

Presses Sorbonne Nouvelle

L'intermédiation en question | Christine Zumello

Chapitre 5 : Fannie Mae et Freddie Mac : des agences gouvernementales publiques et privées

p. 129-152

Texte intégral

1. L'État fédéral et l'accession à la propriété

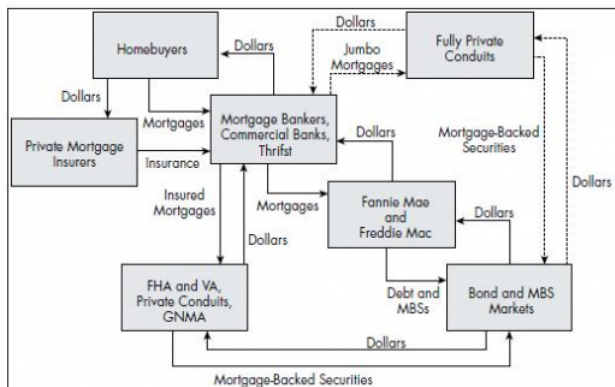
- 1 Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) est une agence fédérale qui a été fondée en 1938. Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) a, elle, été créée en 1970. Ces deux agences fédérales ont un statut hybride qui les range dans la catégorie des entreprises soutenues par l'État fédéral (*Government Sponsored Enterprises – GSEs*). Mais de *GSEs*, elles n'en ont pas moins été privatisées, en 1968 pour Fannie Mae et en 1989 pour Freddie Mac.
- 2 La mission de ces deux entités, telle que la définit la législation, est d'encourager l'accès à la propriété des Américains moyens. Et leur action a consisté à acheter des prêts hypothécaires aux banques. Puisque celles-ci ne pouvaient guère étendre leurs activités d'un État fédéré à l'autre depuis l'adoption du *Mc Fadden Act* en 1927, le rachat des prêts hypothécaires par Fannie Mae et Freddie Mac leur permettaient de libérer une partie de leur capital et leur donnaient la possibilité d'accorder un nombre plus important de prêts. D'une part, les banques se trouvaient ainsi libérées du risque de crédit et, d'autre part, l'objectif politique recherché qui était de favoriser l'accès à la propriété était fermement soutenu. Cette mission de service public était assortie d'une série d'avantages clairement identifiés dans les statuts de Fannie Mae et Freddie Mac et qui leur ménageaient une place à part parmi les institutions financières. On notera également que l'hybridité même de leurs statuts a longtemps renforcé la confiance que leur accordaient les marchés financiers car la qualité de leur signature semblait tout à fait irréprochable. Le risque de faillite semblait dès lors tout simplement exclu car l'État fédéral leur apporterait un « soutien indéfectible et implicite¹ » en cas de difficulté et ne les laisserait pas manquer à leurs engagements financiers.
- 3 Les garanties fédérales *implicites* évoquées ici s'expliquent par les clauses *explicites* de la loi ainsi que les conditions politiques qui ont donné naissance à ces deux établissements. On trouve, entre autres, les dispositions suivantes concernant les titres émis par Fannie Mae et Freddie Mac : le secrétaire au Trésor doit en approuver l'émission, la Réserve fédérale est leur autorité de tutelle en matière fiscale, elles sont exemptées de l'enregistrement des titres auprès de la SEC, et les titres sont apparentés à des titres du gouvernement selon les critères du *Security and Exchange Act* de 1934². C'est grâce à ce statut hybride et protégé qu'elles peuvent lever des capitaux sur les marchés financiers à un taux très



4

5

Graphique 4. Flux de financement sur le marché hypothécaire



Source: CBO (Congressional Budget Office) Study, op.cit., 1996, p.4.

7

8

Il apparaît donc clairement que le risque de crédit est crucial pour Fannie Mae et Freddie Mac et que le niveau de ce risque est laissé à l'appréciation de la direction de chacune des entités. Il leur permet

d'évaluer la part que chacune des deux stratégies d'investissement – émission de dette et/ou émission d'instruments titrisés – doit prendre dans leur gestion financière. C'est en augmentant la part des émissions de dette et en diminuant l'émission d'instruments titrisés ou l'inverse (diminution d'émission de dette et augmentation d'émission d'instruments titrisés) qu'elles donnent une indication du risque de taux d'intérêt qu'elles décident de courir en fonction des conditions macroéconomiques existantes.

