

MARKET INSIGHTS

Mai 2010

Marchés émergents : une phase d'expansion de milieu de cycle

Introduction

Alors que les dernières traces de la panique de 2008 sont en train de disparaître, les ratios de valorisation et les résultats des sociétés des marchés émergents sont pour la plupart revenus à des niveaux « normaux ». En conséquence, nous pensons que les performances des marchés émergents vont désormais reposer sur la croissance des bénéficiaires, qui est soutenue par une rentabilité des capitaux propres (ROE) structurellement plus élevée. S'agissant du cycle de marché, nous commençons à observer, après ce qu'il est convenu d'appeler la « grande récession », des signes de reprise dans les pays développés, tandis que les marchés émergents sont en train de passer de la phase de début de cycle à celle de milieu de cycle. Cette phase d'expansion est généralement plus longue que les périodes de début ou de fin de cycle, ce qui nous conforte dans l'idée que nous pourrions encore observer des rendements annualisés à deux chiffres (en USD) au cours des cinq prochaines années. A court terme, l'inflation est le principal risque, et le thème de 2010 sera son influence sur le resserrement des politiques monétaires.

Installation de la reprise dans le monde développé après la grande récession

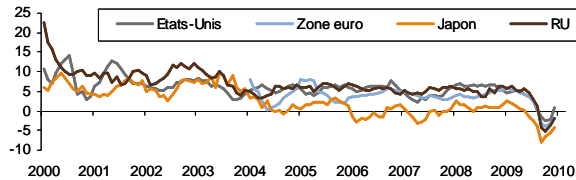
La bonne nouvelle est que la plupart des pays développés observent des signes de reprise (voir **Graphique 1**), après avoir connu une « grande récession ».

L'évolution de l'indice des directeurs d'achats confirme clairement le rebond des secteurs manufacturiers dans les pays développés. Certains signes suggèrent que l'on arrive à un « palier », le soutien généralement apporté par le cycle des stocks aux premiers stades de la reprise commençant à s'estomper.

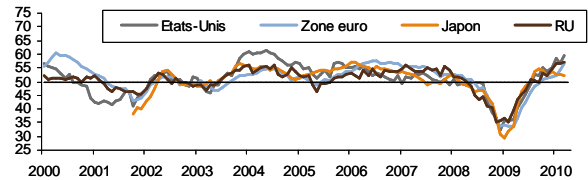
Dans un contexte où l'écart de production demeure important, il est à noter que l'inflation sous-jacente reste très faible dans les pays avancés. Comme le montre le **Graphique 1**, celle-ci a reculé de 2 % à 1 % lorsque la récession s'est amplifiée. Toutefois, le point essentiel est que, jusqu'à présent, l'écart de production ou l'excès de capacités dans le monde développé semble contenir, voire réduire, l'inflation. Face au déploiement de la reprise, nous ne voyons donc pas de réflexe automatique d'amorce d'un resserrement monétaire de la part des banques centrales des pays développés. Les conditions de liquidité qui en résultent continuent par conséquent de créer un contexte très stimulant pour les marchés émergents.

Graphique 1 – Panorama mondial

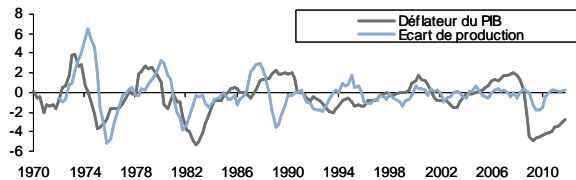
Croissance nominale : pays développés
(%, en glissement annuel)



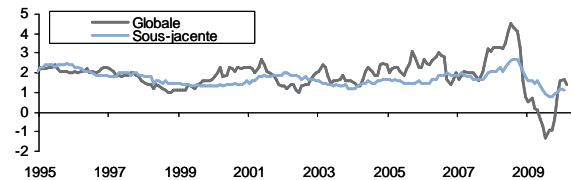
Indice des directeurs d'achat : pays développés
Indice de diffusion, cvs



Ecart de production et variation de l'inflation dans l'OCDE
En point de pourcentage



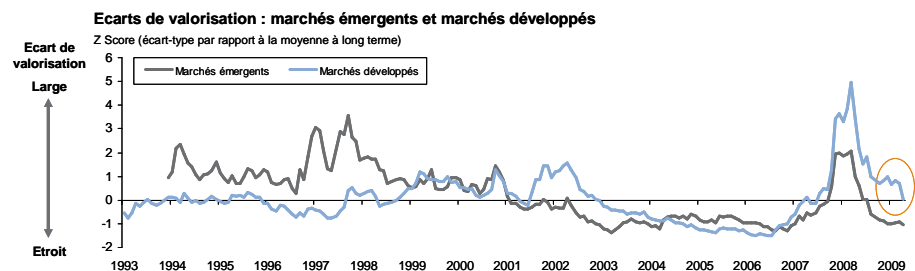
Inflation : pays développés
(%, en glissement annuel)



Source : estimations J.P. Morgan. Données à fin mars 2010.

