

Escroquerie à la Réserve fédérale : de Bernanke à Bernankoff ?

Dans un post récent, nous émettions des doutes sur la politique financière des USA ; les achats de bon du Trésor des USA nous servaient à exprimer de lourdes interrogation sur les acheteurs des bons émis, la thèse de l'achat en sous-main des titres nous paraissait plausible. La démarche que nous avons initiée est poursuivie ici en prenant pour base un examen serré des comptes de la Réserve fédérale (FED). Ces comptes donnent lieu à de sérieuses interrogations sur la politique menée par la F.E.D. Ces doutes concernent deux éléments : d'une part la sincérité des émissions de titres de dette par le gouvernement américain - qui est sujette à caution -, d'autre part un possible soutien au secteur immobilier via les opérations de rachat de créances titrisées des GSE Fannie mae et Freddie Mac. Si notre lecture est vraie, la FED sortirait de ses domaines d'attribution depuis l'arrivée de l'administration Obama avec des risques colossaux pour l'économie mondiale.

L'examen qui suit ne doit surtout pas être pris pour « argent comptant ». Nous formulons des hypothèses de lecture en les étayant pas un examen précis des comptes de la FED. Nous ne prétendons en aucune manière dire le fin du fin de la politique financière des USA. Il ne faut pas plus voir dans les suppositions que nous formulons une énième expression de la théorie du complot ; les USA sont au cœur d'une tourmente pouvant laisser libre cours à des collusions entre acteurs financiers - privés et publics – afin de mettre en place des opérations douteuses de sauvegarde de l'économie américaine. On formulera simplement les raisons pour lesquelles la politique de la FED pourrait avoir pris une direction inusitée dans un contexte historique exceptionnel.

Pour construire notre argumentation, nous avons utilisé deux documents : Les "Flow of Funds account Z.1" de la FED, tableau F. 108 et L. 108, Monetary Authority et les "Factors Affecting Reserve Balances H 4.1" de la FED, december 17 2009. Les données du quatrième trimestre qui figurent plus haut dans les graphiques sont extraites et compilées à partir du document H 41 de la FED. Tous les chiffres des tableaux sont en Md de \$.

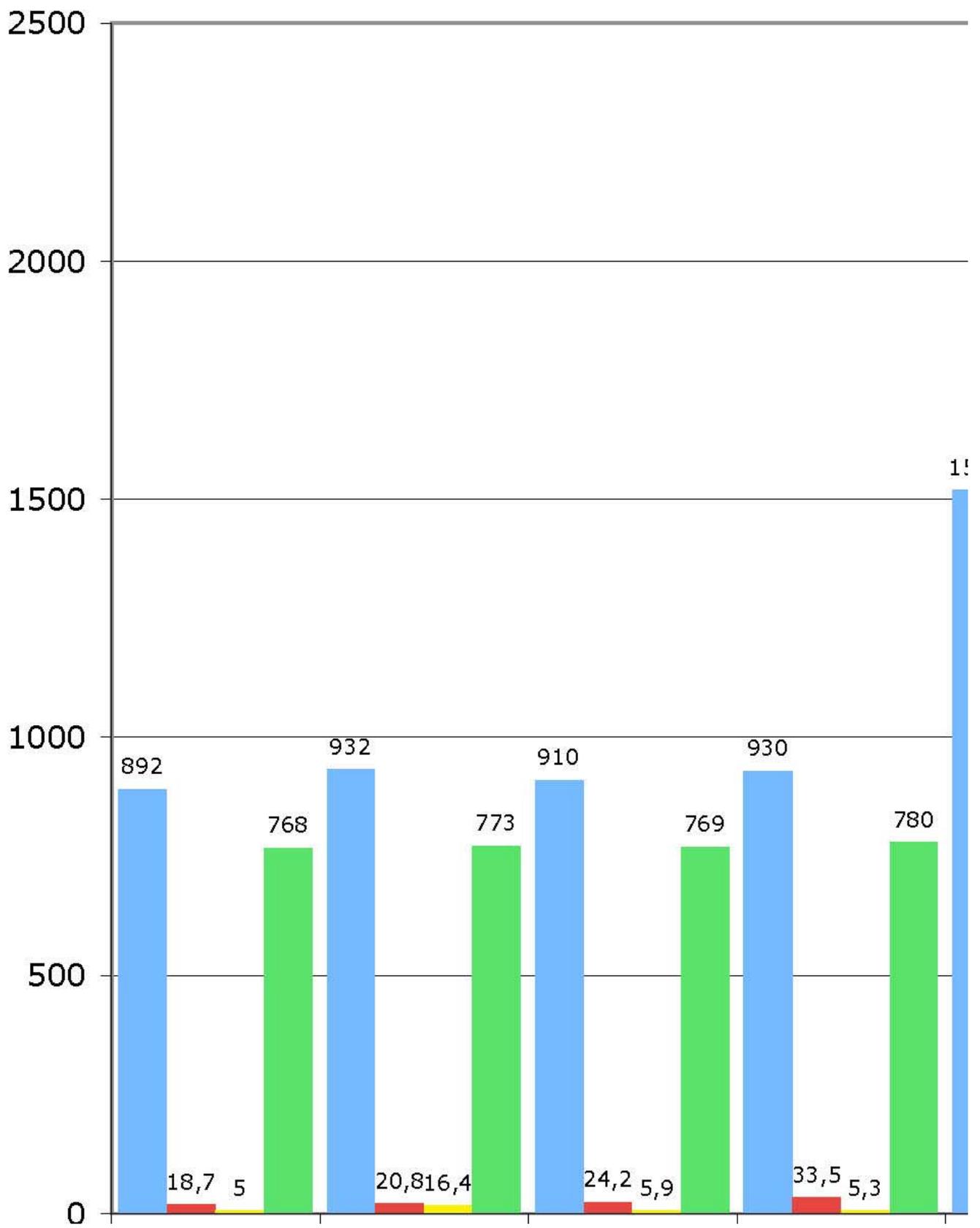
L'examen des comptes de la FED peut se diviser en deux : le passif de la FED correspondant à la couverture financière de ses opérations, ces opérations elles-mêmes qui constituent ses actifs. Le plan que nous suivrons est donc simple, l'examen des couvertures sera suivi de celui des actifs de la F.E.D. Ce sont les actifs qui constitueront la matière de nos investigations. Au final, nous replacerons notre lecture des comptes de la FED dans le cadre de la politique générale de l'administration Obama.

