

## Thème : Les Armaguédonistes

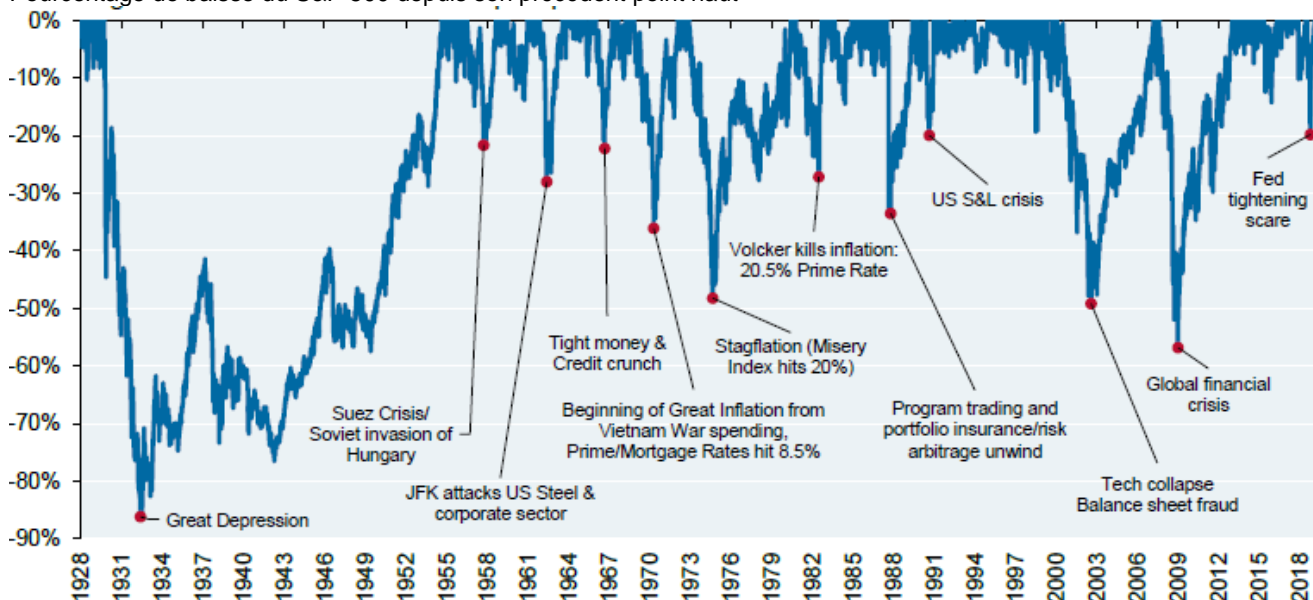
Alors que les récessions et les marchés baissiers sont une réalité de la vie, un phénomène singulier s'est produit après la crise financière mondiale de 2008 : la montée des Armaguédonistes, c'est-à-dire des observateurs du marché, des prévisionnistes et des gérants de fonds dont les commentaires apocalyptiques se répandent comme une traînée de poudre dans la presse financière et sur Internet. Je comprends pourquoi : en 2010, les investisseurs venaient d'être confrontés à deux marchés baissiers consécutifs, avec pour chacun des replis de plus de 40 % des actions. Les marchés actions ont mis à chaque fois plusieurs années à se redresser, contrairement aux marchés baissiers précédents moins marqués des années 1960 et 1980, dont le redressement a été plus rapide. La piètre performance des marchés baissiers consécutifs de 2001 et de 2008 n'avait pas été observée depuis plusieurs décennies et n'est comparable qu'à certains aspects de la Grande Dépression de 1929.

Je comprends aussi que l'actualité ultra baissière résonne avec le biais de négativité propre aux humains, un thème étudié par le prix Nobel Daniel Kahneman dans son ouvrage de 2011 sur le cerveau et les instincts de survie humains<sup>1</sup>; par le politologue Stuart Soroka, qui a illustré la relation inverse entre les ventes d'un magazine et la positivité de la couverture<sup>2</sup>; et lors d'une expérience conduite en 2014 où le journal d'une ville a perdu deux tiers de ses lecteurs le jour où il a publié volontairement uniquement des informations positives.

Cela dit, quelles sont les conséquences pour les investisseurs qui ont réagi aux sombres prédictions des Armaguédonistes qui envahissent les ondes et Internet depuis 2010 ?

