

Fannie Mae et Freddie Mac entre faillite et nationalisation

Faut-il sauver les deux agences semi-publiques, qui garantissent ou détiennent 5 000 milliards de dollars de crédits immobiliers ?

Le 30 septembre, les deux géants semi-publics, semi-privés du crédit immobilier résidentiel américain, Fannie Mae et Freddie Mac, devront rembourser à leurs investisseurs respectivement 120 et 103 milliards de dollars. Depuis le début de l'année, la valeur de leurs actions a connu une dépréciation de 80 % pour la première et de 85 % pour la seconde. Leur faillite, jugée impossible au début de l'été, est maintenant une hypothèse envisagée.

Première de ces deux *Government-Sponsored Entities* (GSE), Fannie Mae a été créée en 1938 comme une agence gouvernementale, puis semi-privatisée en 1968. Freddie Mac a été fondée en 1970 sur le même gabarit, essentiellement pour créer un concurrent à Fannie Mae. Les GSE émettent des *Residential Mortgage-Backed Securities* (RMBS), des titres construits en reconditionnant (titrisation) sous forme d'une obligation unique quelques milliers de prêts au logement individuels.

Durant les années 2000 à 2006, en pleine bulle immobilière, les établissements financiers privés avaient envahi ce domaine de la titrisation des prêts hypothécaires de l'immobilier résidentiel américain. Lorsque la bulle a éclaté à la fin 2006, les GSE ont joué le rôle pour lequel elles avaient été créées, en prenant le relais du secteur privé, pratiquement éliminé depuis du marché : en août 2008, les GSE soutenaient à elles deux 97,6 % des titres adossés à des prêts hypothécaires et 42 % des crédits à l'immobilier résidentiel américain : soit 5 000 milliards de dollars de crédits immobiliers qu'elles garantissent ou possèdent.

On compte depuis leur création sur le fait que ces GSE seraient traitées comme des entreprises publiques et sauvées à ce titre par l'administration si elles devaient se révéler insolubles. Mais maintenant que l'heure de vérité approche, il s'avère que ceux qui étaient si convaincus de l'indéfectibilité du soutien de l'Etat se rapprochent lentement mais sûrement de la sortie de secours... comme en témoigne l'effondrement progressif du cours de leurs actions.

Il faut dire que les autorités n'aident pas, comme lorsque l'administration Bush s'interroge publiquement sur ce qu'il conviendrait de faire si les GSE devaient se révéler insolubles, ou quand William Poole, ex-gouverneur de la Réserve fédérale américaine (Fed) déclare, le 11 juillet, que les GSE sont d'ores et déjà insolubles. Le fait est que le Parti républicain s'est toujours exprimé en faveur d'une privatisation complète des GSE et considère que leur statut semi-public en fait une arme de guerre du Parti démocrate.

Pourtant, le 13 juillet, les autorités financières américaines se sont précipitées à leur secours. Henry Paulson, le ministre des finances, a expliqué qu'une nouvelle législation lui donnerait autorité, pour une période de dix-huit mois, de leur accorder des prêts d'urgence et d'y prendre, au nom du gouvernement fédéral, des participations. Le 30 juillet, la loi a été votée à une forte majorité et promulguée aussitôt par le président Bush. Si Fannie Mae et Freddie Mac devaient désormais tomber, ce serait l'Etat américain lui-même qui en serait entaché.



PAUL JORION

M. Paulson a qualifié la loi de « bazooka », pour souligner qu'il s'agissait d'une arme de dissuasion, constituée dans le but précis de n'y avoir jamais recours. Malheureusement pour M. Paulson, cela ne dépend pas de lui, mais du marché immobilier. On entend déjà dire que la première injection de capitaux dans les GSE s'élèvera à 60 milliards de dollars. Mais on entend aussi que le gouvernement jettera l'éponge si la somme devait

« Quand j'ai ouvert mon journal hier, j'ai cru que je m'étais réveillé en France. Mais non, il s'avère que le socialisme règne en maître en Amérique »

JIM BUNNING, SÉNATEUR RÉPUBLICAIN DU KENTUCKY

atteindre les 500 milliards. Si l'on devait en arriver là, on regretterait amèrement que M. Paulson n'ait pas préféré, à la dissuasion dérisoire du bazooka, la frappe nucléaire préventive de la nationalisation.