A – La couverture financière de la Reserve fédérale ou le passif de la FED

Confrontée à la plus grave crise financière depuis la grande dépression, la FED a du au troisième trimestre 2008 accroître brutalement ses capacités de financements pour faire face à un assèchement du crédit et à une crise de liquidité de nombreux établissements financiersinsolvables. L'ouverture des vannes de la FED a donc nécessité des moyens de financement extraordinaire qui lui ont été fournis par trois grandes sources. Nous les classons par ordre d'importance croissant.

Le bilan de la Reserve fé

H.4.1. Factors affecting R



1° La création de monnaie (Currency) par le Trésor et sa diffusion par la FED a été une première source de financement. C'est à dater de T-3 2008 que cette expansion s'est produite, elle s'est poursuivie jusqu'à ce jour. Deux remarques techniques s'imposent : a) l'expansion de la masse de monnaie fiduciaire n'implique pas d'effets inflationnistes, une large partie de la monnaie émise est exportée ; b) la création monétaire a joué un rôle modeste dans la couverture financière des opérations de la FED.

2° Le deuxième moyen de financement a été le Trésor qui a apporté une contribution très sensible à dater de T-3 2008. De nombreuses opérations du Trésor étant gérées par la FED, ce sont les dépôts du Trésor à la FED (Treasury General Deposit Account) qui ont fourni une centaine de milliards de \$ de fonds supplémentaires. Mais c'est essentiellement un transfert exceptionnel du Trésor qui a fortement contribué à donner à la FED les moyens financiers dont elle avait un besoin urgent. Un compte temporaire et supplémentaire de financement du Trésor (Treasury temporary supplementary financing account) a été utilisé, ce compte a été abondé par le Trésor à hauteur de 299 Md de \$ au T-3 2008 ; il est retombé à 164 Md de \$ au T-3 2009. D'où sur notre graphique une baisse régulière de la contribution du Trésor à dater de T-2 2009.

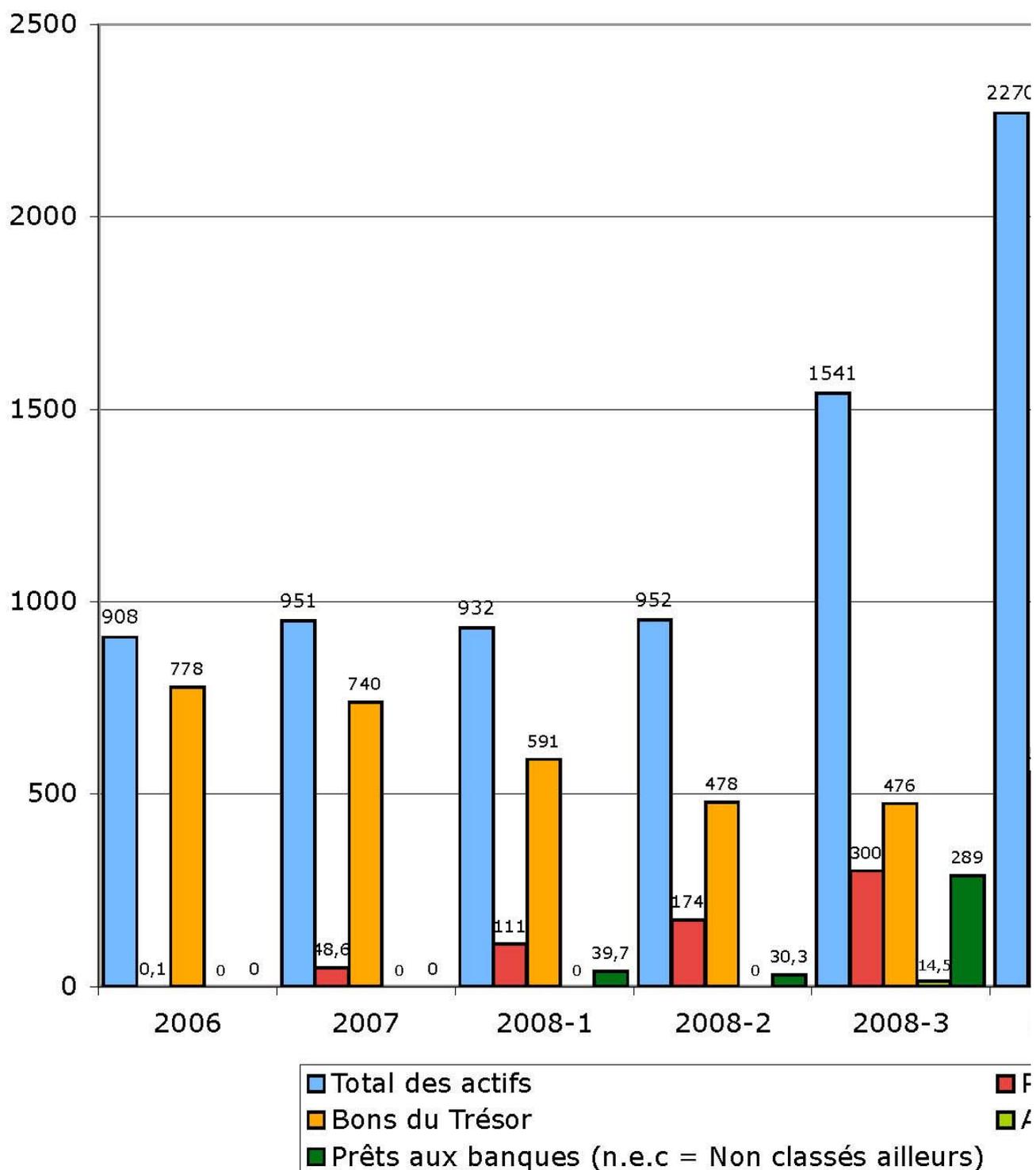
3° La dernière contribution est celle des fonds des institutions financières de Réserve, ces fonds sont constitués par les entreprises financières qui sont tenues de déposer des fonds à la FED. La contribution des institutions de Réserve a été la source essentielle du financement des opérations de soutien au secteur financier. Les institutions financières ont ainsi apporté des fonds considérables pour permettre à la FED de prêter aux entreprises du secteur financier en difficulté. Ces fonds n'ont cessé d'augmenter en volume : ils sont passés de 33,5 Md de \$ au T-2 2008 à 1070 Md de \$ au T-4 2009. Leur croissance est continue jusqu'à aujourd'hui à l'exception d'une brève période de baisse au T-2 2009. Là encore, cette croissance rend peu crédible la menace inflationniste résultant du remboursement des prêts des banques à la FED, la diminution des capitaux - mis en réserve à la FED - exerçant un effet inflationniste par leur retour massif dans la sphère du crédit. Les remboursements qui se sont produits n'ont pas empêché la FED de continuer à emprunter, ce qui diminue fortement le risque inflationniste.