### Un historique des marchés baissiers du S&P 500

Pourcentage de baisse du S&P 500 depuis son précédent point haut



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. 8 novembre 2019.

Nous avons rassemblé les commentaires formulés par des Armaguédonistes réputés depuis 2010 (voir le tableau 1), dont certains sont connus pour avoir anticipé le marché baissier et la récession de 2008. Nous avons mesuré l'impact sur un investisseur qui, après avoir lu des commentaires de l'après-2010, a décidé de transférer un dollar des actions à des obligations diversifiées gouvernementales, hypothécaires et

<sup>1</sup> « Le cerveau des humains et des autres animaux contient un mécanisme conçu pour donner la priorité aux **mauvaises nouvelles**. En supprimant quelques centièmes de seconde du temps nécessaire pour détecter un prédateur, ce circuit améliore les chances de l'animal de vivre assez longtemps pour se reproduire. » Daniel Kahneman, in *Thinking Fast and Slow*, 2011.

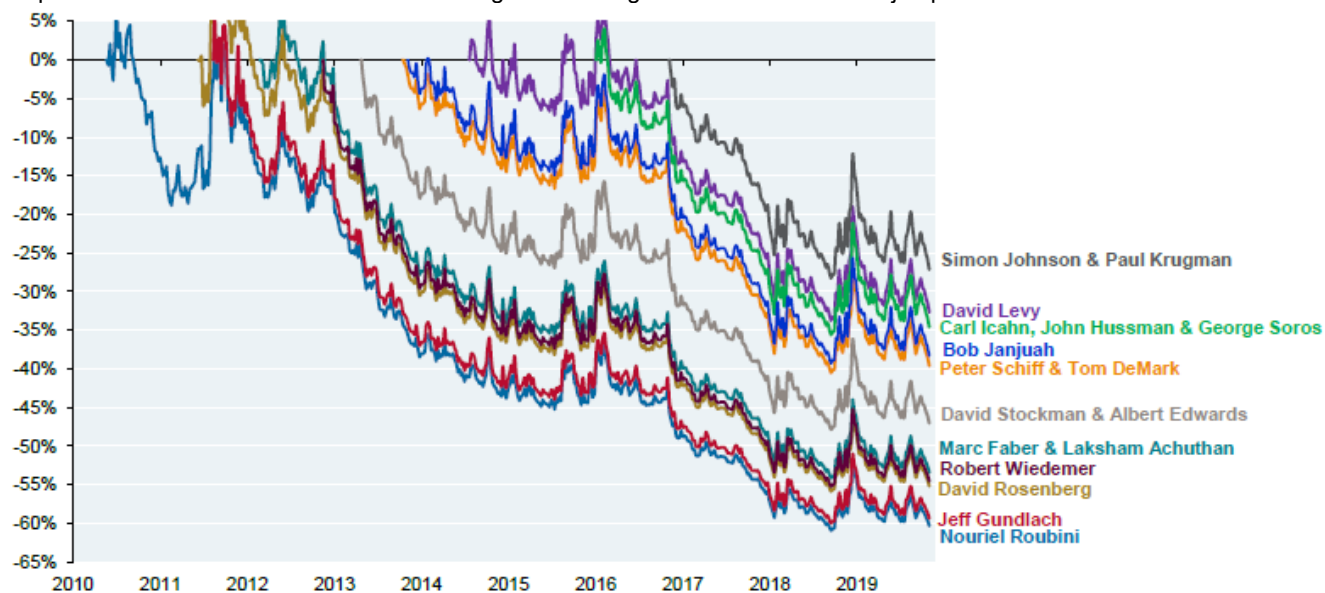
<sup>2</sup> Dans « *Negativity in Democratic Politics* » (Cambridge University Press, 2014), Stuart Soroka étudie également les répercussions physiologiques de l'actualité négative, notamment les variations du rythme cardiaque et de la conductivité cutanée.



d'entreprises. Disons-le clairement, il ne s'agit pas de savoir si l'Armageddoniste est devenu plus optimiste à un moment donné. Ce graphique concerne le **coût d'opportunité** pour les investisseurs qui ont agi en prenant connaissance de leurs commentaires à ce moment-là. Un exemple : 1 dollar transféré des actions aux obligations en 2014 en réponse à des commentaires ultra baissiers aurait sous-performé les actions d'environ 40 % tandis que le S&P 500, propulsé davantage par la croissance des bénéfices que par l'expansion des multiples<sup>3</sup>, a poursuivi sa lancée.