- 9 Succédant à David Maxwell, Jim Johnson prend, en janvier 1990, la tête de Fannie Mae qu'il dirigera pendant près de dix ans. Johnson, un ancien banquier de Lehman Brothers, souhaite, dès le début de sa présidence, démontrer que la nature sociale des fonctions de Fannie Mae est tout à fait compatible avec un fonctionnement en symbiose avec les marchés financiers. Deux orientations principales sont privilégiées. Il réaffirme d'une part la volonté de renforcer la « pénétration communautaire » de Fannie Mae dans l'accès à la propriété. Ainsi 10 milliards de dollars sont investis dans la création du *National Housing Impact Division*, 142 milliards en plans d'investissement. Tout ceci s'accompagne d'un effort accru pour sensibiliser la population cible, qui n'est pas nécessairement anglophone, en améliorant l'information et la compréhension des conditions d'accès à un prêt hypothécaire⁸. À partir de 1993, plusieurs campagnes publicitaires sont lancées en utilisant les techniques du marketing multiculturel qui vise à présenter des spots et des brochures publicitaires en espagnol. Les Hispaniques et les Afro-Américains représentent, en 1999, respectivement 46 % et 47 % des propriétaires de leur logement, et on estime que le potentiel de croissance de ce marché est important⁹. Les campagnes publicitaires s'enchaînent et ont deux objectifs prioritaires. Elles visent à sensibiliser les emprunteurs potentiels contre des pratiques abusives et à éviter que des pratiques prédatrices en matière de prêts ne se développent¹⁰. Mais elles ont aussi pour objet d'attirer de nouveaux emprunteurs et d'élargir encore la clientèle potentielle de Fannie Mae¹¹. Cet aspect plus directement économique d'un fonctionnement paré de philanthropie pousse Jim Johnson à rappeler avec force que Fannie Mae a aussi des devoirs statutaires envers ses actionnaires et que les années 1990 ont été une « décennie fabuleuse »¹². Johnson résumera sa stratégie par ces deux mots : « indispensability » et « tangibility »¹³.
- 10 Conscient de la garantie politique sur laquelle repose Fannie Mae, il ne manque pas de souligner qu'il n'a « jamais rencontré d'homme politique qui n'ait compris l'importance de l'accès à la propriété mais aussi du coût de cette possibilité pour la quasi-totalité des foyers américains¹⁴ ». En somme c'est une façon de démontrer, à nouveau, au Congrès que les Américains ne pourraient plus vivre sans Fannie Mae. Par l'intermédiaire de la *Fannie Mae Foundation*¹⁵ et des « Partnership Offices » l'évidence de l'assise politique de Fannie Mae s'accroît. En effet, à partir de 1994, elle décide d'ouvrir des bureaux régionaux afin de mieux cerner les besoins plus locaux en matière de développement immobilier. Cet ancrage politique est renforcé par la croissance de son poids économique. En effet, la capitalisation boursière passe de 10,5 milliards de dollars au début des années 1990 à 70 milliards de dollars lorsque Johnson quitte Fannie Mae¹⁶ en 1998. Fannie Mae est devenu un acteur incontournable de Wall Street.

