

JACOB FRENKEL

Président JPMorgan Chase International

Jean-Claude Trichet, ancien président, BCE

We turn now to the last but not the least point. We turn our attention away from Europe and look at what the central banks are doing globally and why they are doing it. We could not imagine a better speaker on this than Jacob Frenkel, who is leading our own meditation in our cherished group of 30. You have the floor.

Jacob Frenkel, président, JPMorgan Chase International

Merci beaucoup. J'aimerais que vous imaginiez – cela va être très facile – l'état d'esprit et la condition physique des personnes amenées à prendre des décisions sous pression. Nombre d'entre vous sont là depuis déjà onze heures et votre réponse à ma requête de discuter de ces aspects est sans doute : « Laissez-nous sortir d'ici. » Je peux vous dire que les banques centrales qui ont dû gérer ces questions au pire de la crise ont dû le faire pendant plus de onze heures et que la pression était nettement plus élevée. C'était l'ambiance qui régnait.

On m'a demandé de parler de ce qu'on appelle « mesures politiques non conventionnelles ». Quand on évoque ces mesures, on a à l'esprit un ensemble de mesures conventionnelles qui servent de référence pour déterminer que d'autres mesures sont non conventionnelles. C'est un point très important. Cela signifie que nous avons comme référence conceptuelle un ensemble des mesures conventionnelles par rapport auxquelles nous définissons et analysons les mesures non conventionnelles.

Pourquoi les décideurs politiques ont-ils dû faire appel aux politiques non conventionnelles alors que nous disposons de cette référence ? Parce que les circonstances étaient tout sauf conventionnelles et que les outils politiques conventionnels n'étaient pas disponibles. Plus spécifiquement, les déficits budgétaires étaient très élevés et la dette publique avait beaucoup augmenté. Parallèlement, des taux d'intérêt déjà proches de zéro empêchaient la politique monétaire de s'assouplir davantage par le biais d'une réduction des taux d'intérêt. Ces circonstances ont nécessité l'adoption de mesures non conventionnelles. L'idée était que, lorsque la situation se normaliserait, les décideurs politiques reviendraient aux mesures conventionnelles. C'est une dimension importante car elle rappelle que s'écarter radicalement de la norme était considéré comme un acte temporaire, comme un détour plutôt que comme un nouveau paradigme. Bien entendu, plus ce « détour temporaire » se prolonge, plus l'incertitude croît à l'égard de son caractère réellement temporaire ou au contraire à l'égard de l'émergence d'un nouveau paradigme. Comme le dit l'adage, « rien n'est plus permanent qu'une mesure temporaire ». Afin de convaincre le marché que les mesures non conventionnelles sont temporaires, les décideurs politiques doivent rappeler en permanence au marché que tel est le cas et que les mesures conventionnelles vont redevenir la règle quand la situation sera redevenue normale. Cette perspective est très importante à l'heure où nous discutons de l'incertitude qui domine dans le système financier mondial.

Pourquoi le besoin s'est-il fait sentir de recourir à des mesures non conventionnelles ? Deux raisons à cela. La première a été que les autres volets macropolitiques, à l'instar des politiques fiscales, étaient déjà surexploités. Nous avons commencé la crise en reconnaissant que le système présentait un effet de levier excessif. C'était vrai pour tout le monde, le secteur des entreprises, le secteur financier, les ménages et les pouvoirs publics. La liberté d'augmenter l'effet de levier du secteur financier était par conséquent limitée même si les pouvoirs publics ont augmenté leur levier de manière significative afin de lutter contre les tendances récessionnaires. Ainsi, le volet fiscal était déjà surexploité. Sur le plan monétaire, il est judicieux de rappeler qu'avant la crise, les taux d'intérêt globaux étaient très différents d'aujourd'hui. Nous avons des taux de l'ordre de 5 % à 6 % dans certains pays et de 4 % à 5 % dans d'autres. C'était ce qu'on considérait comme « normal ». Tous les taux d'intérêt à l'heure actuelle sont beaucoup plus proches de zéro. Les chiffres dont nous parlons sont de l'ordre de 0,25 % dans la zone Euro, de 0,5 % au Royaume-Uni, de 0,1 % au Japon et de 0,25 % aux États-Unis. Puisque les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être négatifs, ils ont pratiquement

atteint la « limite zéro ». Par conséquent, le canal de stimulation de la demande par le biais d'une réduction complémentaire des taux d'intérêt n'était pas disponible.