### Les conséquences de l'écoute des Armaguédonistes, 2010-2019

Impact sur la performance d'un transfert de 1 dollar du S&P 500 dans l'Indice Barclay's Aggregate Bond, évaluations effectuées depuis la semaine du commentaire de l'Armaguédoniste figurant dans le tableau 1 jusqu'au 8 novembre 2019



Sources : J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg. 8 novembre 2019. Utilisation des données hebdomadaire du S&P 500 et de l'Indice Barclay's Aggregate.

<sup>3</sup> **Croissance des bénéfices vs multiples.** Le S&P 500 a augmenté de 175 % depuis 2010 ; 75 %-95 % de cette hausse est attribuable à la croissance des bénéfices, le reste étant dû à l'expansion des multiples P/E.



**Un jour, bien sûr, les Armaguédonistes seront récompensés par une récession.** La surperformance des actions par rapport aux obligations a atteint un point haut début 2018, notamment du fait de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis, et fait du sur-place depuis ; la confiance des chefs d'entreprises a atteint son plus bas niveau depuis la crise financière ; les bénéfiques aux États-Unis sont maintenant en récession ; et 67 % des répondants à l'enquête conduite par Duke auprès des directeurs financiers estiment que les États-Unis entreraient en récession d'ici fin 2020 (malgré tous ces facteurs, le positionnement des investisseurs institutionnels sur les futures sur actions s'approche de son point haut/le plus haussier depuis 2007). Je pense que la santé du consommateur américain, la vigueur des marchés du travail et du logement et un modeste rebond de l'industrie manufacturière empêcheront une récession en 2020, mais je peux me tromper<sup>4</sup>. Quoi qu'il en soit, pour les investisseurs qui ont réagi aux commentaires des Armaguédonistes, la question plus générale est la suivante : **la prochaine récession et le prochain marché baissier devront être de grande ampleur pour pouvoir regagner ce qui a été sacrifié en cours de route.** Selon des calculs approximatifs, il faudrait un marché baissier prolongé sur plusieurs années, avec des replis de 35 % à 45 % depuis les points hauts, pour annuler bon nombre des coûts d'opportunité montrés dans le graphique.

**Quelle sera la gravité du prochain marché baissier ?** Je crois qu'elle ne sera pas aussi importante que celle des deux marchés baissiers précédents, en raison des facteurs suivants : la réduction des déséquilibres économiques mondiaux (graphique 1) ; les niveaux de fonds propres plus élevés et la diminution des risques de financement pour les banques américaines et européennes (graphique 2) ; les fondamentaux financiers plus solides des ménages américains (graphique 3) ; un moindre risque dans la plupart des marchés émergents grâce à la hausse des réserves de change et à la baisse de la dépendance envers les capitaux étrangers (graphiques 4, 5) ; et le faible niveau des nouvelles offres d'actions américaines, les rachats et les fusions-acquisitions étant supérieurs aux émissions de nouvelles actions depuis les cinq dernières années (graphique 6). Voir les graphiques à l'annexe I.

Quels sont les **contrepoints ultra baissiers** ? Les valorisations des actions américaines sont nettement supérieures à leur niveau médian<sup>5</sup>, les conditions d'octroi de prêt dans le marché des prêts risqués ont [été réduites à des niveaux inquiétants](#), et les déficits financent une grande partie de la croissance américaine en cette fin de cycle. Et, comme analysé dans notre *Eye on the Market* d'[octobre](#), une évolution radicale à Washington en 2020 pourrait imposer des taxes significatives, l'interdiction des rachats d'actions et des coûts réglementaires notamment pour les secteurs de la technologie, l'énergie, la santé, la finance, la biotechnologie, les télécommunications, la chimie. Il est encore trop tôt pour faire une évaluation en termes de probabilités, mais les chances d'une réorganisation fondamentale de l'économie américaine s'accroissent.