En outre, répliquant le processus de normalisation des marchés émergents, les indicateurs internes des pays développés, qui avaient atteint des extrêmes durant la panique, ont dans une large mesure retrouvé des niveaux normaux. Si les marchés émergents ont déjà connu un bon degré de normalisation et sont passés de la phase de reprise à la phase d'expansion, les marchés développés ont été notablement à la traîne. Toutefois, au cours des trois à quatre derniers mois, ils ont opéré un net rattrapage.

Graphique 2 – Ecarts de valorisation à l'échelle des titres



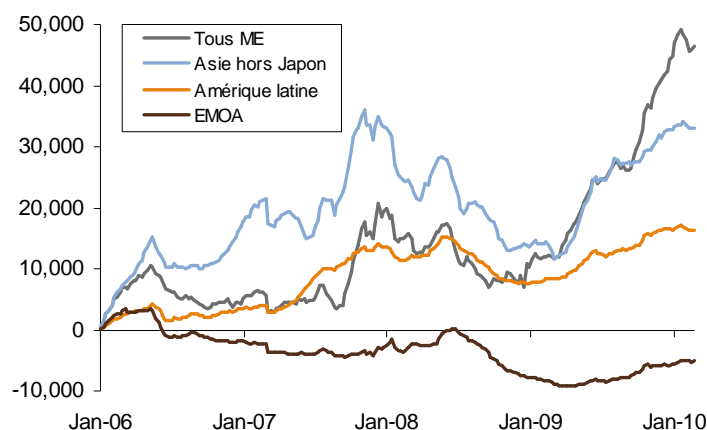
Le graphique ci-dessus montre l'écart entre les titres chers et bon marché au sein des marchés développés et émergents. Au second semestre 2009, les écarts de valorisation entre les actions émergentes ont de nouveau convergé. Sur les marchés développés, les écarts, qui avaient atteint des niveaux exceptionnels (jusqu'à plus de 4 écarts-types), connaissent à présent la normalisation observée sur les marchés émergents.

Le marché du crédit connaît un développement comparable. Si l'on considère les marchés du crédit en USD, on constate que les spreads ont également retrouvé des niveaux normaux après avoir connu un élargissement très significatif. Ce facteur, conjugué à l'amélioration des indicateurs internes des marchés développés, laisse penser que les dernières traces de la panique de 2008 commencent peu à peu à disparaître. A ce stade, la pentification de la courbe des taux des emprunts d'Etat aux Etats-Unis et dans la plupart des pays développés en constitue sans doute le dernier signe. Nous reviendrons sur ce point car une courbe pentue est indicatrice d'une politique monétaire accommodante et nous pensons que nous assisterons à un moment ou un autre à une normalisation.

Dans ce contexte d'amélioration généralisée des indicateurs internes des marchés, il est intéressant d'analyser la tendance des flux à destination des marchés émergents. En 2009, les afflux de capitaux vers la classe d'actifs ont fortement rebondi, avec des entrées qui ont atteint 83 milliards de dollars. Au cours des deux premiers mois de 2010, ils ont connu un léger coup d'arrêt durant la « mini-correction » qu'a subie la classe d'actifs entre mi-janvier et mi-février. Toutefois, les dernières données hebdomadaires indiquent qu'ils commencent à repartir à la hausse. Si l'on examine la répartition de ces flux, qui étaient il y a peu de temps encore très concentrés sur l'Asie, on constate un changement notable : les flux vers la zone EMOA (Europe/Moyen-Orient/Afrique) ont commencé à rebondir durant la dernière partie de 2009 et au début de 2010.

Graphique 3 – Tendances des flux d'investissement

**Flux cumulés vers les fonds émergents mondiaux et régionaux
(en millions d'USD)**



Sources : EPFR, Morgan Stanley Research. Données hebdomadaires au 24 février 2010.

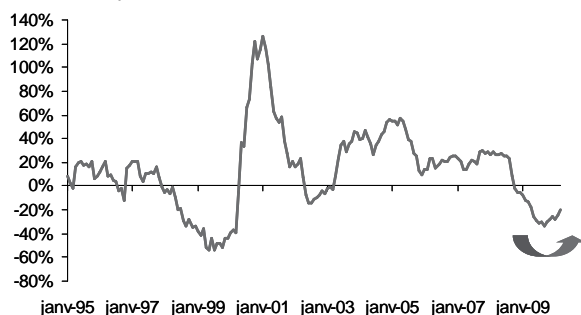
Les valorisations des marchés émergents continuent de capter beaucoup d'attention ; toutefois, on note peu de changements depuis le début de l'année. Avec un ratio cours/actif net de 2x, les valorisations actuelles nous semblent à des niveaux de neutralité. En termes de PER, la classe d'actifs se traite actuellement à environ 12x les bénéfices, ce qui est en ligne avec les normes récentes et encore très en deçà de la moyenne de long terme, ou de ce que nous pensons être la « juste valeur », qui s'établit autour de 14,5x. Dans un contexte de valorisations neutres, nous pensons que la croissance des bénéfices est le principal moteur des performances des actions émergentes.

