

# Dans l'esprit des investisseurs

## Une pause et après ?

Auteur



**Hugh Gimber**  
Stratégiste

Ces deux dernières années, la Réserve fédérale (Fed) a mis en place son cycle de hausse des taux le plus agressif en plus de 40 ans. Pourtant, malgré ces efforts visant à ralentir l'économie américaine, la croissance s'est jusqu'à présent avérée remarquablement résistante. Cette résilience a conduit à un regain d'optimisme quant aux perspectives d'un « atterrissage en douceur », où l'inflation revient à son objectif sans impact significatif sur l'activité. Bien que nous restions sceptiques quant à la réalisation d'un tel résultat, nous sommes de plus en plus convaincus qu'une pause dans les hausses de taux approche.

Dans cette publication, nous utiliserons les leçons des précédents cycles de hausse pour évaluer les implications pour les marchés. La principale conclusion est qu'une pause est systématiquement plus bénéfique pour les obligations d'état que pour les actions.

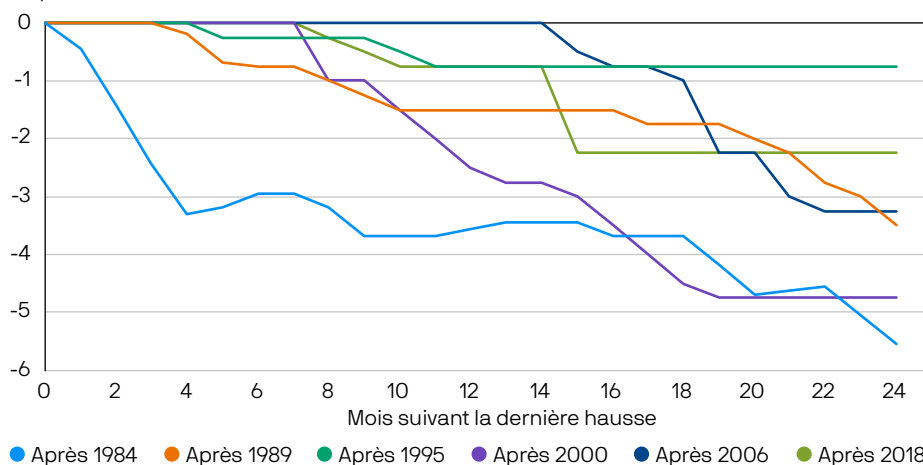
### Tirer les leçons du passé

La trajectoire de l'économie américaine après la dernière hausse d'un cycle peut varier considérablement. Il arrive que l'économie se détériore rapidement, ce qui entraîne une volte-face rapide des responsables politiques et des baisses soudaines de taux. Autre fois, la résilience économique pouvait se traduire par une période prolongée pendant laquelle les taux sont maintenus, les responsables politiques surveillant l'impact du resserrement monétaire qui ne se répercute que lentement dans le système.

Au cours des 40 dernières années, la durée médiane entre la dernière hausse des taux et la première baisse est de huit mois, bien que l'écart peut varier, allant d'un mois en 1984 à 15 mois après la dernière hausse en 2006 (**Illustration 1**).

#### Illustration 1 : Évolution des taux d'intérêt à la suite de la dernière hausse des taux du cycle par la Fed

en points de %



Source : Réserve fédérale, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management.  
Données au 12 septembre 2023.

Pour les marchés d’actions, les six premiers mois suivant la fin d’un cycle de hausse sont généralement positifs. L’effet total des hausses de taux met du temps à se répercuter sur la croissance des bénéfices, tandis que la valorisation des actions est souvent stimulée par les signes d’un changement de ton des responsables politiques adoptant une position moins restrictive. Par la suite, les choses se compliquent (**Illustration 2**).

Les meilleures performances des actions ont été observées à la fin du cycle de 1994-95, l’un des rares exemples de l’histoire récente d’un « atterrissage en douceur » où une pause de la Fed n’a pas conduit à une hausse du chômage. L’économie ayant bien résisté, la Fed a maintenu ses taux proches de leur pic et le marché des actions a atteint de nouveaux sommets historiques.