**Tout bien considéré, je pense que la prochaine récession et le prochain marché baissier ne seront pas aussi graves ou durables<sup>6</sup> que les pires récessions figurant à la page 1.** Si c'était le cas, cela

---

<sup>4</sup> **Les modèles de récession** donnent des résultats contrastés ; des versions actualisées tenant compte des évolutions structurelles de l'économie américaine comprennent les enquêtes de conjoncture, l'inflation tendancielle, la pente de la courbe des rendements à 18 mois, les spreads de crédit et l'équilibre financier du secteur privé. Selon cette approche, **la probabilité de récession d'ici 12 à 24 mois ressort à environ 25 %**. Quant aux signaux de la courbe de rendement, ils ne sont plus aussi fiables qu'ils l'étaient auparavant. Premièrement, la demande des économies à rendement négatif (Europe/Japon) exerce une pression à la baisse sur les rendements américains à long terme, ce qui est davantage un signe de faiblesse à l'étranger qu'aux États-Unis. Deuxièmement, la prime de terme des obligations à long terme a diminué depuis les années 1980, ce qui rend les inversions plus probables même hors récession.

<sup>5</sup> La plupart des **indicateurs de valorisation des actions américaines** se situent autour du 90<sup>e</sup> centile de cherté historique ; citons par exemple le ratio cours/actif net, le ratio cours/bénéfices et la valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires. Certains indicateurs de valorisation semblent nettement moins chers : le rendement de la trésorerie disponible (50<sup>e</sup> centile, principalement en raison de la baisse de l'intensité des dépenses d'investissement depuis 2008) et le rendement des bénéfices du S&P diminué des bons du Trésor américains à 10 ans (24<sup>e</sup> centile, en raison de la répression financière exercée par la Réserve fédérale).

<sup>6</sup> **La durée d'un marché baissier est importante pour comprendre les conséquences pour les investisseurs.** Plus un marché baissier dure longtemps, plus les investisseurs qui avaient adopté à l'avance un positionnement défensif peuvent réinvestir à des niveaux de valorisation moins élevés, et plus les investisseurs surpondérés sont susceptibles de succomber aux pressions à la vente. En revanche, des marchés baissiers de plus courte durée



confirmerait l'approche des gérants de fonds qui ont maintenu une exposition normale aux actifs risqués dans des portefeuilles diversifiés depuis 2010, alors même que le cycle économique vieillissait et qu'ils se trouvaient sous le feu de commentaires apocalyptiques. Au fait, si vous cherchez l'Armaguédon, vous n'avez pas besoin d'aller bien loin : un Armaguédon se déploie lentement, en temps réel, dans l'**Illinois** (voir page 6).

Michael Cembalest  
J.P. Morgan Asset Management

### L'armaguédonisme n'est pas réservé aux marchés financiers

Certains analystes réputés ont également fait état, avec une inexactitude spectaculaire, de « points hauts » de certaines matières premières. En 2012, Jeremy Grantham, gérant de fonds, a écrit ce qui suit dans le magazine *Nature* :

« Ensuite, il y a la pénurie imminente de deux fertilisants : le phosphore (phosphate) et le potassium (potasse). Ces deux éléments ne peuvent être fabriqués, ne peuvent être remplacés, sont nécessaires à la croissance de toutes les formes de vie et sont exploités et se raréfient. Cet ensemble de constatations est effrayant... Ce qui se passe lorsque ces fertilisants sont épuisés est une question à laquelle je ne peux obtenir de réponse satisfaisante et, croyez-moi, j'ai essayé. Une seule conclusion semble s'imposer : leur utilisation doit être considérablement réduite au cours des 20 à 40 prochaines années, sinon **nous commencerons à mourir de faim.** »

Ceci paraît terrifiant, n'est-ce pas ? Il s'avère qu'il y avait à l'époque beaucoup d'informations montrant l'existence de réserve représentant plus d'un siècle d'approvisionnement pour les deux matières premières (IFDC, USGS). En outre, des rapports de 2019 de l'US Geological Survey et de l'ONU font état de **140 à 420 années d'approvisionnement** sur la base des réserves économiquement viables de potasse et de phosphate (respectivement), et de plus de **1 000 années d'approvisionnement** pour les deux matières premières sur la base des ressources techniquement exploitables.

---

n'entraînent pas autant d'opportunités ou de dislocations. Par exemple, après la baisse de 20 % du S&P 500 fin 2018, la reprise a été la plus rapide jamais enregistrée ; en 20 jours, plus de 50 % des pertes avaient été recouvrées.