2. Fannie Mae, Franklin Raines et le Congressional Budget Office

- 11 Suite à l'adoption en 1992 du *Federal Housing Enterprise Safety and Soundness Act*, le Congrès commande une étude au *Congressional Budget Office* (CBO) afin d'évaluer les possibilités et les effets d'une privatisation totale de Fannie Mae et Freddie Mac¹⁷. C'est donc sur la nature pratique, et non plus seulement théorique, du lien qui unit Fannie Mae et Freddie Mac à l'État fédéral que portera l'étude. En 1996, le CBO publie un rapport mitigé qui met à nu le fonctionnement de Fannie Mae et Freddie Mac¹⁸. D'emblée, ce rapport souligne que ces deux entités paragouvernementales ont une capitalisation boursière supérieure à celle de deux des plus grandes banques commerciales américaines combinées : Citicorp et Wells Fargo. Cette taille et leur prédominance sur le marché secondaire des prêts hypothécaires sont deux raisons qui justifient, à elles seules, un examen de leurs activités¹⁹. Mais, plus encore, c'est la « perception », par la communauté financière tout entière, que le gouvernement fédéral fait office de garant des activités de Fannie Mae et Freddie Mac qui transparaît.
- 12 Le rapport du *Congressional Budget Office* se propose de déterminer le coût pour le gouvernement des « privilèges » réservés aux agences gouvernementales. Trois types de calculs sont envisagés pour évaluer ce coût. Une première approche consiste pour le CBO à chiffrer le flux financier lié à une insolvabilité potentielle des deux GSE à laquelle il faudrait ajouter le manque à gagner en commissions pour la SEC dû au non-enregistrement des titres émis par Fannie et Freddie Mac et les coûts liés aux taux d'intérêt des titres émis par les GSE. Une deuxième approche consiste à faire la différence entre la valeur de marché des GSE et leur valeur comptable. Elle équivaut aussi au prix que les entreprises privées seraient disposées à payer pour jouir d'un statut « paragouvernemental ». Enfin, une troisième méthode repose sur le calcul des coûts d'emprunts supplémentaires auxquels les GSE devraient faire face si elles ne bénéficiaient plus de cette garantie. Le CBO estime le coût de ce « transfert de privilèges » en 1995 à 6,5 milliards de dollars par an. Cette somme représente en fait, selon les termes du rapport, une subvention du gouvernement aux GSE. Or, et c'est le point le plus dommageable pour Fannie Mae et Freddie Mac, le rapport estime qu'un tiers environ seulement de

ces 6,5 milliards – soit 2,1 milliards de dollars – est transféré aux contribuables américains sous forme de prêts hypothécaires à des taux préférentiels²⁰. Cela signifie donc que Fannie Mae et Freddie Mac affichent un résultat net avant impôt s'élevant à 4,9 milliards de dollars.