Si l'on se penche sur les résultats publiés des sociétés, on constate qu'ils sont déjà en train de se redresser, ayant touché le point d'inflexion au second trimestre 2009. Les chiffres en glissement annuel restent négatifs en raison des bases de comparaison, mais ils devraient devenir positifs compte tenu du rebond des résultats depuis leurs plus bas enregistrés au deuxième trimestre 2009. Les estimations de bénéfices montrent que, si nous avons déjà observé la phase de fort redressement après la reprise (tout en restant néanmoins éloignés des pics constatés après les effondrements antérieurs), nous nous installons à présent dans une phase d'expansion de milieu de cycle. Une comparaison avec la période 2004-2007 laisse entrevoir une tendance durable de croissance. A ce titre, les perspectives de bénéfices restent favorables.

Graphique 4 – Tendances des bénéfices et des estimations

Bénéfices par action publiés

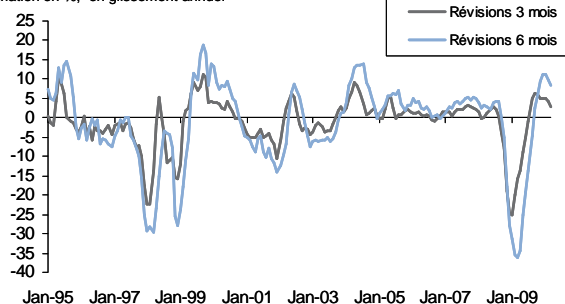
Variation en %, en glissement annuel



Sources : MSCI, FactSet. Données au 31 mars 2010.

Révisions des estimations de bénéfices

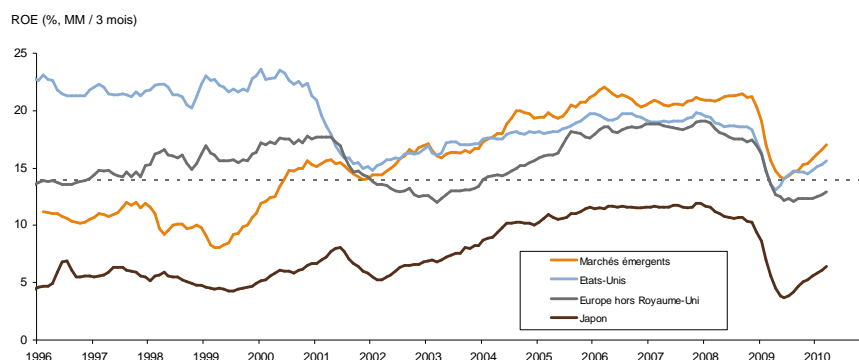
Variation en %, en glissement annuel



Sources : IBES, estimations J.P. Morgan. Données au 31 mars 2010.

A plus long terme, le moteur que constitue la croissance des bénéfices pour les performances des actions émergentes a pour soutien un niveau structurellement plus élevée de rentabilité des capitaux propres (ROE). L'évolution historique du ROE des marchés émergents (qui constitue la mesure la plus simple de la rentabilité) montre que, durant les années 1990, la classe d'actifs se situait dans le bas du classement mondial. Au cours de la décennie suivante, son ROE s'est sensiblement redressé et, depuis lors, les marchés émergents se disputent la première marche du podium mondial.

Graphique 5 – Rentabilité des capitaux propres (ROE) par marché actions



Sources : Thomson Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Données à mars 2010. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

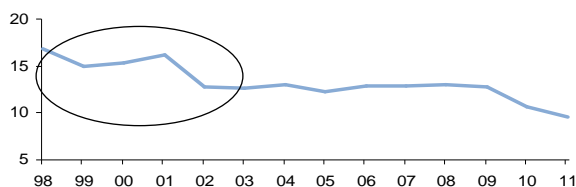
L'important défi cyclique que nous avons connu nous a permis d'évaluer la solidité de cette amélioration de la rentabilité. Le **Graphique 5** ci-dessus illustre probablement le mieux le revirement de tendance du ROE des marchés émergents : en effet, les nouveaux plus-bas dépassent les anciens plus-hauts. Il s'agit d'un point important car nous devons avoir l'assurance que ce niveau de ROE est soutenable afin d'avoir la garantie que *les bénéficiaires participeront à la croissance économique attendue des pays émergents*.