## Tableau I : commentaires émanant d'Armageddonistes, 2010-2016

Les commentaires émanant d'Armageddonistes diffèrent de ceux des gérants de fonds qui adoptent une « posture défensive ». Ces derniers procèdent généralement à de modestes réductions du risque de 10 % dans les portefeuilles entièrement investis, tandis que les premiers préconisent en fait des réductions massives du risque des portefeuilles compte tenu de prévisions de récession, de marché baissier, de crise financière et de chaos généralisé. Le tableau ci-après ne donne pas une liste exhaustive ; nous aurions pu inclure Bill Gross (« The Cult of Equity is Dying », 2012) et Harry Dent (« The US Has Gone Over The Demographic Cliff And Markets Will Crash This Summer », 2013), mais nous avons manqué de place.

Date	Armageddonist	Quote
May 20, 2010	Nouriel Roubini	"There are some parts of the global economy that are now at the risk of a double-dip recession. From here on I see things getting worse." - CBS
June 4, 2011	David Rosenberg	"Another recession is coming, and soon. So says Gluskin Sheff economist David Rosenberg. Rosenberg, a longtime bear on the economy and the stock market, now says he is 99% sure we will have another recession by the end of next year." - Fortune
August 9, 2011	Jeff Gundlach	"It seems suicidal to buy a broad-based basket of stocks or economically sensitive commodities or emerging markets stocks - all of which are very leveraged to economic growth" - Kiplinger; and "Sell everything, nothing looks good" in July 2016 - Reuters
February 24, 2012	Lakshman Achuthan	"Lakshman Achuthan, co-founder of the Economic Cycle Research Institute, said on Friday that his research firm is sticking with the forecast it made in September: A new recession is inevitable, despite improvement in high-profile economic indicators, such as job creation and unemployment, and a stock market rally. Achuthan said data gathered since his September forecast only confirms his view that economic growth has slowed to such a degree that a downturn is now unavoidable, likely by late summer." - CNN
May 25, 2012	Marc Faber	"I think we could have a global recession either in Q4 or early 2013. That's a distinct possibility." When asked what were the odds, Faber replied, "100%" - CNBC
November 12, 2012	Robert Wiedemer	"The data is clear, 50% unemployment, a 90% stock market drop, and 100% annual inflation starting in 2013." - Newsmax
March 31, 2013	David Stockman	"When the latest bubble pops, there will be nothing to stop the collapse. If this sounds like advice to get out of the markets and hide out in cash, it is." - Business Insider
April 25, 2013	Albert Edwards	"We repeat our key forecasts of the S&P Composite to bottom around 450 (-70%), accompanied by sub 1% US ten year yields" - CNBC, following on Edwards' "ultimate death cross" in July 2012
May 30, 2013	Peter Schiff	"We've got a much bigger collapse coming...I am 100% confident the crisis that we're going to have will be much worse than the one we had in 2008" - Marketwatch, and "The crisis is imminent. I don't think Obama is going to finish his second term without the bottom dropping out. And stock market investors are oblivious to the problems." - Money Morning
October 15, 2013	Tom DeMark	"DeMark's Dow Jones Index chart covering the period from May 2012 to the present seems to be tracking, almost precisely, the months leading up to the 1929 stock market crash." "The market's going to have one more rally, then once we get above that high, I think it's going to be more treacherous... I think it's all preordained right now." - Bloomberg
November 6, 2013	Bob Janjua	"We see a significant risk-on top before giving way, over the last three quarters of 2014 through 2015, to what could be a 25%-50% sell-off in global stock markets." - Marketwatch
July 24, 2014	David Levy	"David Levy says the United States is likely to fall into a recession next year, triggered by downturns in other countries, for the first time in modern history. "The recession for the rest of the world ... will be worse than the last one," says Mr. Levy, whose grandfather called the 1929 stock crash. Mr. Levy predicts a US recession will throw its housing recovery in reverse, and push home prices below the low in the last recession. He says panicked investors are likely to dump stocks and flood into US Treasuries, a haven in troubled times, like never before." - The Independent
September 29, 2015	Carl Icahn	"I see real tremendous problems ahead and I don't think we are handling it right and nobody really wants to talk [it] out... We are headed toward a strong correction and possibly a complete meltdown but not systemic like 2008. It won't threaten the system, it's just going to threaten your livelihood and net worth....I do think you are in a very massive bubble and when it bursts it isn't going to be pretty, it could be a blood bath." - Forbes
January 7, 2016	George Soros	"Global markets are facing a crisis and investors need to be very cautious, billionaire George Soros told an economic forum in Sri Lanka on Thursday..."China has a major adjustment problem," Soros said. "I would say it amounts to a crisis. When I look at the financial markets there is a serious challenge which reminds me of the crisis we had in 2008." - Bloomberg
January 18, 2016	John Hussman	"A broad range of other leading measures, joined by deterioration in market action, point to the same conclusion that recession is now the dominant likelihood." - Hussman Funds
October 31, 2016	Simon Johnson	"Mr. Trump's presidency would likely cause the stock market to crash and plunge the world into recession...anti-trade policies would cause a sharp slowdown, much like the British are experiencing after their vote to exit the European Union." - New York Times
November 9, 2016	Paul Krugman	"It really does look like President Donald J. Trump, and markets are plunging....So we are very probably looking at a global recession, with no end in sight. I suppose we could get lucky somehow. But on economics, as on everything else, a terrible thing has just happened." - New York Times