- 13 Lorsque Fannie Mae et Freddie Mac ont été privatisés dans leurs activités, en 1968 et en 1970 respectivement, la titrisation n'en était qu'à ses premiers balbutiements. Mais, depuis lors, de nombreux établissements financiers privés ont investi ce segment de marché, ce qui accentue encore le statut privilégié des deux GSE par rapport aux autres intervenants. Bien que les conclusions du rapport ne soient pas totalement univoques elles mettent en relief l'aspect « spongieux²¹ » du fonctionnement de Fannie Mae et Freddie Mac car elles ne redistribuent pas la totalité, loin de là, de la « subvention » reçue du gouvernement. Par ailleurs, l'évolution du paysage financier américain, dans lequel elles faisaient figure de pionniers au début des années 1970, en permettant une meilleure intégration financière des marchés de prêts hypothécaires au sein des marchés de capitaux conduit le *Congressional Budget Office* (CBO) à remettre en question l'unicité du rôle de ces deux établissements.
- 14 Le CBO attire donc l'attention du Congrès sur l'évaluation des bénéfices politiques et sociaux que représentent Fannie et Freddie par rapport au coût de la subvention qui leur est donnée par le gouvernement²². Mais toute critique exprimée à leur encontre se heurte à ce qui est devenu leur dogme et leur défense : le financement de l'accession à la propriété pour les foyers américains modestes²³. Franklin Raines, l'ancien directeur du Budget (*Office of Management and Budget*) de l'Administration Clinton, succède à Jim Johnson en 1998. À la tête de l'OMB, il a réussi, en tandem avec le secrétaire au Trésor Robert Rubin, à réduire le déficit budgétaire américain. C'est donc auréolé de ce résultat qu'il prend la tête de Fannie Mae. Il débute sa carrière politique dans les années 1970 au sein de l'OMB dans l'Administration Carter et retourne ensuite dans le secteur privé dans la banque d'investissement Lazard Frères & Co. jusqu'en 1991 où il rejoindra l'équipe de direction de Fannie Mae. Il y restera jusqu'en 1996, date à laquelle il prend la direction de l'OMB. C'est donc un homme qui dispose à la fois d'une bonne connaissance de l'exécutif et une connaissance intime de Fannie Mae qui entre en scène au printemps 1998. Dans un commentaire enlevé, il déclarera que cette « invitation qui lui est faite de diriger Fannie Mae est une chance qui ne se présente qu'une fois dans la vie »²⁴.
- 15 D'emblée il annonce qu'il s'est fixé pour objectif « d'associer le pouvoir des marchés de capitaux privés à une mission de nature publique et sociale sans égal : l'accession à la propriété²⁵ ». Il explique, par ailleurs, qu'il souhaite étendre les possibilités de crédit à une frange de la population dont le pourcentage de propriétaires est encore faible, en particulier pour certaines minorités. Il associe cette démarche à sa volonté de poursuivre le combat contre les discriminations²⁶. De plus, Raines estime que cette attitude volontariste est en parfaite harmonie avec les dispositions d'une loi de 1992 qui autorise le HUD (*Department of Housing and Urban Development*), la tutelle directe de Fannie Mae et Freddie Mac, à leur fixer des objectifs annuels de taux d'accès à la propriété²⁷. Mais il s'agit là d'une rhétorique bien huilée qui sert de paravent à une stratégie financière beaucoup plus abrasive.
- 16 En 1999, Lawrence Summers, secrétaire du Trésor récemment nommé en remplacement de Robert Rubin, qui est conscient du poids grandissant des entreprises paragouvernementales, annonce qu'elles ne peuvent plus être exclues *a priori* des débats portant sur le risque systémique. C'est ainsi qu'un projet de loi est introduit à l'automne 1999 au Congrès par Richard Baker. Élu républicain de l'Alabama, il préside, à la Chambre des représentants, le *subcommittee on Capital Markets* (sous-commission en charge des marchés de capitaux) et souhaite une révision du statut d'agence paragouvernementale. Après un premier échec, une deuxième version²⁸ de la proposition de loi est introduite à la Chambre, au début de l'année suivante, en février 2000. Des auditions sont organisées par la sous-commission, auditions au cours desquelles le sous-secrétaire au Trésor Gary Gensler déclare son soutien à de nombreuses clauses du projet de loi républicain y compris la diminution de la « subvention » gouvernementale que reçoit Fannie Mae²⁹. Alan Greenspan ajoute à l'émoi lorsqu'il envoie une lettre au Représentant Baker dans laquelle il explique qu'il est « fondé que le Congrès prenne en considération de manière régulière les implications des subventions implicites [reçues par Fannie Mae et Freddie Mac] car il est aussi implicitement admis que le gouvernement renflouerait les deux institutions en cas de crise³⁰ ». Cette remarque très diplomate de Greenspan n'en vient pas moins donner l'impression que la Réserve fédérale soutient le républicain Baker dans son action législative et qu'elle met en garde le directeur de Fannie Mae.
- 17 À partir du printemps 2000 s'engage alors une bataille rangée entre les défenseurs et les opposants du fonctionnement et du statut des deux GSE. Raines dénonce une cabale républicaine contre la fonction même de Fannie Mae et Freddie Mac et rappelle, à l'attention de la Maison Blanche, le rôle essentiel qu'elles jouent pour l'électorat traditionnellement démocrate. Les républicains au Congrès, engagés dans le combat pour la présidentielle, qui se dénouera en novembre 2000, redoublent d'ardeur dans la dénonciation des « abus »³¹ de Fannie Mae. Ils sont relayés en cela par un groupe de pression nouvellement formé : le *FM Watch* (*Financial Markets Watch*)³², qui souhaite attirer l'attention du législateur sur « une augmentation insidieuse des attributions et du champ d'action de Fannie Mae et Freddie Mac »³³. C'est en quelque sorte une concurrence qu'ils considèrent déloyale qui est mise à l'index. Bien que l'ABA (*American Bankers Association*), n'ait pas souhaité être associée à

cette coalition, leur action vise à protéger leur segment de marché contre une présence potentiellement croissante de Fannie Mae et Freddie Mac³⁴.