C'est ainsi que la majeure partie de la croissance des financements de la FED a été assurée depuis le début de la crise. La couverture financière de la FED a augmenté de 1346 Md de \$ de 2008-T2 à aujourd'hui. Une somme qu'il faut rapprocher de la croissance de la dette financière des USA de plus de 2700 Md de \$ durant la même période pour mesurer l'accroissement vertigineux des dettes publiques des USA.

B – Les actifs de la Réserve fédérale.

Examiner les actifs de la FED, c'est de poser une question élémentaire : qu'est-ce que la FED a fait avec tout l'argent qu'elle a reçu du Trésor et des entreprises financières.

Les Actifs de la Réserve H.4.1 Factors Affecting Reserve b



1° Les prêts aux banques – les actifs simples

Les prêts aux banques peuvent se diviser en deux grands groupes.

a) Les prêts consentis aux banques au travers du mécanisme de la discount window sont des prêts accordés directement par la FED aux banques qui en font la demande. Ces prêts ont été fournis au travers de diverses procédures : le Term Auction facility et les primary, secondary et seasonal credit.

b) D'autres prêts ont été accordés au travers de toute une série de dispositifs ad hoc regroupés sous le vocable de Prêts aux banques n.e.c. Ce sont les prêts accordés au travers du programme TALF (Term Asset-backed Loan Facility) dont les contreparties ont été des produits financiers gagés, les hedge funds en difficulté ont aussi pu en profiter. On y trouve encore les programmes destinés à des prêts aux primary dealers (grande banques US et étranagère) plaçant les bons du Trésor (Primary Dealers Credit facility = PDCF) auxquels ont eu accès les dealers and brokers jouant le même rôle. Les prêts spécifiques destinés au sauvetage de Bear Sterns (Maden Lane LLC) ou d'A.I.G (Maiden lane I, II III) forment une autre partie des prêts de la FED. Il reste à y ajouter le programme de prêts mis en place par le mécanisme des commercial Paper Fund facility LLC.

Notons que les prêts aux banques ont commencé à se développer fortement dès 2007, ils ont atteint leur point d'orgue de T-3 2008 à T-1 2009, ils ont entamé une décline régulière depuis. Le montant des actifs de la réserve fédérale en T-4 2009 montre que le secteur financier a passé la crise. En restreignant le crédit et en capitalisant les amortissements de ses encours de crédit, il a pu rembourser à une vitesse stupéfiante les prêts massifs qu'il a reçu durant la phase aigue de la crise.

L'interprétation des prêts au secteur financier nous permet de parler d'actifs simples.

2° Les prêts aux GSE et agences américaines.