**Annexe I : facteurs susceptibles d'atténuer la gravité du prochain marché baissier**

Graphique 1

**La diminution des déséquilibres mondiaux**

Valeur absolue des excédents et déficits de la balance des opérations courantes de tous les pays, % du PIB mondial



Source : FMI, n = 194 pays. 2018.

Graphique 2

**La diminution du risque dans le système financier**

Bank risk-weighted-capital ratio		
	2007	2019
US	8.5%	13.7%
Europe	8.0%	15.6%

Bank liquid assets as % of short term liabilities		
	2007	2019
US	41%	45%
Europe	35%	41%

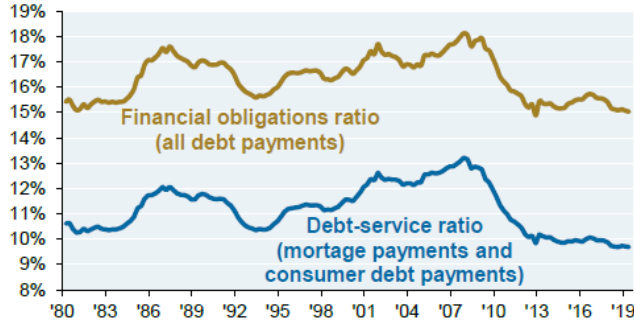
Bank loan-to-deposit ratio		
	2007	2019
US	97%	77%
Europe	139%	104%

Sources : Réserve fédérale, FDIC, BCE, J.P. Morgan Asset Management. 2<sup>e</sup> trimestre 2019.

Graphique 3

**Le plus faible ratio du service de la dette des ménages des 40 dernières années**

% des revenus disponibles



Source : Réserve fédérale. 2<sup>e</sup> trimestre 2019. Les engagements financiers comprennent les prêts hypothécaires, les prêts à la consommation, la location automobile, les loyers, l'assurance habitation et les impôts locaux et taxes foncières.

Graphique 4

**Les réserves de change des marchés émergents**

Niveau médian des réserves des pays en % du PIB

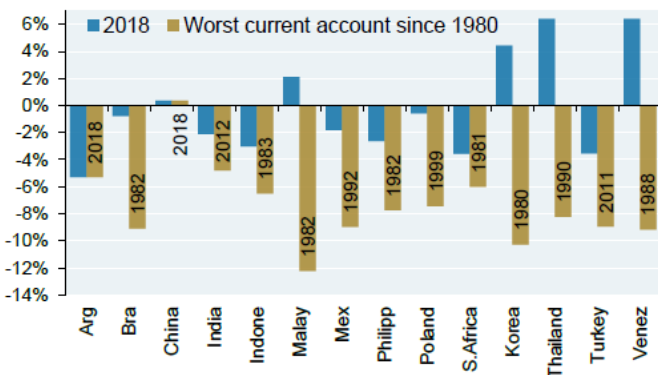


Sources : FMI, Banque mondiale, Haver. 2018.

Graphique 5

**Les balances des opérations courantes des marchés émergents**

% du PIB

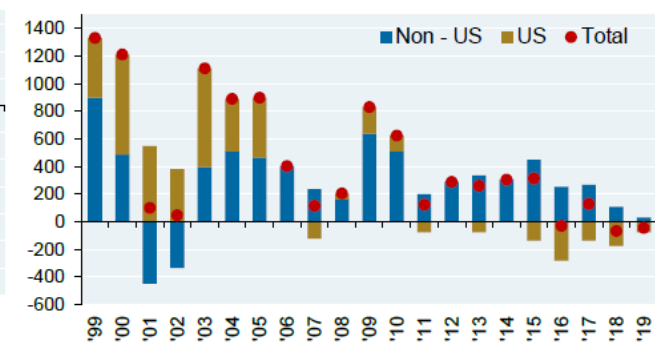


Source : FMI. 2018.

