

JEAN-CLAUDE MEYER

Vice Chairman International de Rothschild & Cie

Jean-Claude Trichet, président de la Commission trilatérale pour l'Europe, ancien président de la BCE

Je me tourne à présent vers Jean-Claude Meyer. Vous avez la parole et votre expérience complètera ce que nous venons d'entendre.

Jean-Claude Meyer

Merci, Jean-Claude. Je vais parler un peu de l'avenir des marchés financiers. Il y a trois ans, lors de la WPC à Rabat j'étais très pessimiste, peut-être trop selon Jean-Claude à l'époque, car nous étions à la fin d'un long cycle de dix ans de croissance, et j'avais en tête le paradoxe de Minsky : quand les choses semblent aller bien, cela veut dire que la crise grandit. J'ai alors anticipé deux scénarios : un scénario d'atterrissage en douceur, ce qui était positif, ou le scénario d'un crash en 2020. L'effondrement s'est produit, mais pour des raisons que je n'avais malheureusement pas anticipées.

Aujourd'hui, dans le contexte de la pandémie, la situation est bien sûr totalement différente. Nous sommes à un moment charnière, avec de nombreuses d'incertitudes, mais il existe un consensus, presque un cliché, selon lequel une reprise est en route, mais les marchés en mouvement font face aux risques d'inflation et d'augmentation des taux d'intérêt. Je dois dire que cette année, je suivrai ce cliché, avec le risque de ne pas être original mais en espérant avoir raison. La reprise, comme l'a dit Serge, est en route, même si nous ne sommes pas encore tirés d'affaire. La croissance de l'économie mondiale devrait être d'à peu près 6 % cette année, 4,3 % en Europe et 6,2 % aux États-Unis. L'économie mondiale devrait croître de 4,5 % l'an prochain, ce qui est extraordinaire.

Cette reprise a été nourrie par les mesures sociales des gouvernements et d'importants flux de liquidités venant de toutes les banques centrales, et nous craignons maintenant une diminution qui pourrait mener à une augmentation des taux d'intérêt. Aux États-Unis, Jay Powell vient d'annoncer avec succès une diminution graduelle retardée, qui commencera en novembre ou décembre et s'étendra jusqu'en 2023, sans provoquer de panique sur les marchés comme ce fut le cas en 2013. La Réserve fédérale continuera de maintenir son programme d'actifs à 100 milliards de dollars mensuels jusqu'à ce que les États-Unis atteignent 2% d'inflation et l'emploi maximum, en insistant qu'un ralentissement n'engendrerait pas automatiquement une augmentation des taux d'intérêt. En Europe, la Banque centrale européenne a déclaré qu'elle achèterait progressivement moins d'obligations à l'avenir et qu'elle réduirait modérément le rythme de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de 80 milliards mensuels.



La surchauffe et l'inflation représentent une menace alors que la Réserve fédérale a modifié sa position pour donner une plus grande marge de manœuvre à l'inflation et une plus grande priorité à l'emploi. Certes le risque de surchauffe existe, mais selon Jay Powell, il pourrait être transitoire. Le risque : l'inflation a atteint, comme nous le savons tous, 5 % aux États-Unis et 3 % en Europe et les risques existent pour un nombre de raisons. Premièrement, les salaires pourraient augmenter car la population active de la Chine, qui a connu un long boom, commence à vieillir. Deuxièmement, les prix du pétrole et du gaz naturel sont en hausse et cela pourrait durer longtemps. Troisièmement, une large part de l'épargne privée attend d'être dépensée. Quatrièmement, les taux d'intérêt quasi nuls alimentent les bulles sur les marchés financiers, une croissance monétaire exceptionnelle et d'importants déficits fiscaux. Cinquièmement, la population vieillit avec de plus en plus de demande de la part des consommateurs et une population active de moins en moins productive. Sixièmement, nous devons signaler que la Banque centrale de Norvège a récemment augmenté ses taux de 0,25 % en prévoyant un taux d'intérêt à 1,5 % l'an prochain. Cela nous donne une tendance et peut-être un tournant aux côtés de la Norvège, suivie du Pakistan, de la Hongrie, du Brésil et du Paraguay. La semaine dernière, les obligations du Trésor américain sont passées de 1,3 % à 1,5 %.