Le seul résultat concret a été en effet que les autorités financières américaines ont transformé leur soutien implicite aux GSE en soutien explicite. Pour celles-ci, les implications étaient minimes, mais pour Uncle Sam, cela changeait tout : le soir du 13 juillet, les Etats-Unis ont basculé du libéralisme dans la social-démocratie. Dans une question qu'il posait à M. Paulson, le 16 juillet, lors d'une audition publique, Jim Bunning, un sénateur républicain du Kentucky, déclarait : « Quand j'ai ouvert mon journal hier, j'ai cru que je m'étais réveillé en France. Mais non, il s'avère que le socialisme règne en maître en Amérique. »

Certes, le 13 juillet, les actions des GSE ont grimpé à l'ouverture de plus de 30 %. Puis l'on se mit sans doute à se dire que, finalement, pas grand-chose n'avait changé, puisque, à la clôture, le cours de Fannie Mae avait perdu

5,07 % de sa valeur par rapport au vendredi 11, et celui de Freddie Mac, 8,26 %.

Et dès le 16 juillet, les actions des GSE ont repris leur plongée : Fannie Mae et Freddie Mac perdaient à la Bourse de New York en une seule séance respectivement 27,34 % et 26,02 %. Le message était clair : Henry Paulson et Ben Bernanke, le patron de la Fed, avaient beau répéter que tout serait fait pour épauler les GSE, les investisseurs étaient convaincus que la nationalisation larvée intervenue trois jours auparavant se concrétiserait rapidement en une nationalisation pure et simple, dont ils feraient les frais.

Un mois plus tard, le 18 août, les titres des GSE ont baissé à nouveau fortement : l'action de Fannie Mae perdait 22,25 % de sa valeur et celle de Freddie Mac, 24,96 %. La capitalisation de cette dernière, de 42 milliards de dollars, un an auparavant, s'était réduite à 3 milliards, moins que les 5,5 milliards alors nécessaires pour reconstituer ses réserves obligatoires. Raison de cette rechute, un article paru dans le magazine *Barron's* du 15 août décrivant le mécanisme qui permettrait au gouvernement de nationaliser de fait les GSE par le biais de *preferred shares* (actions privilégiées) – avec séniorité par rapport aux autres, dividendes privilégiés et convertibilité en actions... – dont l'Etat serait seul acheteur ; ces actions privilégiées mettraient les actionnaires actuels des GSE sur la touche, et seule subsisterait l'illusion de l'appartenance des GSE au secteur privé.

Le 20 août, le *Wall Street Journal* indiquait qu'une réunion au sommet avait lieu ce jour-là pour déterminer ce qu'il conviendrait de faire à l'échéance du 30 septembre : l'action de Fannie Mae perdait 26,79 % dans la journée, pour se retrouver à 4,40 dollars, celle de Freddie Mac 22,6 %, pour se retrouver à 3,25 dollars.

A mesure que le prix des actions des GSE baisse, une majorité des commentateurs se demandent ce que M. Paulson attend pour agir. Car les choses s'aggravent de jour en jour. Du coup, on s'inquiète : et s'il entendait simplement laisser pourrir la situation en se disant « après moi le déluge » ? Le pire qui pourrait arriver serait que Fannie Mae et Freddie Mac fassent faillite. Serait-ce en soi une si mauvaise chose ? Le système américain du crédit immobilier en mourrait sans doute de sa belle mort. Mais au bout du compte il en coûterait sans doute moins au contribuable qu'une série d'injections de capital ou de prises de participation de l'Etat américain qui finiraient après de nombreux mois par s'avérer insuffisantes. Et – on est en Amérique – toute autre issue pourrait donner lieu à des actions en justice en nombre infini et dont les règlements atteindraient des sommes astronomiques. Avantage supplémentaire : M. Paulson n'aurait jamais eu à se départir de sa confiance absolue dans la capacité des marchés à s'autoréguler. Brandir le bâton – ou le bazooka – aurait suffi à gagner suffisamment de temps. Enfin, assez de temps en ce qui le concerne personnellement : l'administration du nouveau président n'aura qu'à se débrouiller... ■ Paul Jorion, chercheur à l'université de Californie, est l'auteur de *L'Implosion*. Ce que révèle et annonce la crise des subprimes (Fayard).