La ventilation des sources de rentabilité de la classe d'actifs à l'aide de la méthode DuPont (**Graphique 6**) démontre le caractère solide des améliorations. La rentabilité médiocre observée à la fin des années 1990 résultait d'un ratio investissements industriels/chiffre d'affaires très élevé, autour de 15-20 % (soit à peu près le double des niveaux observés dans le monde développé). Ce ratio a eu deux conséquences : une croissance très rapide des actifs au bilan et, partant, une efficacité opérationnelle très faible, ainsi qu'un endettement financier élevé, l'essentiel de ces investissements étant financés par de la dette plutôt que par des fonds propres. La fin des années 1990 a donc été marquée par des investissements industriels élevés, qui ont abouti à une faible efficacité opérationnelle et des situations financières tendues – une combinaison peu favorable pour les investisseurs en actions. Toutefois, dans le sillage de la crise asiatique et de l'éclatement de la bulle technologique, il y a eu un net mouvement à la baisse, avec des ratios investissements industriels/CA qui se sont rapprochés de ceux des pays développés. La rotation des actifs a commencé à s'améliorer, sous l'effet d'une croissance des actifs non explosive.

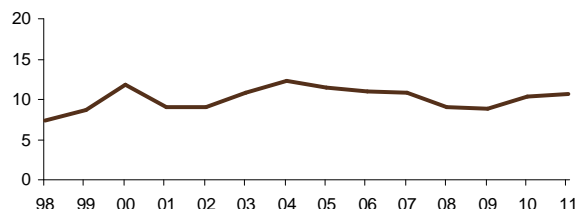
Par ailleurs, le ralentissement des investissements industriels a en grande partie reflété une baisse des ratios dette nette/fonds propres, impliquant que les marchés émergents ont arbitrés un levier financier élevé au profit d'un levier opérationnel important. Cela constitue un scénario nettement plus favorable pour la progression des résultats et la tendance semble toujours bien orientée. Cela nous rend confiants dans le fait que la croissance des profits devrait participer à la croissance économique des pays émergents et tirer les performances.

Graphique 6 – Les fondamentaux de la rentabilité

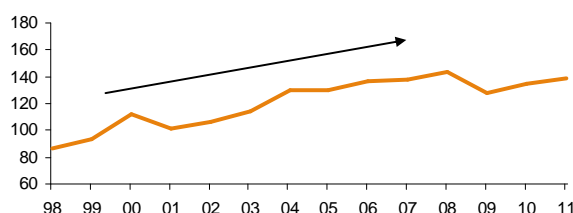
Investissements industriels / chiffre d'affaires (%)



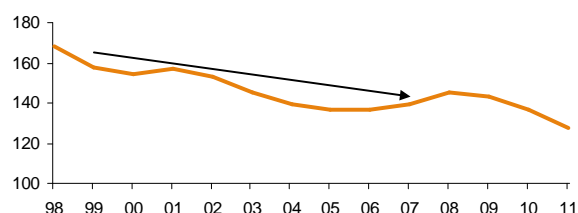
Marges bénéficiaires (%)



Rotation des actifs (%)



Levier (%)



Source : Agrégation des entreprises des pays émergents - UBS. Données de mars 2010 ; les données antérieures à 2003 ont été ajustées pour être raccordées à ces séries.

Sur la base des facteurs précités, et d'un point de vue stratégique, nos chiffres suggèrent que, compte tenu des niveaux actuels des cours et des devises, nous pouvons espérer des performances annualisées à deux chiffres en USD sur les cinq prochaines années. Sans être comparables aux gains de plus de 70 % observés sur les marchés émergents en 2009, elles représentent une progression tendancielle très honorable. Ces performances devraient être largement, mais pas uniquement, tirées par les bénéfices. Dans un monde où les taux à court terme sont à zéro dans une bonne partie des pays développés et où les obligations d'Etat offrent des rendements de 3 % à 6 % (selon le niveau de risque souverain que les investisseurs veulent prendre), cela nous semble constituer une performance solide.

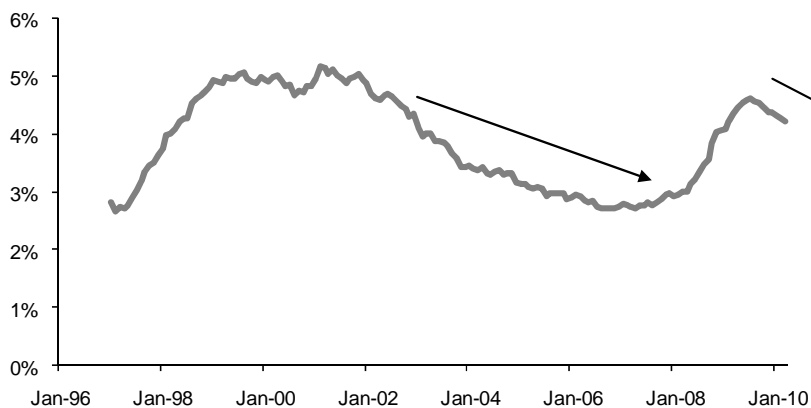
Idées d'investissements tactiques et stratégiques