- 18 Pourquoi Fannie Mae et Freddie Mac provoquent-elles tant de remous dans la classe politique et sur les marchés financiers à la fin des années 1990 ? Premièrement, les deux institutions paragonnées ont réussi à démultiplier l'aubaine de la baisse des taux d'intérêts qui caractérise la majeure partie des années 1990. En 1999, 6,1 millions d'habitations sont vendues aux États-Unis et 70 % des prêts hypothécaires à taux fixe consentis pour ces achats à des familles modestes sont rachetés par Fannie Mae ou Freddie Mac. En d'autres termes, elles garantissent 2 milliards de dollars en prêts hypothécaires³⁵. Afin de financer le rachat de ces prêts hypothécaires, elles ont eu recours à un endettement massif, qui bénéficie toujours de la « garantie implicite » de l'État fédéral. Le montant de leur dette est estimé en 1999 à 260 milliards de dollars. Ce sont donc deux géants sur le marché des prêts hypothécaires de bonne qualité. Parallèlement à cette croissance qui est intrinsèquement liée à la nature de leurs statuts – faciliter l'accès à la propriété – Fannie Mae et Freddie Mac ont aussi décidé d'investir des marchés de prêts hypothécaires plus risqués appelés pudiquement produits « non traditionnels ».

3. Fannie Mae et les prêts hypothécaires à risque

- 19 En effet, à la fin des années 1990, une nouvelle tendance se dessine dans la « marchandisation » des prêts hypothécaires. D'une part, la proportion des prêts hypothécaires a augmenté significativement dans les actifs des banques. En effet, les conditions très attrayantes d'octroi de crédit ont été facilitées par une politique de taux d'intérêts faibles de la Réserve fédérale. Par ailleurs, le marché des *subprimes* a aussi été alimenté par une technique de report du risque de crédit en cascade qui a pris la forme d'une titrisation massive des créances. De plus, à la suite de la crise russe de 1998, le marché des *subprimes* accuse une crise de liquidité qui conduit à la faillite de plusieurs firmes spécialisées³⁶. C'est alors que de grands établissements financiers tels que *Countrywide Financial*, *Chase Manhattan Bank* ou encore *Wells Fargo* décident, par effet de substitution, de développer leurs activités sur ce créneau. En effet, les bénéfices potentiels générés par le secteur des *subprimes* sont supérieurs à ceux des prêts classiques du fait du plus grand risque couru. C'est donc la perspective d'engranger des bénéfices supérieurs qui attire les principaux établissements financiers³⁷.
- 20 Le mécanisme qui se met en place est le suivant. Un grand nombre d'Américains se trouve attiré par des crédits alléchants qui leur permettent un accès – *a priori* – facile à la propriété d'un bien immobilier. Les taux d'intérêt sont faibles, et les biens immobiliers, par effet de bulle, s'apprécient rapidement ce qui laisse penser qu'en cas de problème dans le remboursement des prêts hypothécaires, le produit de la vente du bien immobilier acheté sera une garantie suffisante. Les établissements financiers consolident leur présence sur le marché des prêts hypothécaires à risque car la titrisation leur permet de minimiser « temporairement » le risque de crédit. Quant à Fannie Mae et Freddie Mac, elles commencent, au même moment, à intervenir sur le marché des *subprimes*. Elles justifient cette stratégie financière en soulignant qu'elles participent ainsi à la possibilité qui est offerte à des foyers très modestes d'accéder à la propriété – le rêve est à leur portée. Fannie Mae et Freddie Mac demeurent ainsi strictement dans le cadre de leur « mission ». Par ailleurs, dans le souci d'assurer des bénéfices en croissance pour leurs actionnaires, elles participent à l'expansion d'un secteur, considéré, en 2000, comme très porteur et qui peut leur offrir des perspectives de croissance inégales³⁸. Enfin, elles précisent qu'elles ne rachèteront et garantiront que la tranche la moins risquée des *subprimes*, les prêts dits *Alt-A* ou *A*³⁹.
- 21 Voilà donc un produit financier très risqué qui commence à s'arracher sur les marchés financiers et qui attire les firmes les plus établies à Wall Street. Selon une étude du *Department of Housing et Urban Development* (HUD), le volume de *subprimes* s'élève à 20 milliards de dollars en 1993, passe à 41 milliards en 1996, 150 milliards en 1998 et 450 milliards de dollars en 2004⁴⁰. La progression est fulgurante, et elle signale aussi que le marché des *subprimes* n'est plus marginal mais qu'il s'est désormais institutionnalisé. Les prêts hypothécaires à risque semblent être devenus le sésame de l'accès à la propriété tant convoitée aux États-Unis. Cette démocratisation, voire ploutocratisation du crédit, est alimentée par plusieurs affluents qui se conjuguent pour mettre en place un échafaudage financier d'une grande fragilité⁴¹. « L'indice de fragilité » de cet édifice est représenté par le risque encouru par toutes les parties prenantes : les foyers endettés, les établissements qui accordent le crédit à risque et le titrisent et Fannie Mae et Freddie Mac qui garantissent l'émission des prêts hypothécaires. La somme de ces risques discrets peut dépasser le risque total du fait de l'effet de levier et mettre en danger l'ensemble du système : c'est alors ce que l'on appelle le risque systémique.
- 22 Face à l'engagement de Fannie Mae sur le marché des prêts hypothécaires et face aussi à l'évolution de la physionomie du marché et à la pression politique, des promesses d'une plus grande transparence sur les comptes et la stratégie financière de Fannie Mae sont exigées. En octobre 2000, Franklin Raines dévoile une série de six « initiatives volontaires » qui permettront de faire toute la lumière sur le fonctionnement réel de Fannie Mae. Parmi ces initiatives, Raines s'engage, par souci de transparence, à publier l'écart de durée (*duration gap*), soit un indicateur de la sensibilité aux taux d'intérêts⁴², tous les mois et non plus seulement tous les trimestres.