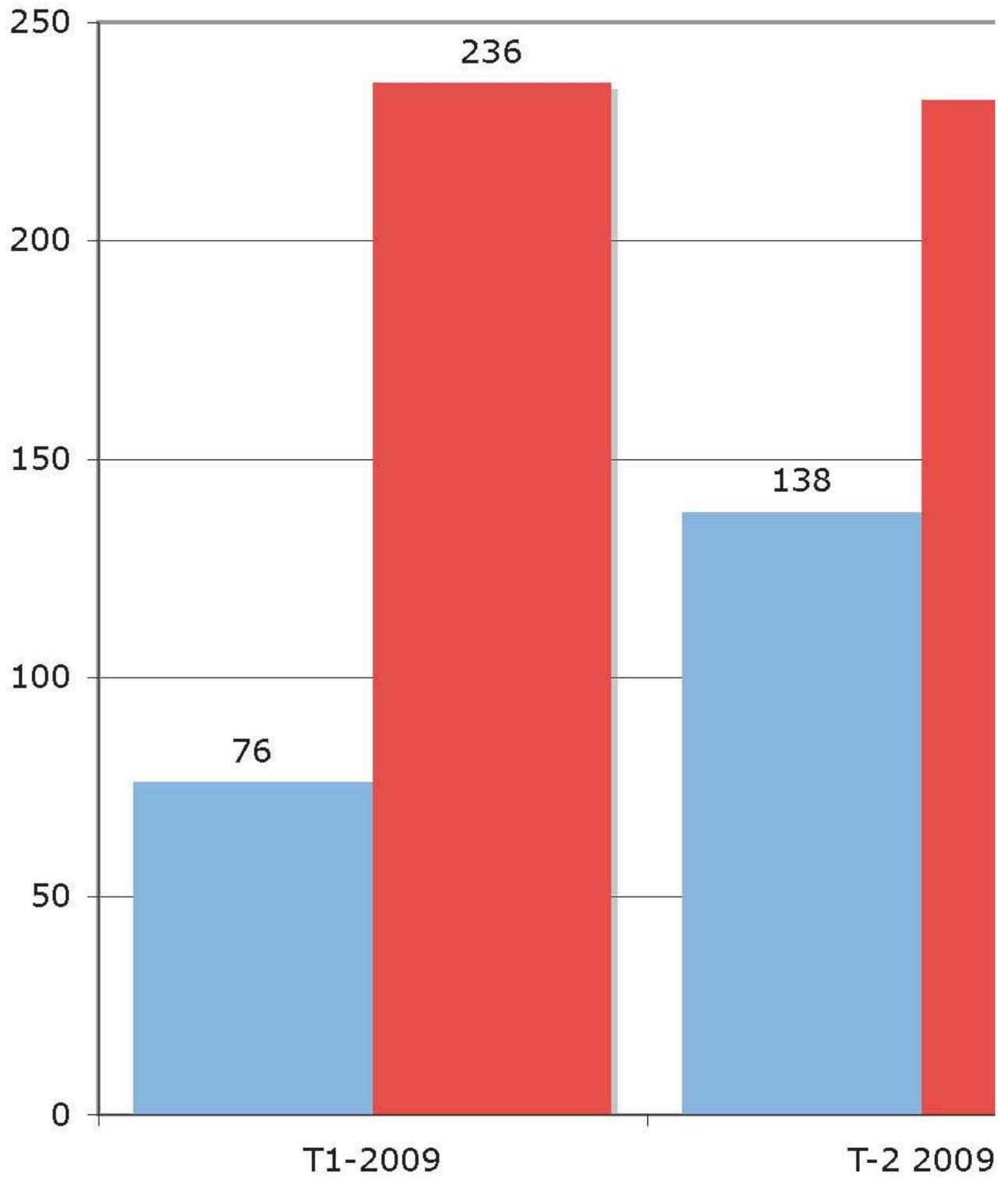
Les actifs des agences et des GSE détenus par la FED constituent un problème autrement plus compliqué. Remarquons tout d'abord qu'au plus fort de la crise, à l'automne 2008, la FED ne se porte pas au secours de Fannie mae et de Freddie Mac. C'est le Trésor des USA qui s'en charge. En revanche, dès l'arrivée au pouvoir de l'administration Obama tout change. La FED achète des actifs des agences et des GSE en volumes de plus en plus importants. Ces actifs passent de 19,7 Md de \$ au T-4 2008 à 1058 Md de \$ au T-4 2009, soit une progression de plus de 1000 Md de \$ en l'espace d'une année. C'est tout simplement énorme.

La question qui se pose naturellement est de déterminer quelle est la politique de la FED en la matière. Un chiffre permettra de débroussailler la question : sur les 1058 Md de \$ d'actifs des agences et des GSE détenus par la FED au 17-12-2009, 157 Md sont des actifs des agences américaines et 901 milliards de \$ sont constitués par les actifs titrisés (Mortgage Backed securities ou MBS) des GSE Ginnie Mae, Freddie mac et Fannie Mae spécialisés dans les crédits immobiliers hypothécaires. Le doc H 41 de la FED précise qu'il s'agit d'actifs garantis par Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae, leur prix est égal la valeur courante du principal des crédits hypothécaires titrisés.

Nous devons manifester une certaine perplexité devant de tels chiffres. Le total des crédits titrisés des GSE américaines Fannie Mae et Freddie mac était de 4000 Md de \$ en 2008 – Ginnie Mae en comparaison est un nain. La Réserve fédérale aurait donc acheté près du quart du portefeuille de créances anciennes titrisées de ces deux GSE en 2009. Cela ne fait pas sens !!! La crise immobilière n'a jamais atteint un tel degré de virulence.

Nous avançons pour notre part une réponse beaucoup plus simple : la FED ne dit pas si les créances MBS, garanties par les GSE et achetées par ses soins, sont des créances titrisées anciennes ou des créances titrisées nouvelles. Au niveau où se situent ses engagements, nous faisons l'hypothèse, ô combien plausible, que la FED acquiert pour partie des créances titrisées nouvelles des GSE pour arrêter la dégradation du prix des logements et du marché immobilier aux USA. Il s'agit au travers de cette politique d'achat massif de garantir la fluidité du circuit parapublic de vente des biens immobiliers connaissant les étapes suivantes : placement de crédit hypothécaire par les Brokers and dealers (soutenus par la FED) ou les banques auprès des particuliers, (r)achat par les GSE des créances, titrisation sous forme de Backed-Mortgage-Pools des créances hypothécaires. Quant aux créances anciennes titrisées par les GSE, la FED pourrait racheter les créances revendues en gros volume par leurs détenteurs étrangers pour éviter l'effondrement de leur prix. L'estimation des créances présentes dans les actifs de la FED à la valeur faciale de leur principal paraît confirmer cette approche. Les données récentes des évolutions de l'immobilier américain recourent cette hypothèse : le marché immobilier américain n'a repris de couleur en 2009 qu'en raison de la tritrisation des créances par les GSE, le crédit bancaire restant hors-jeu.

Titrisation des GSE et Progression (Croissance exprimée %)



■ A - La Titrisation des GSE (F-125 FFA FRB T)

On peut montrer grossièrement la part des achats de créances nouvelles en comparant la titrisation des GSE avec la progression des MBS détenus par la FED. Cette comparaison permet de montrer que la titrisation des GSE (dominée à près de 100 % par l'immobilier résidentiel) est toujours inférieure aux achats des MBS des GSE par la FED. Cette comparaison illustre la thèse que nous défendons : la FED a acheté un mixte de MBS anciens et de MBS nouveaux pour soutenir le secteur de l'immobilier et la valeur des MBS des GSE dont un grand nombre d'investisseurs américaines et étrangers étaient en train de se défaire. Il suffit pour s'en convaincre de faire une lecture assidue du Tableau F. 210 du FRB FFA que peut préciser le FRB FFA F. 124 du T-3 2009.