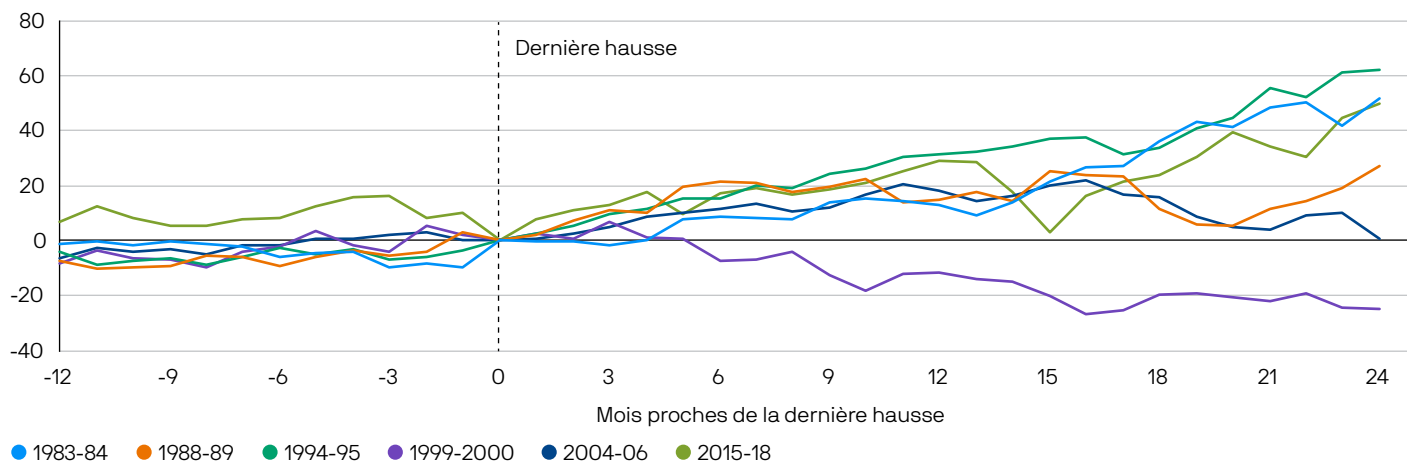
Ce que l’on a connu au début des années 2000 a, bien entendu, été très différent. La bulle technologique qui s’est rapidement dégonflée a forcé la Fed à réduire ses taux de 250 points de base (pb) au cours des 12 premiers mois suivant la dernière hausse des taux, et de 225 pb supplémentaires l’année suivante. Cet assouplissement n’a pas été suffisant pour soutenir le marché des actions, le S&P 500 ayant chuté de près de 25 % sur une période de deux ans.

Outre la résilience de l’économie, la valorisation des actions joue également un rôle clé dans les rendements ultérieurs. En février 1995, au moment de la dernière hausse du cycle de la Fed, le S&P 500 s’échangeait à seulement 12x les bénéfices anticipés, les multiples ayant chuté par rapport à la valeur enregistrée un an auparavant de 15x. L’éclatement de la bulle Internet se situe à l’autre extrémité du spectre, le S&P 500 se négociant bien au-dessus des moyennes à long terme, à 24x les bénéfices anticipés à 12 mois le jour de la dernière hausse.

La fin du cycle de 2004-06 est un autre exemple intéressant, car une période initiale de résilience économique (accompagnée d’une longue pause dans la révision des taux d’intérêt) a soutenu les actions pendant plus d’un an. Pourtant, une fois que l’économie a commencé à se replier, les baisses de taux n’ont pas suffi à soulager la pression sur les marchés d’actions, les investisseurs ayant fini par perdre tous les gains initiaux réalisés après la pause de la Fed, et bien plus encore.

**Illustration 2 : Performance du S&P 500 au moment de la dernière hausse de taux du cycle par la Fed**

en %, rendement des prix indexé à zéro lors de la dernière hausse



Source : S&P Global, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La performance passée n’est pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs.  
Données au 12 septembre 2023.