- 23 À l'automne 2000, après une incertitude prolongée sur les résultats du vote en Floride, les démocrates perdent la présidence. George W. Bush, succède à Bill Clinton. Les tentatives, au Congrès, d'avancer sur la question de la réforme du statut de Fannie Mae et Freddie Macse poursuivent et plusieurs auditions sont organisées courant 2001. Certes Timothy Howard rappelle au tout début de son intervention que « l'immobilier est un moteur de la croissance économique [...] et c'est une source de richesse et de sécurité financière pour de nombreux foyers »⁴³ et, à ce titre, il entend, à la tête de Fannie Mae, poursuivre son engagement pour faire vivre le Rêve Américain (*American dream commitment*)⁴⁴. Alors que la conjoncture économique laisse entrevoir des signes de récession suite à l'éclatement de la bulle Internet, les bénéfices affichés par Fannie Mae semblent continuer leur imperturbable progression. Raines voit la vie en rose et il rappelle aux Cassandre qui évoquent des difficultés sous-jacentes peut-être mal évaluées, que les gens renoncent à bien des choses avant de renoncer à leur maison. C'est d'ailleurs ce qui, pour lui, rend ce métier [de pourvoir à l'accession à la propriété de son logement] si gratifiant. En effet, les publications trimestrielles des résultats pour le troisième trimestre 2001 soulignent que les pertes essuyées par Fannie Mae suite à des non-remboursements de prêts sont si basses, qu'elles pourraient doubler dans les cinq années à venir sans pour autant venir affecter les résultats de l'institution⁴⁵. Pourtant, plusieurs chiffres laissent entrevoir une augmentation exponentielle de l'endettement de Fannie Mae. Des projections calculées en 2001 estiment que le montant de leur dette dépassera, en 2005, celle du Trésor⁴⁶.
- 24 À l'automne 2001 apparaissent les premières révélations sur ce qui deviendra le scandale Enron. Une série d'abus caractérisés sont dévoilés et provoquent une onde de choc qui incite à une plus grande vigilance. À partir de 2002, les chiffres viennent confirmer que les anticipations de taux d'intérêt de Fannie Mae ne correspondent pas à la réalité d'une baisse importante des taux. Alors qu'Enron vient de s'effondrer et que les entreprises d'audit font l'objet de toutes les méfiances, PriceWaterHouseCoopers engage une analyse minutieuse des comptes de Freddie Mac. Ce qui la conduit à avouer, de son propre chef, que ses comptes ont été truqués pendant des années⁴⁷. C'est alors qu'Armando Falcon, le directeur de l'*Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO) créé en 1992 pour tuteller Fannie Mae et Freddie Mac, profite de la découverte de cette irrégularité pour confier à Deloitte&Touche la tâche de vérifier les comptes de Fannie Mae. Se met alors en place une coalition de raison entre plusieurs acteurs.
- 25 La Maison Blanche souhaite éviter à tout prix un nouveau scandale financier. Bien qu'elle considère Fannie Mae et Freddie Mac comme des bastions démocrates, elle s'allie temporairement à l'OFHEO pour prendre les devants d'une éventuelle débâcle. Alan Greenspan, quant à lui, met en garde le Congrès, créateur des GSEs, contre la taille prohibitive qu'elles ont atteinte et la responsabilité qui lui incombe si une difficulté financière devait plonger ces deux institutions dans un marasme financier. Marasme qui pourrait entraîner l'ensemble du système dans le chaos, ou forcer le gouvernement à les secourir. Frank Raines, conscient des suspicions renouvelées que le scandale Enron fait peser sur Fannie Mae, mais aussi de la volonté toujours présente de réformer ou de privatiser l'institution qu'il dirige, met en exergue les mesures qu'il a prises pour renforcer la gestion du risque.
- 26 C'est en s'appuyant sur le thème du discours de George W. Bush donné à Wall Street⁴⁸ qu'il résume en sept points sa stratégie face au risque. Alors que Bush rappelle la nécessité de la confiance que les Américains portent à leurs entreprises, Raines, dans une dialectique parfaite, commence par évoquer la taille de Fannie Mae qui en fait la deuxième plus grande institution financière aux États-Unis. Loin de la décrire comme un géant aux pieds d'argile il prend la mesure de son ambition et de ses succès. Trois phénomènes sont mis à l'index : la structure des rémunérations des dirigeants d'entreprise et l'utilisation trop importante des *stock-options* qui encourage les stratégies à court terme, son corollaire qui est l'affaiblissement de la place accordée aux fondamentaux de la part des dirigeants mais aussi des actionnaires, et enfin, le refus d'endosser toute responsabilité de la part de la direction. Ces trois phénomènes, de nature économique et éthique, sont à l'origine de la crise de confiance qui règne dans le monde des affaires aux États-Unis. « La prise de risque et la gestion du risque sont au cœur du système capitaliste » et c'est pour cela que Fannie Mae a placé l'identification et la gestion du risque au premier plan de ses priorités et qu'elle cultive plusieurs atténuateurs (*risk mitigants*)⁴⁹. Le rôle de son autorité de tutelle (OFHEO) arrive au premier plan des garanties contre une prise de risque excessive et incontrôlée. Mais Raines cite aussi le rôle des agences de notation, les exigences de fonds propres (*capital requirement*), les tests de résistance (*stress test*) économique et financier qui sont menés régulièrement, et la transparence concernant la conjoncture financière de Fannie Mae. Par cette profession de foi Raines conclut que son établissement pourrait être « utile au législateur mais aussi au gouvernement dans leur désir de renforcer la gestion du risque du système financier en général »⁵⁰. C'est un habit Rooseveltien que revêt Raines en cette occasion et Laurence Kotlikoff rappelle en effet que son nom est Franklin Delano Raines et qu'il a été baptisé ainsi en hommage à FDR⁵¹.
- 27 Les arguments de Raines, affaiblis par l'effondrement de Freddie Mac, ne parviennent cependant pas à convaincre. Des craintes s'installent concernant la gestion du risque lié à l'écart de durée. Ce chiffre qui exprime la différence entre les maturités des titres à l'actif et au passif du portefeuille de Fannie Mae est considéré comme mauvais, puisqu'à la mi-2003, il est estimé à environ quatorze mois. Il semble être le signe tangible d'une mauvaise gestion du risque. Armando Falcon, directeur de