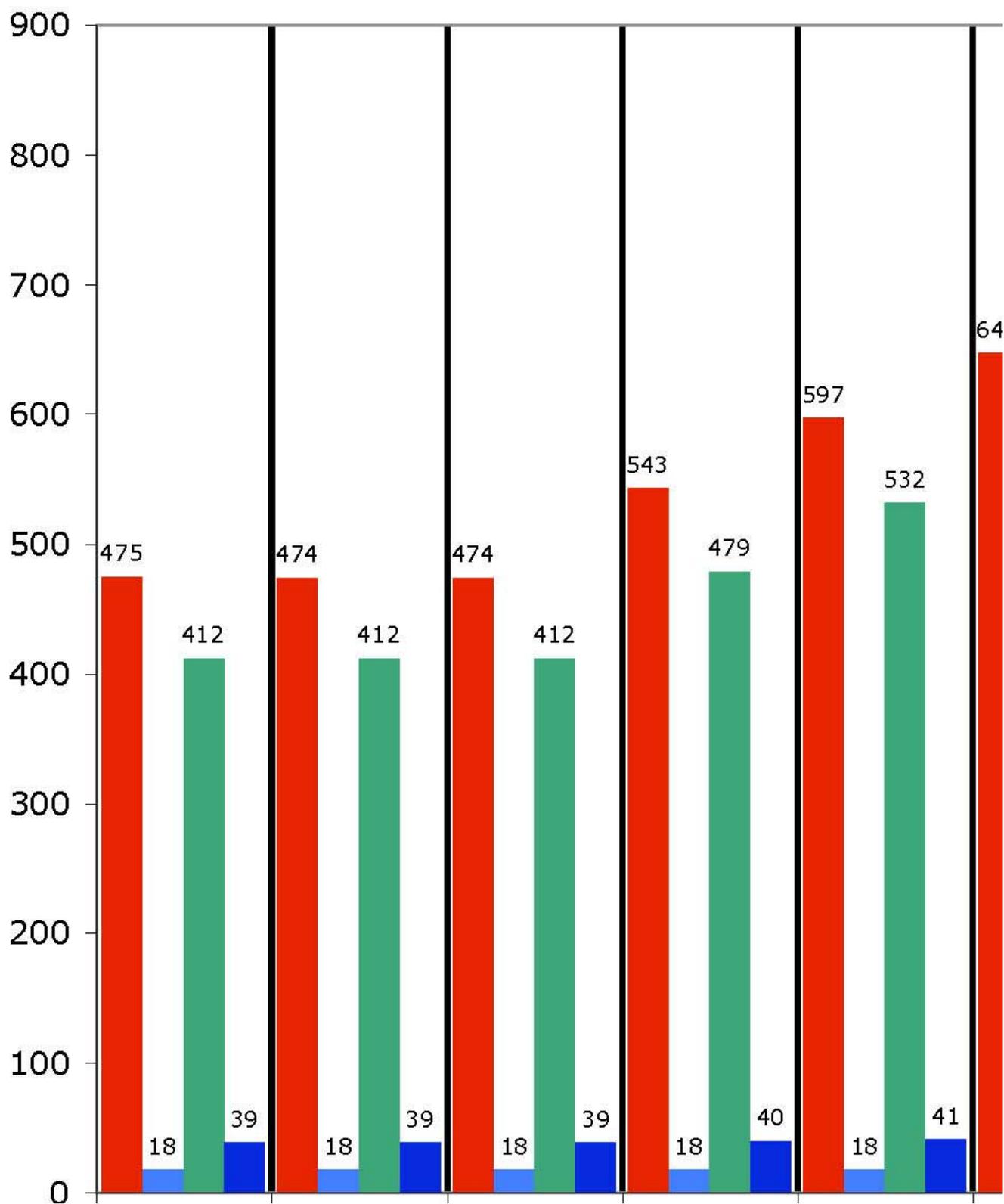
Si cette lecture est vraie (et je n'en vois guère d'autre) alors la F.E.D rachète des actifs à « l'économie réelle » pour soutenir un secteur dont l'importance pour la croissance américaine est fondamentale. Ce faisant, la F.E.D sort très largement de son rôle : elle devient en dernière analyse une « banque immobilière » par ailleurs protectrice du circuit parapublic de la titrisation des crédits immobiliers hypothécaires. Et, il ne faut surtout pas s'attendre que la FED garantisse les pertes des GSE en rachetant leur MBS. C'est le Trésor qui couvre les pertes avec une ligne de crédit de 200 Md de \$, passée à 400 Md de \$ sous l'administration Obama.

Ce qui est essentiel dans les achats de la FED, c'est que les achats portent sur des MBS anciens et nouveaux. La FED apporte donc un soutien aux émissions anciennes et présentes des GSE, soutien qui paraît se retrouver dans ses achats de bons du Trésor.

3° Les achats de bons du Trésor.

Les bons du Tré

H.4.1 Factors af



a) Premier constat : des émissions troubles.

Nous pouvons dorénavant aborder la question de l'achat des bons du trésor par la FED. De prime abord cette politique d'achat peut se justifier par un argument simple : la FED reconstitue un portefeuille de bons du Trésor à la hauteur des volumes de titre détenus en 2006-2007. Pour disposer de liquidité, la FED a en effet vendu des bons en 2008, les bons détenus sont passés de 740 Md de \$ au T-4 2007 à 475 Md de \$ au T-4 2008, soit une baisse de 265 Md de \$. Ils sont depuis lors remontés à 776 Md de \$, soit une hausse de 301 Md de \$.

La question qui se pose est de déterminer si la reconstitution de ce portefeuille de bons du Trésor est urgente et indispensable ? C'est plus que douteux. En période de crise, les opérations d'Open Market n'ont pas besoin de bons du Trésor en très gros volume : 475 md de \$ sont suffisants. D'autre part, ponctionner des liquidités sur le système financier pour acheter des bons du Trésor n'est en rien une manière de soutenir l'activité.

L'exemple des GSE nous conduit à faire une hypothèse plus sombre : la reconstitution des bons du Trésor n'obéit pas à une logique financière, il répond à une volonté d'agir sur les conditions d'émissions des bons du Trésor pour fausser le jeu de l'offre et de la demande sensé les régir.

