

JACOB FRENKEL

Président de JPMorgan Chase International et président du conseil d'administration du Groupe des Trente (G-30), ancien gouverneur de la Banque d'Israël

Arthur RUTISHAUSER, rédacteur en chef, *SonntagsZeitung*

M. Frenkel, vous regardez sans doute ceci avec un œil plus extérieur, d'un point de vue américain, et si on demande aux Américains, ils ne comprennent pas vraiment comment les Européens ont tenté de gérer la crise avec le Pacte de stabilité et les autres mesures liées. Ils ont toujours dit que cela ne marcherait pas, et au final ils ont eu raison ; cela n'a pas marché et les banques européennes ont fait autre chose. Que pensez-vous de l'intervention de M. Trichet ?

Jacob FRENKEL, président de JPMorgan Chase International et président du conseil d'administration du Groupe des Trente (G-30), ancien gouverneur de la Banque d'Israël

Vous demandez à la mauvaise personne, car je suis connu comme quelqu'un qui est normalement tout à fait d'accord avec lui, donc vous ne pourrez pas créer de fossé ici. Ma première remarque est que le projet européen, dans sa dimension historique, est l'un des plus gros projets de l'humanité moderne, car il a des implications bien plus larges que la monnaie. Souvenez-vous du contexte dans lequel tout cela a été lancé juste après la Seconde Guerre mondiale. Il y avait du scepticisme et certains sont toujours sceptiques mais avec le temps, les gens savent maintenant que cela fait partie du décor et le décor ne changera pas, même si on peut laver les vitres et mettre une couche de vernis.

Laissez-moi revenir cependant sur un sujet précédent, car nous ne tarissons pas d'éloges, et à juste titre, quant à la réponse initiale face à la crise, quand les banques centrales et les gouvernements ont, en quelque sorte, sauvé la situation. Cependant, il y a deux aspects à toute solution. Tout d'abord, il y a la diminution des retours. QE1 fut efficace, QE2 fut efficace mais moins que QE1, QE3 fut efficace mais moins que QE2, etc. Nous avons eu une situation où les taux d'intérêt ont été proches de 0 sur une très longue période. Il y avait une bonne raison à cela au départ, et maintenant il est temps de se demander s'il y a des conséquences imprévues que nous devons prévenir afin d'assurer le sauvetage du système de façon permanente.

De plus en plus de parties comprennent et réalisent qu'une grande partie du débat sur la normalisation concernait le coût de la normalisation, et bien sûr si vous discutez du coût de la normalisation, la tendance est de la retarder à cause dudit coût. Une discussion plus équilibrée aujourd'hui devrait également inclure le coût du retard dans la normalisation. Quels sont les coûts typiques ? Les marchés financiers sont si importants dans l'ère moderne et les rendements sont proches de zéro, ce qui fournit des motivations à tout le monde pour chercher des rendements ailleurs, or un tel comportement conduit typiquement à des situations qui sont plus risquées – les plus gros rendements viennent de plus grands risques – et normalement ils viennent de zones qui sont moins régulées, donc du point de vue du système, le risque est plus élevé.

Nous savons également que les avoirs, en particuliers sur les marchés immobiliers, sont enflés artificiellement si les taux d'intérêt sont trop bas trop longtemps. Les bulles surviennent quand les taux d'intérêt sont bas, pas quand les taux d'intérêt sont hauts. Ce sont des faits connus. Cependant, si vous sentez que l'économie se normalise, alors il est opportun de dire que les politiques sont en normalisation. Je peux parler des Etats-Unis, et ce n'est pas un secret. La Réserve fédérale américaine a déclaré très clairement qu'elle observe trois éléments afin de décider quoi faire. Le premier, c'est ce qui arrive à la croissance, et sur cet aspect, la croissance s'est sensiblement améliorée. Il n'y a aucun doute que la croissance a repris aux Etats-Unis. Y-aura-t-il moins de croissance que dans les décennies précédentes ? Oui, et il faut l'espérer car la croissance précédente n'était pas saine, donc en termes de croissance, vous pouvez cocher la case et dire qu'on est prêt pour la normalisation.

Le deuxième critère concerne les marchés de l'emploi. Il y avait 10 % de chômage aux Etats-Unis il y a quelques années, nous sommes à présent à 5 %. La durée de chômage diminue. Le taux d'activité, bien sûr, est un peu bas, mais dans l'ensemble, tous les résultats du marché de l'emploi réussissent à convaincre la plupart des observateurs qu'on peut cocher la case et qu'on est prêt à normaliser. Le troisième élément qu'observe la Réserve fédérale est ce qui arrive à la pression tarifaire et salariale, et là l'inflation actuelle est très basse, bien que même hier, les chiffres aient montré une légère reprise. Cependant, les banquiers centraux n'ont pas besoin d'observer l'inflation d'aujourd'hui, qui mesure les événements d'hier ; ils ont besoin d'observer l'inflation de demain. De nombreux arguments ont été présentés sur le fait qu'une des raisons de la basse inflation des prix à l'heure actuelle aux Etats-Unis est qu'elle reflète une chute aigüe des prix des matières premières, qui s'étend dans le temps mais va s'évaporer, et un changement aigu du dollar américain, qui est aussi temporaire par essence et est déjà en train de se corriger.

Par conséquent, au final, nombreux sont ceux qui pensent que la troisième case, la pression tarifaire et salariale, est soit neutre, soit à supprimer, et c'est pourquoi tout le monde parle de décembre d'un moment de changement. Laissez-moi présenter un argument. Lorsque nous nous rencontrerons ici l'année prochaine pour discuter de la hausse des taux aux Etats-Unis, que ce soit en décembre, février, ou l'an dernier, ce n'est pas la date qui fera l'histoire, car ce n'est pas essentiel. On parle de 25 points de base quand on part environ de la distance zéro sur le long terme. Cependant, le problème, c'est la stratégie et le début du voyage. Les acteurs financiers n'hésiteront pas à augmenter les taux d'intérêt de 25 points de base, mais ils demandent, et avec raison, si c'est le moment de démarrer le voyage, la série de hausses graduelles étalées sur le temps. Il y a de plus en plus de discussions sur le mois de décembre à venir, et cela sera sans doute la bonne décision, mais le problème est que cette évolution reflète un changement dans la discussion, qui passe de la normalisation au coût du retardement de la normalisation et à la recherche d'équilibre.