l'OFHEO, annonce alors, en juillet 2003, qu'il veut engager une « analyse comptable particulière » de Fannie Mae, en complément de son enquête sur Freddie Mac.⁵² Le 10 septembre 2003, le secrétaire au Trésor John Snow et Mel Martinez, le directeur du *Department of Housing and Urban Development* qui abrite l'OFHEO, déclarent lors d'une audition au Congrès qu'ils envisagent de mettre en place un nouveau système de supervision de Fannie Mae et Freddie Mac⁵³. Le Congrès s'empresse de présenter deux propositions de loi, l'une à la Chambre et l'autre au Sénat, mais aucune d'entre elles ne survit aux pressions de la Maison Blanche qui ne souhaite pas se contenter d'un texte de loi en demi-teinte. Fannie Mae regimbe et monte une publicité télévisée qui est programmée le 31 mars 2004⁵⁴ alors que le Sénat s'apprête à débattre du projet de loi la concernant. Chuck Hagel, sénateur démocrate du Nebraska, s'indigne de ce qui apparaît bien comme une bataille rangée de Fannie Mae pour s'opposer coûte que coûte à toute action du Congrès. Fannie Mae veut revendiquer son « indispensabilité ». Dans une « lettre ouverte » publiée en avril 2004, Raines réfute un par un tous les arguments qui sont avancés pour « dépouiller » Fannie Mae de son statut de GSE et en faire une société purement privée. C'est en se réclamant de Daniel Patrick Moynihan⁵⁵ et de sa confrontation de la théorie aux faits que Raines rappelle une fois encore la mission qui est « l'alpha et l'oméga » de Fannie Mae : la possibilité donnée à toute famille américaine de la classe moyenne de posséder sa maison⁵⁶.

