce



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

## CONSIDÉRATIONS RELATIVES AUX RISQUES

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

### INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est publié à titre d'information uniquement. Il peut vous renseigner sur certains produits et services proposés par les activités de gestion de patrimoine de J.P. Morgan, qui font partie de JPMorgan Chase & Co (« JPM »). **Merci de lire les Informations importantes dans leur intégralité.**

### INFORMATIONS GÉNÉRALES RELATIVES AUX RISQUES

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

### EXCLUSION DE RESPONSABILITÉ

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

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

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

Des conflits d'intérêts peuvent survenir lorsque JPMorgan Chase Bank, N.A. ou l'une de ses filiales (collectivement, « J.P. Morgan ») est incitée d'un point de vue économique ou autre, ou est susceptible de l'être, à agir dans son propre intérêt dans le cadre de sa gestion des portefeuilles de ses clients. Des conflits peuvent par exemple se produire (dans la mesure où votre compte autorise de telles activités) dans les cas suivants :

(1) lorsque J.P. Morgan investit dans un produit d'investissement, tel qu'un fonds commun de placement, un produit structuré, un compte géré séparément ou un hedge fund créé ou géré par J.P. Morgan Chase Bank, N.A. ou une filiale telle que J.P. Morgan Investment Management Inc. ; (2) lorsqu'une entité J.P. Morgan obtient des services, tels que l'exécution et la compensation des ordres, auprès d'une filiale ; (3) lorsque J.P. Morgan perçoit un paiement en contrepartie de l'achat d'un produit d'investissement pour le compte d'un client ou (4) lorsque J.P. Morgan perçoit le paiement en contrepartie de services fournis (dont les services aux actionnaires, de comptabilité ou de dépôt) au titre des produits d'investissement achetés pour le portefeuille d'un client. D'autres conflits peuvent survenir en raison des relations que J.P. Morgan entretient avec d'autres clients ou lorsque J.P. Morgan agit pour son propre compte.

Les stratégies d'investissement sont sélectionnées auprès de J.P. Morgan et des gestionnaires d'actifs tiers et sont soumises à une procédure d'évaluation appliquée par nos équipes chargées de la sélection des gestionnaires. Nos équipes responsables de la construction des portefeuilles sélectionnent, dans cette liste de stratégies, celles qui concordent avec nos objectifs d'allocation d'actifs et nos prévisions afin d'atteindre l'objectif d'investissement du portefeuille.

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

Bien que nos stratégies gérées en interne concordent généralement avec nos perspectives et notre connaissance des processus d'investissement, ainsi qu'avec la philosophie mise en pratique en matière de risque et de conformité de la société, il est important de rappeler que J.P. Morgan perçoit des commissions globales plus élevées lorsque des stratégies gérées en interne sont sélectionnées. Vous pouvez choisir d'exclure les stratégies gérées par J.P. Morgan (autres que les avoirs bancaires et fonds de liquidités) dans certains portefeuilles.

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

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

**JPMorgan Chase Bank, N.A.** et ses sociétés affiliées (conjointement « **JPMCB** ») proposent des produits d'investissement, qui peuvent inclure des comptes bancaires d'investissement gérés et des services de dépôt, dans le cadre de leurs services fiduciaires et de trust. Les autres produits et services d'investissement, tels que les comptes de courtage et de conseil, sont proposés par **J.P. Morgan Securities LLC** (« **JPMS** »), membre de la **FINRA** et de la **SIPC**. **JPMCB** et **JPMS** sont des sociétés affiliées placées sous le contrôle commun de JPM. Les produits ne sont pas disponibles dans tous les Etats.