L'examen des volumes d'achat des bons du Trésor et des volumes de crédit extraordinaire (Treasury temporary supplementary account) transférés à la banque centrale par le Trésor est tout à fait remarquable. De T1 2009 à T-2 2009, les bons du Trésor augmentent de 164 Md de \$, l'aide extraordinaire du Trésor est de 199 Md de \$. De T-2 2009 à T-3 2009, les bons du Trésor augmentent de 113 Md de \$ et les aides extraordinaires du Trésor à la FED ne sont plus que de 164 Md de \$. Le trésor paraît avoir accompagné la politique de croissance des bons détenus par la FED en lui fournissant les liquidités nécessaires.

L'analyse de la nature des bons acquis permet d'apporter un deuxième élément troublant à notre démonstration. Dès 2009, l'administration Obama a entrepris une politique de consolidation de la dette passant par la baisse de la part des Bills (bons à maturité de moins de 1 an) et par l'augmentation des notes (bons à maturité de 1 à 10 ans) et des bonds (bons à maturité de 10 ans à 30 ans) dans la structure du financement de la dette. Les acquisitions des bons du Trésor par la FED sont parfaitement conformes à cette politique : Les notes et les bonds dominent les achats de la réserve fédérale.

Un examen plus précis des émissions de notes et de bonds trahit encore un fait troublant. Les achats de bonds et de notes décollent à dater d'avril 2009 et ils restent à des niveaux très élevés jusqu'en septembre 2009. Or la période durant laquelle sont survenus de rares incidents sur les émissions de bons du Trésor est encadrée par cette politique d'achat. Nous en avons dit assez pour formuler une hypothèse assez forte : la FED est intervenue ponctuellement pour acheter des bons du Trésor comme elle a acheté des créances MBS des GSE. Comment est-ce possible ? Et dans quel but ? L'hypothèse est grave : c'est en effet le Trésor qui aurait en dernière analyse financé les achats de ses propres bons en fournissant des liquidités à la FED.

b) Les émissions de bons du Trésor et de leur trucage éventuel.

Il est frappant de noter que depuis près d'un an, plusieurs phénomènes restent inexplicables.

Premier phénomène ; les taux d'intérêt sur les bons du Trésor restent bas ; deuxième phénomène, l'écart entre les taux offerts sur les offres non-compétitives des adjudications et les offres compétitives reste très serré. Certes, on pouvait encore jusqu'au printemps évoquer la situation très difficile de l'économie américaine pour expliquer cela : les investisseurs fuyaient vers la qualité. Mais il est paradoxal que le tintamarre fait autour de l'amélioration de la situation économique américaine depuis le mois de juillet 2009 n'ait pas entraîné une remontée des taux d'intérêt et un différentiel plus marqué entre les taux d'intérêts des offres compétitives et non-compétitives des adjudications. Pour prendre un simple exemple, la nouvelle d'une simple amélioration de la situation financière internationale au printemps 2008 a entraîné une remontée très sensible des taux des bons du Trésor dans son sillage. Or rien de tel aujourd'hui. Nous formulons l'hypothèse que la FED n'est pas pour rien dans ce phénomène et que ses achats de titres ont joué un rôle fondamental dans le maintien des taux d'intérêt à un niveau raisonnable.

Comment est-ce possible ? Pour répondre, il faut simplement examiner les conditions d'une adjudication.

Une adjudication du Trésor comporte plusieurs éléments pertinents pour tenter de répondre à notre question. Le trésor annonce une adjudication pour X milliards de \$ et offre un taux de rémunération : c'est la partie non-compétitive de l'adjudication. Les investisseurs sont libres de souscrire aux émissions du Trésor au taux fixe ou de faire une offre à un taux supérieur ou inférieur au taux de rémunération du Trésor. C'est la partie compétitive de l'adjudication. A la clôture de l'adjudication, le Trésor se trouve face à une offre en général supérieure à ses besoins, il réalise un arbitrage entre offre compétitive et offre non-compétitive et emprunte un montant (total tendered) le plus souvent supérieur au volume de l'émission offerte (offering amt). Les investisseurs de l'offre non-compétitive du Trésor sont payés au taux les plus élevés (Yield) que le trésor accepte pour ses besoins. Les investisseurs qui ont demandé des intérêts trop élevés sont exclus de facto de la souscription par la fixation du yield par le Trésor en fonction de ses besoins de financement ponctuel et de son arbitrage entre partie compétitive et non-compétitive de la souscription. Ces mécanismes concernent les notes et les bonds.

La question qui se pose est comment peut intervenir la Réserve Fédérale pour fausser le jeu des adjudications ? Il nous paraît difficilement envisageable que la FED intervienne sur le volume d'offre des souscripteurs potentiels ; ce volume est trop important pour que l'opération soit possible avec une augmentation de fond investis en bons du Trésor de 300 Md de \$. En revanche, la FED peut fausser le jeu de l'adjudication de deux manières : en proposant d'acquiescer une partie de l'offre non-compétitive ou en intervenant sur les taux d'intérêt de l'offre non-compétitive. La première intervention ne nous paraît pas intéressante, les arbitrages entre offre compétitive et non-compétitive du Trésor restent suffisamment obscurs pour qu'une intervention ne soit pas publiquement significative et utile. En revanche, l'intervention sur le niveau de l'intérêt est plus pertinente. Les offres du Trésor ne dépassent que très rarement les 30 Md de \$, elles se situent en général depuis le début de la crise aux alentours des 20 Md de \$. Il suffit donc de quelques milliards de dollars pour agir sur le niveau de l'intérêt, le Trésor et la FED doivent être « de mèche ».

Notre conviction est que l'intervention de la FED a surtout visé à éviter la montée des yields et que la FED est intervenue ponctuellement pour acheter des titres à des niveaux d'intérêt compatibles avec la politique de l'administration Obama visant à maintenir les taux d'intérêt de la dette à des niveaux très modérés. L'opération n'est pas très complexe : l'achat des bons par la FED intervient pour fixer le yield de l'offre compétitive à un niveau proche du taux d'intérêt de l'offre non-compétitive quand le niveau du Yield menace de s'écarter trop fortement du taux d'intérêt de l'offre non-compétitive offerte initialement par le Trésor. L'opération réclame à chaque fois un capital de quelques milliards de \$, et ce capital investi peut ensuite être récupéré par la vente sur le marché secondaire de la dette publique des bons acquis. L'opération peut donc être renouvelée plusieurs fois et enveloppée dans des achats de bons du Trésor anciens en gros volume qui en assurent la couverture : la réserve fédérale n'a-t-elle pas annoncé en mars 2009 vouloir acheter pour 300 Milliards de \$ de bons du Trésor anciens ?