C'est dans ce contexte qu'ont été introduites des mesures non conventionnelles pour élargir la politique monétaire, d'où les différents assouplissements qualitatifs et quantitatifs. Leur ampleur a été considérable. Si nous calibrons le volume du bilan de la Réserve fédérale à 100 en juin 2007, nous en sommes aujourd'hui (décembre 2013) à 450, soit une augmentation énorme, qui s'est produite en trois phases– la première phase, Assouplissement 2 et 3, et plus récemment l'Assouplissement 3 qui a été très important.

L'impression demeure que toutes les banques centrales ont adopté des modes expansionnaires similaires. Des nuances les différencient néanmoins. La Banque centrale européenne (BCE) a augmenté de manière significative le volume de son bilan, mais cette expansion a déjà commencé à s'inverser. Son bilan se réduit depuis un an ou peut-être même un peu plus longtemps. L'une des raisons qui expliquent cette évolution, est que les banques qui ont emprunté à la BCE ont décidé de rembourser certains de ces emprunts. Si nous calibrons le volume du bilan de la BCE en 2007 à 100, il s'élève aujourd'hui à 190 environ (contre 450 pour la Réserve fédérale américaine). Le Japon a lui aussi adopté des assouplissements qualitatifs et quantitatifs associés aux abenomics. Si nous calibrons le bilan de la Banque du Japon à 100 en juin 2007, le chiffre s'élève aujourd'hui à 225.

Le bilan de la Réserve fédérale représente environ 25 % du PIB américain. Celui de la BCE environ 24 % du PIB européen. Celui de la Banque du Japon est proche de 50 % du PIB du pays. Toutes les banques centrales se sont par conséquent engagées dans l'expansion, mais à des degrés variés. Quand on parle de liquidités dans le monde, le volume du bilan des États-Unis s'élève à environ 3,9 trillions de dollars. Celui de la BCE à 3,1 trillions de dollars US et celui du Japon à 2,1 trillions de dollars US. Réunis, les bilans de ces trois banques centrales représentent désormais près de 10 trillions de dollars US. L'amplitude de cette expansion est gigantesque et sans précédent.

Nous nous concentrons beaucoup sur le volume du bilan mais les mesures non conventionnelles ne se manifestent pas seulement dans la taille du bilan mais aussi dans sa composition. En 2007, avant la crise, 95 % des actifs du bilan de la Réserve fédérale étaient des obligations du Trésor à court terme. C'était la norme pour une banque centrale. Ces actifs sont très liquides et à relativement court terme. Étant donné que le marché pour les bons du Trésor à court terme est très profond, et que ces actifs sont très liquides, ils peuvent être rapidement vendus sans poser trop de difficultés. L'impact de ces ventes s'étend à tout le système économique et ne se limite pas à un secteur spécifique. C'était le concept traditionnel de la politique monétaire : une politique agrégée conçue pour avoir un impact sur la macroéconomie plutôt que des impacts sectoriels spécifiques. Dans ce cadre conventionnel, les politiques sectorielles étaient déléguées aux outils des politiques fiscales. Tel était le contexte dans lequel s'inscrivait la très grande proportion d'actifs de la Fed détenue sous forme de bons du Trésor en juin 2007 (avant la crise). A contrario, fruit de la crise et de l'adoption de politiques non conventionnelles, la composition des actifs de la Réserve fédérale a considérablement évolué. En juin 2010, un instantané de son bilan révèle qu'environ 60 % des actifs étaient des titres hypothécaires. Le poids des bons du Trésor avait été réduit à un tiers environ du bilan.

La Réserve fédérale a acquis ces titres, pour certains toxiques, afin de fournir des liquidités au système bancaire qui les détenait. Une distinction s'est ainsi faite entre les deux concepts : le coût du crédit, à savoir les taux d'intérêt, qui étaient déjà proches de zéro, et la disponibilité du crédit. L'objectif des assouplissements qualitatifs et quantitatifs était de fournir des liquidités au système bancaire. Aujourd'hui (décembre 2013), la composition des actifs de la Réserve fédérale affiche un léger retour à la normale – la part des bons du Trésor est remontée à environ 50 % du bilan et celle des titres hypothécaires a chuté à environ 40 % du bilan. Je l'ai dit, le volume du bilan a toutefois continué d'augmenter. Il reste ainsi beaucoup de chemin à parcourir avant de revenir à la normalité.