Au **Luxembourg**, le présent document est publié par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. (JPMBL) dont le siège social est sis à l'European Bank and Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg. R.C.S Luxembourg B10.958. Société agréée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et supervisée conjointement par la Banque centrale européenne (BCE) et la CSSF. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. est agréée en tant qu'établissement de crédit en vertu de la loi du 5 avril 1993. Au **Royaume-Uni**, le présent document est publié par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Londres. Avant le Brexit (« Brexit » signifiant que le Royaume-Uni quitte l'Union européenne en vertu de l'Article 50 du Traité sur l'Union européenne ou que, par la suite, un passage de frontière est rétabli pour les services financiers entre le Royaume-Uni et les Etats membres de l'EEE), J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Londres, est soumise à une réglementation limitée de la Financial Conduct Authority et de la Prudential Regulation Authority. Nous fournissons des informations détaillées sur la portée de la réglementation de la part de la Financial Conduct Authority et de la Prudential Regulation Authority sur simple demande. En cas de Brexit, au Royaume-Uni, J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Londres, est autorisée par la Prudential Regulation Authority, soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à une réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous fournissons des informations détaillées sur la portée de la réglementation de la part de la Prudential Regulation Authority sur simple demande. En **Espagne**, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España, dont le siège social est sis Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espagne. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Sucursal en España est immatriculée sous le numéro 1516 au registre administratif de la Banque d'Espagne et supervisée par le régulateur espagnol des marchés de valeurs (CNMV). En **Allemagne**, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Francfort, dont le siège est sis Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt, Allemagne, supervisée conjointement par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et la Banque centrale européenne (BCE) et, dans certains domaines, également supervisée par l'Autorité fédérale allemande de supervision des services financiers (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin). En **Italie**, le présent document est distribué par J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., succursale de Milan, dont le siège social est sis Via Cantena Adalberto 4, Milano 20121, Italie, société réglementée par la Banque d'Italie et la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). En outre, ce document peut être distribué par **JPMorgan Chase Bank, N.A.** (« **JPMCB** »), succursale de Paris, qui est réglementée en France par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et l'Autorité des marchés financiers ou par **J.P. Morgan (Suisse) SA**, elle-même réglementée en Suisse par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

A **Hong Kong**, le présent document est distribué par **JPMCB, succursale de Hong Kong**. La succursale de JPMCB à Hong Kong est réglementée par la Hong Kong Monetary Authority et par la Securities and Futures Commission of Hong Kong. A Hong Kong, nous cesserons d'utiliser vos données personnelles à des fins promotionnelles, sans frais, si vous en faites la demande. A **Singapour**, le présent document est distribué par **JPMCB, succursale de Singapour**. La succursale de JPMCB à Singapour est réglementée par la Monetary Authority of Singapore. Les services de négociation et de conseil ainsi que les services de gestion de placement discrétionnaire vous sont fournis par les succursales de JPMCB à Hong Kong/Singapour (tel qu'il vous l'a été notifié). Les services bancaires et les services de conservation vous sont fournis par JPMCB succursale de Singapour. Le contenu de ce document n'a pas été examiné par une autorité de réglementation de Hong Kong, de Singapour ou de toute autre juridiction. Pour les documents constituant une publicité de produit en vertu de la Securities and Futures Act et de la Financial Adviser Act, cette publicité n'a pas été examinée par la Monetary Authority of Singapore. Vous devez faire preuve de prudence en ce qui concerne ce document. Si vous avez le moindre doute concernant le contenu du présent document, nous vous invitons à demander l'avis d'un conseiller professionnel indépendant.

Dans certains pays d'**Amérique latine**, la distribution de ce document peut être soumise à des restrictions. La réception de ce document ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation faite à toute personne résidant dans un pays dans lequel ladite offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou à toute personne pour laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale. Dans la mesure où ce contenu fait référence à un fonds, le fonds ne peut être proposé dans aucun pays d'Amérique latine, sans l'enregistrement préalable des titres de ce fonds en vertu des lois du pays concerné. L'offre publique de tout titre, incluant les actions du Fonds, sans enregistrement préalable auprès de la Commission des valeurs mobilières du Brésil (CVM) est strictement interdite. Il se peut que certains produits ou services mentionnés dans les documents ne soient pas proposés actuellement sur les plateformes du Brésil et du Mexique.



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

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

© 2019 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.