D'un point de vue tactique, étant passés du début au milieu de cycle, nous pensons que nous entrons dans une phase où il convient d'accorder moins de priorité aux secteurs. La dispersion des rendements sectoriels (voir **Graphique 7**) montre que lorsque le marché entre en milieu de cycle (période 2004-2007 lors du dernier cycle), le secteur devient un facteur de différenciation des performances moins important sur les marchés émergents. Le cycle précédent suggère que cette réduction de la dispersion est un phénomène pluriannuel. De ce fait, nous pensons que d'un point de vue tactique, il est plus pertinent de se concentrer sur les pays ou les titres. La rotation sectorielle redevient d'actualité dans la dernière phase du cycle, quand la surchauffe des économies et le relèvement des taux directeurs nécessitent de revenir vers les titres défensifs. Toutefois, ce scénario ne devrait pas intervenir avant 2 ou 3 ans selon nous. Dans l'intervalle, nous pensons que nous sommes installés dans la phase de milieu de cycle et il nous semble logique d'adopter une opinion plus neutre à l'égard des secteurs.

- La dispersion des rendements est déterminée à partir de la moyenne glissante sur 2 ans de l'écart-type des rendements sectoriels mensuels.

Graphique 7 – Réduction de la différenciation sectorielle

Marchés émergents : Dispersion des performances sectorielles

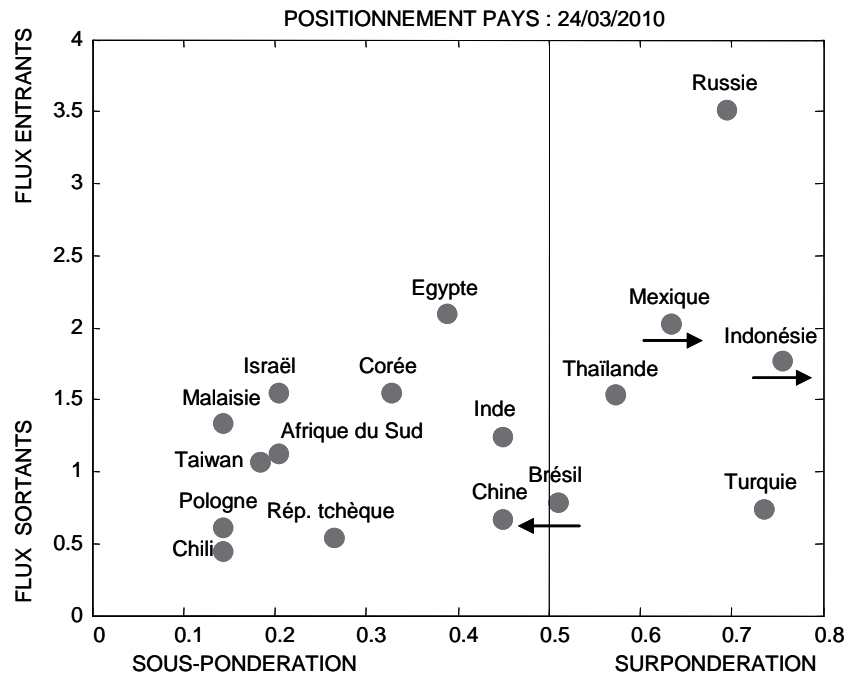


Source : estimations J.P. Morgan. Données de mars 2010.

Si la différenciation sectorielle devient un facteur moins pertinent, il convient de nous focaliser sur le positionnement pays. Nos modèles tactiques, qui recherchent la combinaison d'une valorisation attractive et d'un momentum positif, indiquent que de nombreux marchés de la zone EMOA sont intéressants de ce point de vue. Comme nous l'avons souligné, la zone EMOA a été la région vers laquelle les flux ont été les moins importants ces dernières années. La Corée figure également parmi les marchés importants les moins chers, tandis que le Brésil, l'un de nos favoris de longue date, reste neutre en termes de valorisation et de momentum. A l'inverse, la Thaïlande ne s'inscrit plus en territoire positif, la forte performance de ce marché ayant réduit la décote de valorisation. A nos yeux, malgré un risque politique identique, voire plus élevé, la valorisation est moins intéressante qu'elle ne l'était il y a quelques mois.

Si l'on examine de plus près les tendances au sein de la classe d'actifs en termes de positionnement et de flux (voir **Graphique 8**), on ne peut que s'arrêter sur le Brésil. Après l'avoir longtemps surpondéré, les investisseurs sont redevenus neutres sur ce marché au cours des derniers mois. Le Mexique (du fait de son exposition à la reprise américaine) et l'Indonésie sont devenus les destinations de substitution. Cela paraît tout à fait logique, car tout fonds dédié à l'Amérique latine qui souhaite se désengager du Brésil n'a guère d'autre choix que de se reporter sur le Mexique, s'il veut rester investi sur un marché de taille comparable. Pour les investisseurs en actions émergentes mondiales en quête du prochain Brésil, deux pays se détachent : la Turquie et l'Indonésie. La Turquie faisant déjà l'objet d'une surpondération consensuelle, c'est l'Indonésie qui paraît capter les flux que les investisseurs désengagent du Brésil. Nous continuons d'apprécier l'argumentaire structurel du Brésil et nous pensons que toute fluctuation de ce marché, liée à l'approche des élections d'octobre, pourrait créer des opportunités de renforcement sur ce pays au cours des prochains mois.