LIVRES

Iconoclastes

Une enquête approfondie sur les « cols blancs » qui décident, un jour, de dire non

Il ne rêvent pas du Grand Soir. Ils ne font pas non plus de la résistance à la globalisation. Ils ne luttent pas davantage contre le capitalisme néolibéral. Un jour, simplement, ils ont dit non. A un chef. A une décision arbitraire. A une logique qu'ils jugent absurde. Ils ont accompli « un geste parfaitement inattendu et sacrilège », en tout cas dans la sphère de l'entreprise. « Ils », ce sont ces cadres « à haut potentiel » auxquels les auteurs, consultants et sociologues des organisations, se sont intéressés. Leur livre n'est pas un ouvrage de plus sur le « malaise des cadres ». Il ne cherche pas à théoriser outre mesure. Il est intéressant, d'abord, parce qu'il donne à lire sept histoires de rébellions ordinaires, qui servent de fil conducteur à la réflexion. Jean-Paul, Michel, Bruno, Philippe, Marc, Antonin, Julie (les noms ont été changés) ont entre 30 et 45 ans. Tous sont hyperdiplômés. Tous ont d'importantes responsabilités. Tous, à un moment donné, sont entrés en dissidence. Ils ont démissionné ; ils sont allés voir ailleurs ; parfois ils ont tout plaqué. Les auteurs parlent de « comportements déviants par rapport à la norme de conformité ». De « bris d'image ». C'est qu'il y a quelque chose d'iconoclaste dans le rejet des figures imposées par l'entreprise.

Le mot de rébellion est peut-être un peu fort pour désigner des phénomènes, plus fréquents qu'on ne le croit, selon les auteurs, de contestation dans l'entreprise. La posture de rebelle est avantagieuse. Mais pourquoi refuse-t-on, un jour, de jouer le jeu ? Les raisons données dans l'enquête sont multiples. Quand le discours du management sonne creux ; quand le décalage entre l'entreprise et la société s'approfondit ;

quand la pratique du management devient par trop « sacrificielle » ; quand les « personnes » sont ignorées ; quand le respect se perd, quand la marmite bout, les salariés modèles se rebiffent.

« Un cadre entre en contestation parce qu'il est soudain lassé de subir les ordres d'un superviseur désagréable et moins compétent, parce qu'il se sent blessé par une offre qui ne se refuse pas mais qui le coince et lui donne le sentiment d'être manipulé, parce qu'il se sent pris pour un con ou parce qu'il se voit refuser un minimum de respect. » Hors sujet, donc, les discours moralisateurs sur la « loyauté à l'égard de l'employeur ». Ces remises en question de l'« infailibilité managériale » ne sont pas « aberrantes ». Si elles s'opèrent souvent dans la douleur, elles sont pour l'entreprise « un signal d'avertissement ». Elles peuvent

QUAND LES CADRES SE REBELLENT

David Courpasson et Jean-Claude Thoenig
Editions Vuibert, 192 p., 19 €

donc être aussi créatrices. « Le carburant de la rébellion est fourni par les ratés du management. »

L'enquête suggère deux lectures. D'un côté, on peut considérer a minima que ces révoltes individuelles ne sont que des « soupapes nécessaires » à la dureté de la compétition économique. De l'autre que le rapport des cadres au travail – et à la société – est en train de changer. La soumission à l'autorité, ce que les auteurs appellent l'« allégeance à la hiérarchie », n'est plus ce qu'elle était. Un certain type de « management technocratique » est sur la sellette. Sans verser dans l'optimisme béat, ce serait vraiment positif. ■

PHILIPPE ARNAUD

PARUTIONS

« A DAUNTING AGENDA »

Revue Foreign Affairs
Le dernier numéro de la revue américaine est consacré à l'« agenda intimidant » du prochain président des Etats-Unis. Pour Richard Holbrooke (ancien ambassadeur américain aux Nations unies), « il sera confronté à des défis mondiaux qu'aucun de ses prédécesseurs depuis la fin de la seconde guerre mondiale n'a eu à affronter ». Stabiliser l'Irak ; définir des relations économiques fortes avec la Chine ; lutter contre le réchauffement climatique, etc. De nombreux

experts analysent ce qui attend John McCain ou Barack Obama. (Sept./oct., 9,95 \$, foreignaffairs.org.)

MACROÉCONOMIE Consommation et épargne

de Patrick Villieu
Alors que le gouvernement vient d'annoncer une taxe de 1,1 % sur les revenus du capital, il est utile de se replonger dans cette troisième édition du livre de M. Villieu, professeur à l'université d'Orléans pour redécouvrir le monde de l'épargne. (La Découverte, coll. « Repères », 121 p., 8,5 €). M.-B.B.