Cependant, l'inflation pourrait en effet être transitoire. Seuls 235 000 emplois ont été créés aux États-Unis contre les 750 000 espérés, avec toujours presque 6 millions chômeurs, et les salaires ont augmenté de 4,3 %, ce qui est inférieur à l'inflation, et en août l'inflation aux États-Unis a été limitée à 0,3 %. Cependant, si le chômage diminue, les salaires augmenteront, ainsi que la consommation, menant à l'inflation, une augmentation des taux d'intérêt et, bien sûr, un choc sur le marché. L'inflation pourrait également être transitoire car l'automatisation pourrait remplacer en partie la main d'œuvre chinoise. L'inflation actuelle n'est pas due à un resserrement de la demande mais à un arrêt de l'offre, comme nous le savons, en particulier de marchandises coincées dans des goulots d'étranglement temporaires, comme dans la logistique, le bois, les semi-conducteurs etc., et à une augmentation des matières premières. Heureusement, si l'on peut dire, Delta ralentit la reprise et pourrait favoriser une attitude plus prudente de la Réserve fédérale.

Si cette inflation transitoire reste sous contrôle, les taux d'intérêt resteront bas, peut-être pour les dix ans à venir selon Olivier Blanchard, et ainsi les marchés boursiers pourraient rester sains. L'inflation, préoccupante en juin, n'est pas si importante par rapport à l'année précédente, qui était en baisse à cause d'une crise et qui est en augmentation car l'économie sort du gel profond qui la paralysait. Personnellement, je ne suis pas d'accord avec Larry Summers qui pense que nous vivons dans un scénario catastrophe menant à l'hyperinflation, et je ne suis pas non plus d'accord avec Nouriel Roubini qui anticipe une stagflation. Je ne prévois ni hyperinflation ni stagflation.

Les marchés financiers, comme nous le savons tous, sont le résultat de la croissance, de l'inflation, du taux de chômage et des taux d'intérêt, qui ont mené à une certaine bulle d'actifs, d'actions, d'immobilier et d'art. Cependant, cela pourrait nous rendre plutôt optimistes. Il s'agit en effet une certaine bulle. Les actions mondiales sont à présent à des valorisations très élevées selon le ratio de Shiller ajusté au cycle pour les cours/bénéfices. Les actions américaines sont valorisées à un multiple de 22 et les actions européennes à un multiple de 17. Ce décalage important pourrait diminuer à l'avenir à l'avantage des actions européennes.

Plusieurs gestionnaires de fonds craignent que les actions soient en surchauffe et que nous soyons au sommet d'une bulle. En fait, il ne fait aucun doute qu'il y a une bulle puisque le S&P 500 est à 30 % au-dessus de sa valeur de février 2020 et le Nasdaq à 50 % au-dessus. Tout dépend des perspectives des bénéfices des sociétés, de l'inflation et des taux d'intérêt. Si les résultats des entreprises restent forts et les taux d'intérêt bas, les prix des actions semblent raisonnables. La grande question est de savoir si les taux d'intérêt vont augmenter, quand et de combien. Les actions sont sensibles au niveau des rendements d'obligations, des rendements faibles augmentant évidemment l'attractivité des actions, et le seul investissement pour le moment étant – il n'y a pas d'alternatives – TNA.

Cependant, les risques sont toujours là : une nouvelle vague du virus ; une forte volatilité du marché qui entraîne une possible surréaction ; une crise financière en Chine, où 1 700 milliards ont déjà été perdus sur le marché boursier, en particulier dans les secteurs d'Internet et de l'immobilier ; une guerre dans les eaux territoriales chinoises à cause de Taïwan et d'autres risques géopolitiques ; l'effondrement de certains cours à cause d'inquiétudes environnementales ; le fractionnement des entreprises Internet américaines suite à des mesures antitrust ; une crise de dettes souveraines si les taux d'intérêt augmentent considérablement.

Malgré tout, j'ai relativement confiance dans les marchés financiers pour les raisons suivantes : avant tout, les taux d'intérêt élevés devraient augmenter régulièrement mais lentement à l'avenir de manière modérée ; les rachats augmentent actuellement, avec des prévisions de 500 milliards de dollars au cours du second semestre de l'année, favorisant les actionnaires plutôt que les détenteurs de dettes ; les fusions et acquisitions sont en plein essor grâce à des financements à long terme bon marché ; le taux de chômage est toujours supérieur à ce qu'il était avant la crise et, comme nous le savons, au moins pour le moment, les investisseurs continuent à acheter à la baisse.

En conclusion, grâce à une croissance robuste, une inflation modérée et des taux d'intérêt qui augmentent lentement, et grâce aux ajustements précis et continus des banques centrales, je ne m'attends ni à un boom ni à un crash, mais à des marchés en dents de scie, avec des hauts et des bas tous les jours comme cela a été le cas dans le passé et même cette semaine, ce qui n'était pas une bonne chose. En bref, je pense qu'il y aura une lente augmentation des marchés l'année prochaine, ou un léger plateau, mais nous sommes à un tournant et nous devons rester prudents.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup, Jean-Claude. Je trouve, comme vous l'avez dit, que vous êtes bien plus optimiste, tout en restant raisonnable bien sûr et en appelant à la vigilance dans tous les cas. C'était très intéressant et stimulant.