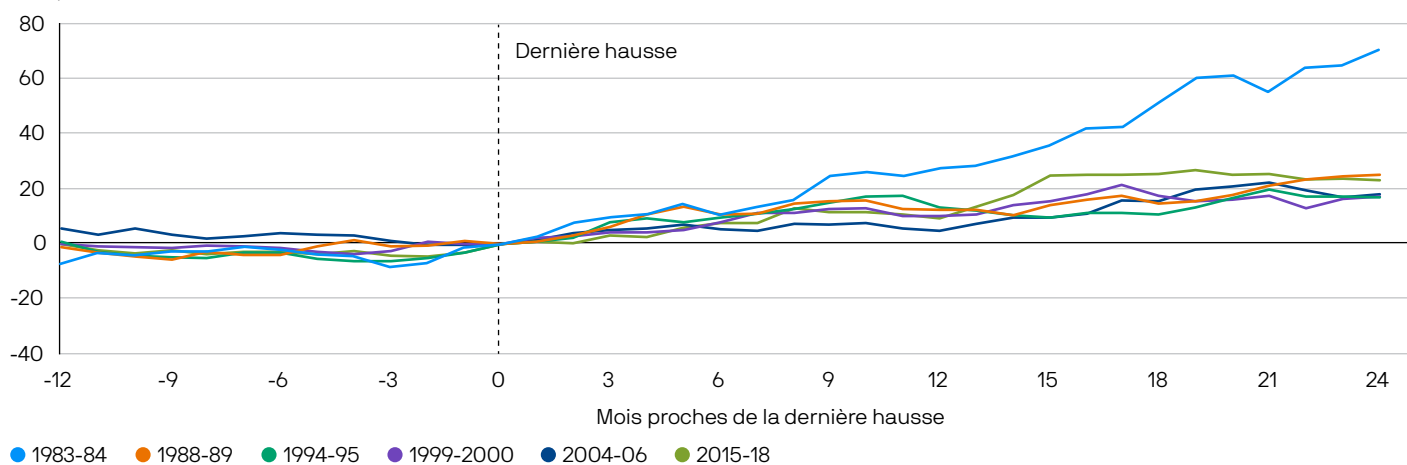
## Les rendements obligataires sont plus constants

La tendance historique est plus probante concernant le marché obligataire, où la fin de chaque cycle de resserrement au cours des 40 dernières années s'est traduite par des rendements positifs pour les bons du Trésor américain à 10 ans (**Illustration 3**).

Bien que l'atterrissage en douceur au milieu des années 1990 ait été le meilleur scénario pour les actions, il s'est avéré être le moins solide pour les bons du Trésor, la classe d'actifs ayant tout de même généré un rendement total de 17 % sur deux ans malgré des baisses mineures de taux d'intérêt. À l'autre extrémité du spectre, la pause de 1984 a ouvert la voie aux rendements les plus élevés, soutenus par un point de départ pour les rendements des bons du Trésor à 10 ans supérieurs à 12 % et des baisses de taux de plus de 300 pb au cours des quatre premiers mois suivant la dernière hausse.

### Illustration 3 : Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans autour de la dernière hausse de taux d'un cycle par la Fed

en %, rendement total indexé à zéro lors de la dernière hausse



Source : S&P Global, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats actuels et futurs.  
Données au 12 septembre 2023.

En conclusion, notre analyse montre qu'au cours de la période qui suit la fin d'un cycle de resserrement de la Fed, les bons du Trésor américain génèrent des rendements positifs de manière plus constante que les actions. Dans le contexte actuel de valorisations élevées pour les indices de référence des actions américaines, et avec encore beaucoup d'incertitudes autour l'ampleur du ralentissement de l'économie américaine, l'histoire suggère qu'un biais modéré en faveur des obligations par rapport aux actions peut être une approche prudente en attendant que l'ampleur de tout ralentissement à venir devienne plus claire.

---

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

Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs. J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy). Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l. – Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris -Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, n°492 956 693.

Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. Tous droits réservés.

LV-JPM54432 | 09/23 | FR | 0928232009142510