LES ACTEURS DE L'ÉCONOMIE

Gideon Gono, gouverneur de la Banque centrale du Zimbabwe

IL est un banquier central que Nicolas Sarkozy traite encore plus mal que Jean-Claude Trichet, président de la Banque centrale européenne (BCE). C'est Gideon Gono, le gouverneur de la Reserve Bank of Zimbabwe (RBZ). En juillet, sous présidence française, l'Union européenne (UE) l'a inscrit sur la liste des personnalités proches de Robert Mugabe, le président du Zimbabwe, que les Vingt-Sept ont décidé de sanctionner. Il faut dire que l'homme est non seulement l'un des dirigeants les plus en vue du pays, mais qu'il est devenu le symbole de sa déroute économique. Le Zimbabwe connaît une hyperinflation qui est en passe de pulvériser des records historiques. Entre 1791 et 1796, les prix dans la France des assignats ont été multipliés par 200. En novembre 1923, en Allemagne, ils doubleraient toutes les cinquante heures. Le record absolu reste la Hongrie de l'hiver 1945, où

les prix étaient multipliés toutes les quinze heures. Au Zimbabwe, on parle désormais d'un doublement des prix toutes les vingt-quatre heures, mais, reconnaît M. Gono, il faudrait, pour évaluer la situation réelle, calculer un taux d'inflation horaire, et les statisticiens locaux s'en déclarent incapables.

Malgré le manque de statistiques au quotidien, M. Gono, qui est diplômé d'économie, dit être conscient de la réalité. Spécialiste en économie du développement, il a tiré de son parcours universitaire la conviction que le but de la politique monétaire est de favoriser la croissance par l'expansion du crédit, et non de se préoccuper de l'inflation qui est une conséquence inévitable du décollage économique. Né le 29 novembre 1959, Gideon Gono est impliqué au premier chef dans l'histoire de son pays, indépendant depuis 1980. Après ses études, il rejoint le secteur bancaire, ce qui

CHRONIQUE JEAN-MARC DANIEL

le conduit à la tête de la RBZ en 2003. D'emblée, il déclare que « l'échec n'est pas une option ». Insistant à plusieurs reprises sur le fait que sa fonction est celle d'un technicien de l'économie, il théorise sa pratique monétaire, notamment dans un entretien de 2007 au journal panafricain *New African*. Pour lui, les difficultés du Zimbabwe sont dues à l'hostilité des Etats occidentaux, à la sécheresse qui frappe tous les dix ans un pays encore très agricole ; et au cycle économique usuel. Il donne à cette occasion une vision originale du cycle. Ce chrétien convaincu, qui appelle chacun de ses interlocuteurs « mon frère » et invoque régulièrement le « Seigneur », souligne que, dans la Bible, il est indiqué que l'économie connaît des enchaîne-

ments de sept années fastes et de sept années de régression. Son rôle de banquier central est donc d'amortir les sept années difficiles. Fort de ces principes, il a poussé la RBZ à multiplier les crédits. Guerre à l'Etat qui, désorganisé et rarement actif, est peu déficitaire (3 % du produit intérieur brut en moyenne), mais à l'activité privée, se substituant ainsi au système bancaire et à la politique budgétaire. En 2003, 9 % des actifs de la RBZ sont des devises et 20 % des prêts peu sûrs. Aujourd'hui, la RBZ n'a pratiquement plus de devises. Elle s'approvisionne comme la plupart des Zimbabwéens sur le marché noir. En revanche, près de 90 % de ses actifs sont des créances sur des entités insolubles comme des entreprises publiques à l'ago-

nie, ou des droits sur des résultats économiques incertains comme la récolte de tabac. Ces crédits débridés offerts à une économie qui ne produit plus – le taux de chômage atteint 80 % – entretiennent l'hyperinflation. Tout manque, même la monnaie qui, refusée un peu partout, s'accumule au hasard des doutes de la population.

« L'hyperinflation pulvérise des records historiques »

Cet été, conforté par le soutien du président Mugabe, qui verrait en lui un successeur possible, Gideon Gono a présenté un plan de redressement : création d'un nouveau dollar zimbabwéen, blocage des prix et des salaires ; politique monétaire restrictive avec un taux au jour le jour de 8 500 %... ■ Jean-Marc Daniel est professeur à ESCP-EAP.