Graphique 8 – Positionnement des pays et flux



Source : EPFR. Données au 24 mars 2010.

- L'axe des abscisses indique le pourcentage de fonds qui surpondèrent ou sous-pondèrent le pays.
- L'axe des ordonnées reflète les entrées de flux en pourcentage de la capitalisation boursière en rythme mensuel.

Un éventail de pays de la zone EMOA, parmi lesquels la Russie, la Hongrie, la Pologne et, dans une moindre mesure, l'Égypte, présentent des dynamiques relativement positives en termes de valorisation et de momentum. Toutefois, si l'on regarde le positionnement de la Russie sur le **Graphique 8** ci-dessus, on constate qu'il s'agit d'un marché qui est non seulement surpondéré mais qui capte également des flux significatifs. Cela donnerait à penser que nous entrons dans la dernière phase du cycle de surperformance du marché russe. Il pourrait donc être utile de songer à une éventuelle diversification vers certains autres marchés de la zone EMOA, également bien positionnés mais moins investis que la Russie.

Sur le plan des devises, peu de changements se sont produits depuis le début de l'année. Les devises des pays exportateurs de matières premières ressortent toujours généreusement valorisées au sein de l'univers émergent, le real brésilien représentant la devise la plus chère. A l'inverse, les devises des pays orientés sur l'activité manufacturière continuent d'apparaître relativement bon marché (notamment le dollar taiwanais et le won coréen), bien qu'elles soient un peu plus chères qu'en début d'année suite à la dépréciation de l'euro ces trois derniers mois.

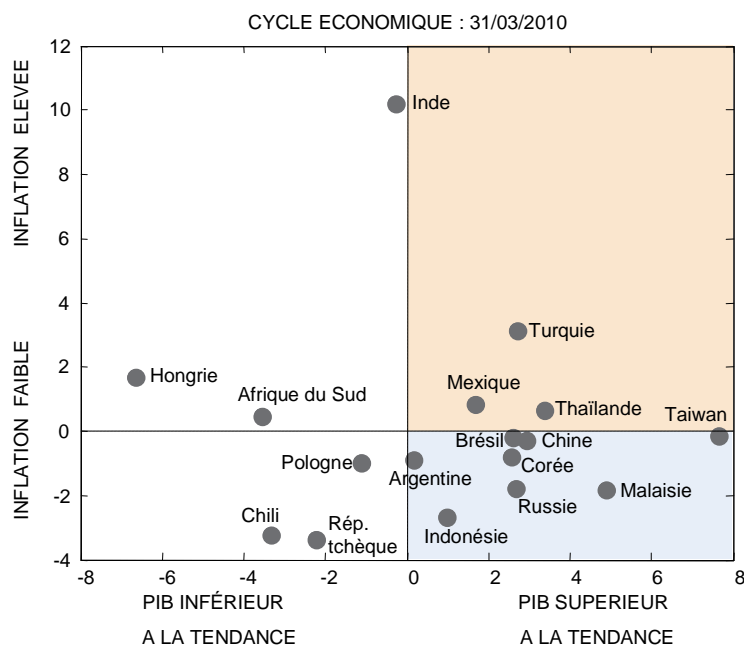
Le resserrement monétaire sera-t-il bénin ou sévère ?

La question du resserrement des politiques monétaires constituera le thème important de l'année 2010 pour les marchés émergents et les marchés développés. L'année 2008 a été celle de la crise ; 2009 a été l'année (pour les pays émergents) d'une reprise économique solide ou, dans certains cas, d'un retour aux taux de croissance antérieurs à la récession ; 2010 sera l'année où une bonne partie des politiques de soutien, notamment dans les pays émergents, devra être normalisée.