Un maquillage comptable suffit pour masquer la fraude. Du côté du Trésor, ce maquillage est inutile, il est par contre indispensable du côté de la FED. L'opération peut aussi être faite conjointement avec des investisseurs privés dépendant des aides de la FED. Nous avons déjà formulé des hypothèses à ce sujet dans un post précédent. Une communication régulière entre le Trésor et la FED suffit pour organiser l'intervention ciblée et ponctuelle sur les bons du Trésor problématique pour la politique financière des USA. L'administration Obama a pu ainsi poser la question de la confiance des investisseurs en consolidant la dette financière du pays, mais la réponse offerte a probablement été faussée par la FED et le Trésor.

Si l'on considère que les taux d'intérêt sur les bills sont très largement déterminés par le niveau auquel la FED rémunère les Réserves qui la financent avec des prêts à court terme, alors la FED a le pouvoir d'administrer les taux de rémunération de l'ensemble des titres du Trésor, une fois ouvertement, une autre fois secrètement.

C – La politique générale des USA et les opérations de la FED.

Nous soupçonnons donc la FED d'avoir soutenu le marché immobilier en rachetant des produits de titrisation des GSE – nouveaux et anciens - et d'avoir simultanément faussé les souscriptions du Trésor pour maintenir le taux d'intérêt des notes et bonds à des niveaux relativement bas.

Pour justifier notre soupçon, il est nécessaire de replacer les opérations de la FED dans le cadre des réalités économiques américaines du temps de crise et des réponses apportées par l'administration Obama.

1° Les enjeux monétaires : commerce extérieur, déficit commercial et flux financier.

Le premier intérêt de l'intervention des USA sur les MBS des GSE et sur les bons du trésor est de maintenir en activité d'une part la titrisation des GSE et d'autre part de fixer les taux d'intérêt de l'ensemble des titres du trésor. Cette double action possède un enjeu majeur : permettre un refinancement du déficit extérieur des USA. A ce jour, ce sont surtout les bons du Trésor et les IDE qui jouent ce jeu, mais des achats de produits de titrisation des GSE permettraient d'élargir la base du financement de la balance commerciale et de rétablir un des piliers de la couverture du déficit de la balance des paiements des USA. De ce rétablissement dépendent à terme le taux de change et le rôle de monnaie internationale du dollar. Est-il besoin de l'ajouter, l'administration des taux d'intérêt des bons du Trésor (Bills, Notes et Bonds) est l'une des conditions de leur achat par les investisseurs publics et privés, américains et étrangers. La fixation hors marché de ces taux est donc fondamentale pour les USA.

2° Les enjeux fiscaux : Taux d'intérêt des bons, dette financière, fiscalité, déficit budgétaire

La compatibilité des rémunérations des bons du Trésor avec la politique fiscale des USA est le second enjeu de la politique d'administration des taux.

Les ponctions réalisées sur le marché financier américain et mondial par la croissance vertigineuse de la dette financière des USA supposent une modération des taux d'intérêt. Dans le cas contraire, le poids excessif du service de la dette pourrait décourager les investisseurs tablant sur le dynamisme d'une économie américaine menacée à terme d'étouffement par son endettement public si la croissance ne repart pas rapidement.

Et le découragement pourrait s'accompagner d'effets plus négatifs encore : une reprise rapide de l'économie américaine, entretenue par les déficits budgétaires, deviendrait impossible en cas d'augmentation des impôts consécutive à un coût trop élevé de la dette financière. L'administration des taux d'intérêt des bons du Trésor par la FED a donc l'insigne avantage de rendre possible le financement du déficit budgétaire (qui est jusqu'à aujourd'hui l'unique moteur de l'économie américaine) et financier des USA sans toucher à la fiscalité directe et indirecte américaine. Elle laisse ouverte la voie de la reprise soutenue par l'endettement public. La consolidation artificielle de la dette par l'administration des taux rend ainsi possible le financement interne et externe de l'endettement public de l'Etat fédéral.

3° Les enjeux patrimoniaux : valeur des patrimoines, consommation des ménages, chômage

Stopper l'effritement accéléré des prix immobiliers est le moyen d'éviter que le chômage et la perte de valeur des patrimoines immobiliers - détenus par des américains à plus des deux tiers propriétaires - n'entraînent une dépression de la demande sur fond de stagnation des salaires.

La relation entre la reprise et la valeur des patrimoines n'a pas à être démontrée longuement. Avec la reprise des bourses – sensible depuis le printemps 2009 – une stabilisation, des prix de l'immobilier (voire leur remontée) aurait l'immense avantage de consolider la confiance des ménages et de stimuler leur envie de consommer. Aux USA, le patrimoine immobilier est autant source d'enrichissement virtuel par l'augmentation des prix des logements que de la demande effective par sa gestion spéculative (achat et vente pour réaliser des plus-values) ou par son rôle de contrepartie dans l'obtention de crédits. Des prix immobiliers stabilisés ou à la hausse détermineront donc une reprise durable en soutenant la demande des ménages américains.

La politique de fluidification des achats et des ventes de biens immobiliers, soutenue par le réamorçage du circuit parapublic de financement des GSE, présente donc un intérêt extrêmement important pour la demande des ménages américains. Elle peut atténuer l'effet du chômage et paver la voie de la reprise - si une telle reprise est concevable.