Graphique 6

**Le niveau bas inédit de l'offre nette d'actions**

Milliards de dollars, sur la base de l'Indice MSCI All Country World Equity



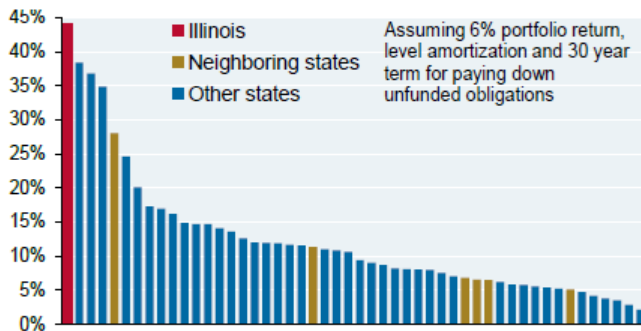
Source : JPM Global Markets Strategy Flows & Liquidity Report. 2019.



## Annexe II : L'herbe est beaucoup plus verte ailleurs que dans l'Illinois

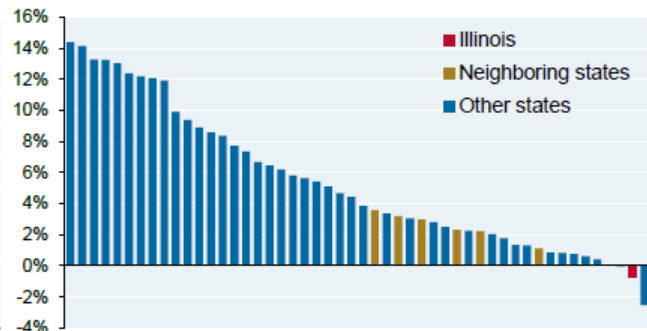
Cela se produit beaucoup plus lentement qu'à Détroit ou à Porto Rico, mais l'Illinois se dirige peut-être vers son propre Armaguédon. Comme nous l'avons estimé dans notre note « ARC & the Covenants », l'Illinois devrait consacrer à perpétuité plus de 40 % des recettes de l'État pour payer l'intégralité des coûts sous-financés des régimes de retraite et des frais médicaux des retraités. Des montants analogues sont nécessaires à Chicago, que nous avons également analysés. Dans le même temps, à la suite des hausses d'impôts de l'année dernière, la population et la main-d'œuvre de l'État (c'est-à-dire l'assiette fiscale) diminuent, l'Illinois affiche l'un des pires taux de migration nette des ménages, ainsi qu'en termes de revenu brut ajusté, et aujourd'hui, les prix des logements stagnent. Le nouveau plan Pritzker ferait que l'Illinois afficherait l'un des climats fiscaux des entreprises les plus onéreux des États-Unis, ce qui pourrait accélérer le départ des entreprises et des ménages vers des États voisins plus attrayants (Indiana, Michigan, Kentucky, Iowa, Wisconsin et Missouri, indiqués dans les graphiques ci-après en doré). En l'absence d'un sauvetage fédéral sans précédent des retraités et/ou des détenteurs d'obligations, je ne vois pas comment cette situation pourrait déboucher sur une issue positive à long terme. William Isaac, ancien président de la FDIC, déclarait en 2016 : « La ville de Chicago et l'État de l'Illinois devraient agir aujourd'hui pour restructurer leurs dettes et mettre un terme au désordre fiscal. Ils peuvent le faire en recourant aux dispositions du Chapitre 9 de la loi sur les faillites et à d'autres outils que le Congrès vient de donner à Porto Rico. Le processus impliquerait environ deux ans d'actualité négative, mais la ville et l'État rebondiront beaucoup plus tôt et moins douloureusement que s'ils poursuivent leur trajectoire actuelle ».