La composition des actifs de la BCE est elle aussi préoccupante. En 2007, près de 70 % du bilan se composaient de titres de refinancement à court terme de courte durée (moins d'un mois). En réaction à la crise, la BCE a augmenté considérablement la durée de ses actifs. Les opérations de refinancement à long terme ont augmenté pour représenter plus de 95 % du bilan de la BCE. Autrement dit, chaque banque centrale a modifié le volume et la composition de son bilan. C'est la manifestation la plus importante de ces mesures non conventionnelles. La BCE a également abaissé les normes collatérales nécessaires pour emprunter, et a par conséquent modifié le profil risque de ses actifs.

En outre, afin de clarifier leurs intentions politiques, les autorités monétaires ont adopté une stratégie d'orientation prospective sur les taux d'intérêt. Elle a été utilisée pour adresser un message clair aux marchés, que la ligne de politique monétaire assouplie ne s'inverserait pas à court terme. Ainsi, la Banque d'Angleterre a déclaré qu'elle n'augmenterait pas les taux d'intérêt tant qu'un certain taux de chômage ne serait pas atteint et, même dans ce cas, les taux pourraient ne pas augmenter. Une stratégie du même type a été élaborée par la Réserve fédérale qui est allée encore plus loin pour dire clairement que, même si le chômage baissait sous le seuil indiqué, cela n'impliquerait pas que la Fed dévie automatiquement de sa position exceptionnellement arrangeante, étant donné qu'elle aurait besoin d'analyser les causes spécifiques de cette baisse du taux de chômage. Parmi les facteurs qui devront être analysés, il y aurait les changements dans la participation au marché du travail, la distinction entre le temps partiel et le plein-temps, etc. En résumé, si la stratégie d'orientation éclaire les intentions de l'autorité monétaire, elle ne propose pas de date ou de valeur spécifique du seuil qui déclenchera un changement de la position de la politique monétaire.

Pour l'heure, les taux d'intérêt réels dans la majeure partie du monde industrialisé sont négatifs depuis relativement longtemps. Ce qui est une aberration étant donné que cela induit des distorsions. Les banques centrales ont souligné à maintes reprises qu'elles ne peuvent résoudre les problèmes structurels de l'économie. Elles apportent de l'oxygène aux autres acteurs pour qu'ils fassent leur travail du côté fiscal, sur le volet structurel, l'amélioration des conditions du marché du travail, etc. Une fois que les autorités monétaires reconnaîtront que le système financier est suffisamment solide et que la reprise prend forme, elles seront en mesure de diminuer progressivement leur mode expansionnaire. Cela doit être considéré par les marchés comme une « bonne nouvelle », qui démontrera que le patient peut quitter les soins intensifs pour rejoindre le centre de rééducation. Une fois que la Fed diminuera ses politiques expansionnaires, les implications se feront sentir dans le monde entier. La Réserve fédérale doit-elle prendre en compte les conséquences internationales de ses actions et éventuellement retarder les actions politiques qui devraient sinon être mises en place ? Concrètement, il est difficile d'imaginer que la Fed dévie de son mandat afin de prendre en compte explicitement des considérations étrangères. L'un des avantages du cadre d'orientation sur les taux d'intérêt proposé par la Fed est que les autres pays peuvent anticiper et planifier ses futures actions.

Ma dernière remarque concerne la supervision des banques. L'une des conséquences de la crise récente est la reconnaissance que la solidité du système bancaire est un composant critique du système économique dans son entier et que la supervision des banques joue un rôle central dans cette solidité. Le cadre institutionnel au sein duquel la fonction de supervision des banques doit opérer est matière à débat. Je pense que l'expérience récente aide à répondre à cette question. Étant donné que la Banque centrale doit avoir la capacité de réagir très rapidement aux nouveaux développements et qu'elle doit avoir des informations en temps voulu et fiables sur le secteur bancaire, on peut considérer à raison que la responsabilité de la supervision des banques devrait relever de la Banque centrale.