Après des baisses de taux opérées en parallèle de celles des pays développés, le retour de la croissance à un niveau supérieur à la tendance dans une bonne partie des pays émergents implique un probable relèvement des taux d'intérêt. Selon nous, il existe deux manières d'envisager un durcissement des politiques. Il peut s'agir d'une normalisation bénigne (quand la croissance reprend et dépasse son rythme tendanciel, les politiques reviennent à la normale), ou bien d'un resserrement « défavorable » lié au fait que les banques centrales agissent avec retard. Le **Graphique 9** en page suivante vise à distinguer les pays où le resserrement monétaire pourrait être bénin et ceux où il pourrait être sévère. L'axe des abscisses indique le positionnement des pays émergents par rapport à nos estimations de croissance tendancielle. Les pays dont la croissance est supérieure à la tendance se situeront dans la partie droite du graphique et par conséquent du côté qui suggère que la politique devrait être durcie d'une manière ou d'une autre. L'axe des ordonnées représente le taux d'inflation par rapport à nos estimations de rythme tendanciel, qui reposent sur les cibles des banques centrales sans y être forcément conformes. Les pays qui figurent dans la partie droite inférieure du graphique opteront pour une politique de normalisation monétaire relativement bénigne. En d'autres termes, l'inflation reste contenue, mais la croissance est supérieure à la tendance et, de ce fait, la politique devrait revenir à la normale. Ce développement pourrait temporairement pénaliser les marchés ; toutefois, il ne s'agit pas du type de resserrement qui pourrait alimenter des inquiétudes quant à un risque de sous-performance à plus long terme. La partie droite supérieure du graphique correspond à la zone où l'économie est en surchauffe et l'inflation commence à dépasser les niveaux de confort. Dans la plupart des cas, cela impliquerait un dépassement des taux cibles des banques centrales. Il s'agit de la zone où le resserrement monétaire qui découle de ces développements risque de donner le sentiment que la banque centrale agit avec un décalage. Dans ce contexte, cette dernière pourrait être contrainte d'adopter une stratégie anti-croissance pour juguler l'inflation. Dans ces conditions, nous nous inquiéterions davantage d'un possible resserrement plus long et plus préjudiciable à la croissance, susceptible de soulever des interrogations quant à la progression des bénéfices. En d'autres termes, un tel resserrement serait plus problématique pour les marchés pendant une période plus prolongée.

Graphique 9 – Pressions de resserrement monétaire dans les pays émergents

- Les taux d'inflation et les PIB relatifs sont déterminés à partir des chiffres actuels et des estimations des niveaux tendanciels de J.P. Morgan Asset Management.



Source : estimations J.P. Morgan . Données au 31 mars 2010.

Nous voyons sur le **Graphique 9** que l'Inde se détache. Ce pays a déjà connu un important choc des prix alimentaires qui a porté les chiffres de l'inflation bien au-delà de la tendance. A ce stade, il semblerait que la hausse des prix des denrées alimentaires commence à se diffuser aux salaires ou à d'autres actifs. Côté positif, le choc de l'inflation alimentaire semble déjà avoir atteint son point culminant et commence à se retourner. Toutefois, les signes de répercussion de ce choc sur l'inflation totale soulignent le risque que la banque centrale soit dans la situation défavorable évoquée plus haut.

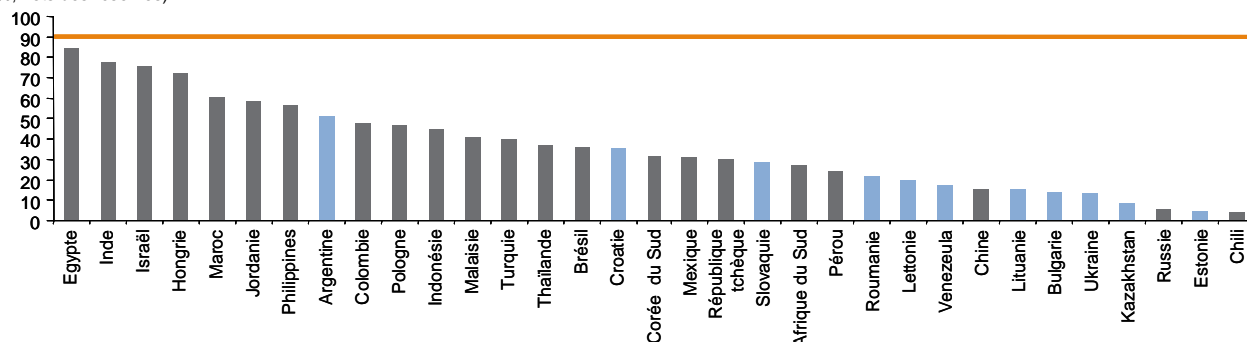
L'autre marché à souligner, et que nous apprécions d'un point de vue tactique (valorisation et momentum) et séculaire (orthodoxie macroéconomique), est la Turquie. Nous avons déjà observé pour ce pays des données d'inflation qui justifient de suivre son évolution de près au cours des prochains mois. Cela est particulièrement important car nous pourrions entrer dans une période délicate pour un régime de ciblage de l'inflation encore relativement jeune. Quoi qu'il en soit, le point important à noter est que la plupart des resserrements que nous attendons dans le monde émergent semblent davantage s'apparenter à une normalisation des politiques monétaires qu'à des régimes anti-croissance.