4° La hiérarchie des taux du crédit et l'architecture du Crédit

L'administration des taux d'intérêt permet enfin de fixer d'une double manière le niveau du crédit aux USA : d'une part, par les mécanismes ordinaires à la disposition de la Réserve fédérale ; d'autre part en pesant sur la gamme des rémunérations des taux d'intérêt des bons du Trésor. En effet, créances sans risque, les bons du Trésor permettent d'influencer l'ensemble de la gamme des rémunérations des crédits, les crédits - sous leurs formes les plus diverses - augmentant leur niveau de rémunération en fonction des périls courus par les fonds prêtés.

Le FED dispose donc en temps de crise de l'ensemble des instruments lui permettant de déterminer la hiérarchie des taux, et partant l'architecture du crédit. En influençant les niveaux de rémunération, l'achat de bons du Trésor par la FED complète idéalement les outils ordinaires de la FED en période de crise aigue.

Et ce complément n'est pas sans avantage : le crédit bancaire aux particuliers et aux entreprises est en panne, en revanche, le marché obligataire a repris des couleurs ; le maintien de taux d'intérêt modéré prédispose le système bancaire à accorder à moyen terme à nouveau des crédits.

La limite de cette politique du crédit est évidemment les défections de paiement affectant les particuliers et entreprises du Non-corporate Business (nos PME-PMI), elles n'encouragent guère les activités bancaires. Et à cela la FED ne peut pas faire grand chose.

D – Conclusion : Politique générale des USA et artifices de croissance

L'analyse que nous avons fait est dans le droit fil de la politique de l'administration Obama.

Le marché immobilier et le système de crédit sont purgés par des mécanismes de marché : expulsions ou reventes contraintes des biens immobiliers, incapacité à faire face au crédit à la consommation, faillite d'entreprise. Le marché de l'emploi est logé à la même enseigne ; les salariés sont une variable d'adaptation.

En revanche, la FED conduit une politique de préservation du système financier et de soutien ciblé visant à assurer une sortie de crise soutenue par des mécanismes de déficit budgétaire et financier massif stimulant artificiellement l'activité économique.

Cet artifice se mesure au degré d'exogénéité de la croissance des USA au T-3 2009 : les secteurs de soutien de l'activité économique sont très directement corrélés à la dépense publique. Si nos analyses ne sont pas des romans – ce que nous ne pouvons écarter – l'artificialité de la politique budgétaire des USA se redouble dans les astuces du couple FED-Trésor.

Cependant le risque n'est pas le même. La politique budgétaire et financière des USA ne peut écarter une rechute lourde de l'économie : chômage, blocage du crédit, montée irrésistible des taux d'intérêt sur les bons du Trésor, nécessité d'augmenter les impôts, obligation de rehausser les taux d'intérêt pour assurer la couverture des déficits extérieurs par le retour des capitaux étrangers sont les grands ingrédients de cette rechute. Mais rechute ne veut pas dire catastrophe.

Par contre, l'hypothèse d'une manipulation des taux d'intérêt des bons du Trésor aurait des conséquences catastrophiques si elle s'avérait réelle. La confiance dans les émissions des bons du Trésor serait ébranlée ; les USA devraient donc arrêter de financer leur sortie de crise à crédit car la consolidation de leur dette se transformerait en supercherie.

La valeur des bons du Trésor sortirait considérablement ébranlée d'une telle révélation. En effet que valent réellement le principal de bons du Trésor dont la rémunération a été faussée ? Cette question ne va pas sans exercer des effets virtuellement cataclysmiques sur un système financier américain et mondial où les bons du Trésor des USA jouent le rôle de placement-refuge et de quasi-monnaie.

Les métastases des bons du Trésor à la valeur problématique dans le système financier du monde entier (finance publique incluse) auraient pour effet d'entraîner l'effondrement total du système financier et économique mondial. Rien qu'aux USA ; banques, grandes firmes, fortunes privées, hedge funds, société d'assurance, fonds de retraite disparaîtraient en grand nombre dans la tourmente. Il n'est pas utile de faire la liste des maux qui accablent la planète : fonds souverains, détention de bons du Trésor par les Etats, investisseurs privés se trouveraient avec des actifs publics américains d'une valeur incertaine, l'incertitude affectant les bons du Trésor autant que les obligations des GSE.

On est donc en droit de se demander si la FED – suivant en cela le Trésor – ou le Trésor accompagnant la FED - n'ont pas utilisé des remèdes désespérés pour faire face à la crise. D'où le titre de notre post : les USA sont ils passés de la Bernanke à Bernankof ou si l'on préfère, Bernanke n'est-il pas l'acteur décisif d'un super-madof ? Un lecteur de ce post aurait raison de souligner que Geitner apparaît peut-être plus encore plus coupable. N'est-ce pas lui qui finance par le truchement d'une ligne de crédit extraordinaire le dévoiement des émissions de bons du Trésor des Etats-Unis. Que le Trésor ait pu financer l'achat de ses propres titres par la FED ferait de Geitner un alter-ego du Saccar du roman de zola, « L'argent ».

Il suffirait pour que Bernankof existe que la FED ait été financée par le Trésor pour influencer par des mécanismes frauduleux le niveau de rémunération des bons du Trésor, et accessoirement soutenir le marché immobilier. Il faudrait encore que le Trésor et la FED se soient entendus pour organiser cette – hypothétique – escroquerie. Et la dette financière des USA relèverait pas certains cotés d'une escroquerie pyramidale assez classique. Beaucoup d'hypothèses dira-t-on.

Mais alors comment expliquer que l'audit des comptes de la FED soit si difficile à faire passer devant la House financial comitee de la chambre des représentants par le député Paul-Grayson et que son vote ait été renvoyée du 19 novembre 2009 à l'après Thanksgiving day. Les demandes de ce représentant sont simples : « Removes the blanket restrictions on GAO audits of the Fed, Allows audit of every item on the Fed's balance sheet, all credit facilities, all securities purchase programs, etc. Retains limited audit exemption on unreleased transcripts and minutes ».

N'y aurait-il pas réellement un ver dans le fruit pour qu'un représentant américain formule une telle demande.

[Share](#)

[CONTACT](#) [C.G.U.](#)

[COMMENTÉS](#)

[SIGNALER UN ABUS](#) [ARTICLES LES PLUS](#)