**Pourcentage des recettes de l'État requis pour payer l'intégralité des engagements de retraite et des frais médicaux des retraités**



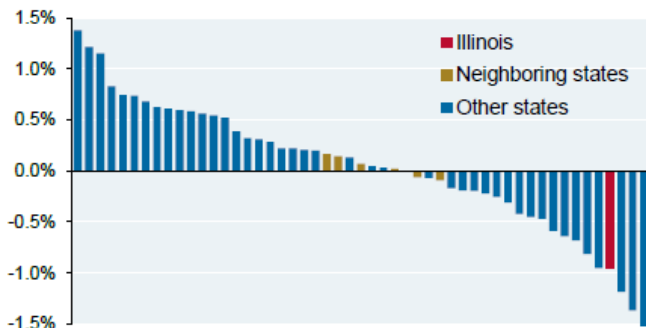
Source : JPMAM ARC & The Covenants Project, exercice 2017, Illinois exercice 2018

**Taux de variation cumulé de la population, 2010 - 2018**



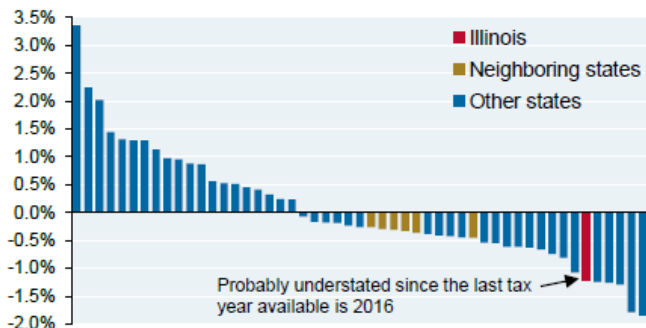
Source : US Census. 2018.

**Taux de variation de la population dû à la migration entre États fédérés, 2017-2018**



Source : US Census. 2018.

**Pourcentage de variation du revenu brut ajusté dû à la migration entre États fédérés, 2016**

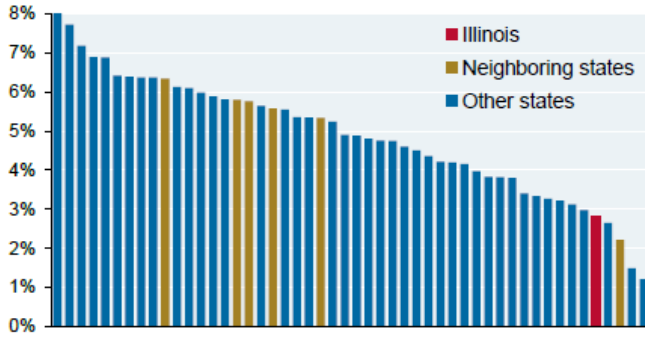


Source : administration fiscale. 2016.



**Variation sur 1 an des prix des logements**

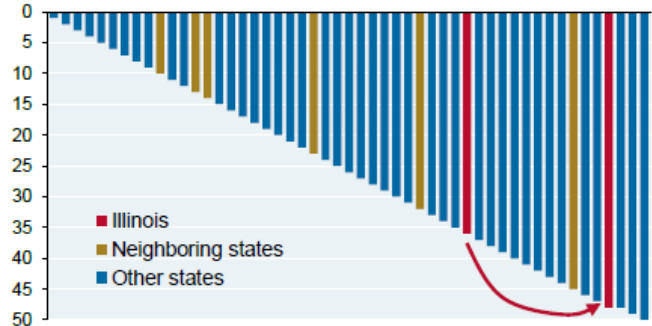
% de variation en glissement annuel de l'indice FHFA des prix d'achat



Source : Federal Housing Finance Agency. 2<sup>e</sup> trimestre 2019.

**Le programme fiscal Pritzker ferait reculer l'Illinois de la 36<sup>e</sup> place à la 48<sup>e</sup> place**

Indice du climat fiscal des entreprises du Tax Foundation Business, meilleur = 1



Source : Tax Foundation. 2019.





## Acronymes de la semaine

**ARC** Annual Required Contribution ; **CFO** Chief Financial Officer, directeur financier ; **BCE** Banque centrale européenne ; **FDIC** Federal Deposit Insurance Corporation ; **FHFA** Federal Housing Finance Agency ; **IFDC** International Fertilizer Development Center ; **M&A** Merger and Acquisition, fusions et acquisitions ; **S&L** Savings and Loans, épargne et prêts ; **ONU** Organisation des Nations unies ; **USGS** United States Geological Survey

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., Succursal en España, dont le siège social est sis Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Espagne. J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Succursal 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.