Cela étant, la normalisation des politiques monétaires dans les pays émergents n'est pas le seul facteur à surveiller pour les perspectives de la classe d'actifs cette année. Alors que cela peut sembler prématuré, nous pensons qu'il convient de réfléchir aux conditions préalables et aux conséquences de la normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed). Dans son communiqué de politique monétaire, la Fed a commencé à conditionner sa formule « période prolongée » pour indiquer le moment où elle pourrait normaliser ses taux. Il est important de souligner que, dans cette ère de faible inflation, la Fed a eu tendance à commencer à normaliser ses taux 2 à 4 trimestres après l'arrivée du taux de chômage à son point d'inflexion. L'amélioration des statistiques du marché de l'emploi américain nous conduisent à penser que nous avons déjà observé le pic du chômage et que ce dernier pourrait peu à peu s'infléchir. A ce titre, nous arrivons déjà sur le marché du travail au stade qui constitue une condition préalable à un début d'inflexion du discours de la Fed, préparant le terrain à l'amorce d'une normalisation de la politique plus tard dans l'année ou au début de 2011.

Le sujet très débattu de la Grèce est le dernier facteur à considérer. Le thème de la dette publique (voir **Graphique 10**) et ses implications pour la croissance économique ont alimenté de nombreux débats. Dans une étude qui a suscité un vif intérêt, intitulée « Growth In A Time of Debt », Ken Rogoff, ancien économiste en chef du FMI, et Carmen Reinhart ont indiqué que, dans les pays émergents comme dans les pays développés, un ratio dette publique sur PIB supérieur à 90 % était généralement associé à une croissance lente. Alors que de nombreux pays développés présentent déjà un ratio dette publique/PIB nettement supérieur (ou en prennent le chemin au vu de l'ampleur des déficits actuels dans le monde développé), il n'en va pas de même des pays émergents. Il est en effet difficile d'identifier un pays émergent qui atteigne le seuil où sa dette constitue une sérieuse menace pour sa croissance.

Graphique 10 – Peu de pays émergents s'approchent du seuil critique des ratios de la dette publique

Ratio dette publique/PIB des pays émergents
(%, nets des réserves)



Sources : ING, IIF. Chiffres de 2008.

Ces ratios divergents sont une autre raison de penser que les économies émergentes devraient surperformer dans un contexte de reprise économique modérée. Dans les pays développés, la nécessité de maîtriser des situations budgétaires intenable devrait à terme se substituer au besoin de soutenir des reprises fragiles. Ainsi, alors que les pays développés seront confrontés au dilemme de savoir quand durcir leur politique budgétaire, le resserrement dans les pays émergents sera motivé par le besoin de durcir les politiques pour des raisons cycliques (et non pour des questions de risques de crédit). Dans les pays où l'inflation est conforme ou inférieure à la cible des banques centrales, les hausses de taux devront être perçues comme un processus de normalisation approprié, qui pourrait au pire amener les marchés locaux à passagèrement marquer le pas. Les principaux marchés concernés sont ceux de l'Inde, de la Chine, du Brésil et de la Turquie. Toutefois, un franchissement par l'inflation du taux cible sur fond de croissance économique vigoureuse fait apparaître le danger d'un resserrement monétaire freinant davantage la croissance. Pour l'heure, il s'agit toujours d'un risque sélectif plutôt que systématique.

Conclusion

Après la « grande récession », la reprise s'installe dans les pays développés, avec des indicateurs internes des marchés qui répliquent le processus de normalisation observé sur les marchés émergents et reviennent pour la plupart à des niveaux normaux. Sur fond de valorisations neutres, la croissance des bénéfices des sociétés des pays émergents se redresse et les fondamentaux de la rentabilité plaident en faveur d'une poursuite des performances tirées par les BPA. Nous pensons que 2010 sera l'année au cours de laquelle les politiques de soutien, notamment dans les pays émergents, devront être normalisées. Les relèvements de taux à venir dans les pays émergents devraient essentiellement refléter une « normalisation » plutôt qu'un resserrement monétaire marqué, tandis que la stabilisation du chômage aux Etats-Unis constitue une condition préalable à une normalisation de la politique monétaire. Enfin, les finances publiques sont une autre raison d'anticiper une croissance molle à moyen terme dans les pays développés et, partant, une poursuite de la surperformance des pays émergents.

Les informations contenues dans ce document ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Toutes prévisions ou opinions exprimées sont propres à J.P. Morgan Asset Management à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Ceci ne constitue pas une offre ou une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements. Les opérations de souscription, rachat et conversion ne peuvent être effectuées que sur la base du dernier prospectus ou notice d'information en vigueur soumis à l'AMF. Les performances passées ne sont pas une garantie des résultats futurs. Les marchés dits « émergents » présentent un degré de volatilité et donc de risque plus élevé que celui des autres marchés. La documentation légale des OPCVM (prospectus et/ou notices d'information) et rapports financiers sont disponibles gratuitement et sur simple demande auprès de JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l.- Succursale de Paris - 14 place Vendôme, 75001 Paris - Capital social : 10000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, N°492956693. J.P. Morgan Asset Management est une marque de distribution d'OPCVM agréés ou autorisés à la commercialisation en France par l'AMF.

05/10

12