28 Par ailleurs, Raines prend garde au même moment de souligner que, si toutes les garanties sont prises dans la gestion du risque, celui-ci ne peut en aucun cas être supprimé. Le rôle de Fannie Mae est de « gérer et de disperser le risque représenté par des prêts hypothécaires à long terme et à taux fixe sur l'ensemble des marchés financiers américains, voire internationaux »⁵⁷. Et Raines tente de rassurer : si le risque systémique s'entend par la somme des risques liés à l'absence de transparence, le risque de liquidité, le risque inhérent à une sous-capitalisation, le risque de crédit, le risque de taux d'intérêt ou encore le risque propre au statut particulier de Fannie Mae, sur tous ces points, il n'y a pas lieu de considérer que l'institution est porteuse d'un risque systémique potentiel. Ce qui est d'ailleurs corroboré par un rapport commandé par Fannie Mae à l'économiste R. Glenn Hubbard de la *Columbia Business School* à la fin de l'été 2004⁵⁸.

29 Pourtant, c'est sur un autre aspect de sa gestion financière que Fannie Mae sera épinglée. En effet, le 22 septembre 2004, l'OFHEO remet son rapport d'enquête sur Fannie Mae intitulé *The Special Examination of Fannie Mae*⁵⁹. Les conclusions sont sans appel. Fannie Mae a menti et n'a pas respecté les règles comptables, elle a entretenu des pratiques visant à « limiter ou éradiquer » tous les processus de contrôle interne. Le témoignage de Roger Barnes, un ancien comptable de Fannie Mae, lui porte un coup quasi fatal :

Although Fannie Mae is a company that receives accolades for providing a diverse and positive work environment, it is also plagued by a corporate culture that uses threats, intimidation and reprisal, to create an atmosphere where even those employees with great integrity, employees who rightfully feel duty-bound to report improprieties and irregularities cannot risk doing so, fearing the retaliation that they know will follow.⁶⁰

30 L'OFHEO confirme également que les règles comptables ont été détournées afin de différer des pertes enregistrées sur les marchés de produits dérivés. Le directeur financier de Fannie Mae, Tim Howard, ainsi que Franklin Raines, sont directement épinglés. C'est le non-respect de deux règles comptables qui est plus particulièrement en cause. La règle FAS 91, qui concerne les commissions liées à l'émission de prêts et à leur rachat, ainsi que la règle FAS 133⁶¹ qui concerne le traitement comptable des produits dérivés et leur amortissement n'ont pas, selon l'OFHEO, été respectées. Fannie Mae pouvait ainsi afficher des résultats positifs et distribuer des sommes conséquentes sous forme de bonus à ses dirigeants, ce que le rapport appelle se « réserver une boîte de sucreries »⁶². Raines souligne la complexité de ces deux normes comptables, FAS 133 en particulier, et déclare :

Our purpose in describing our approach to these standards is not to argue that we are right and OFHEO is wrong. What we want to demonstrate is that we intended to do the right thing. In fact, when I certify our financial statements, I certify that these documents 'fairly present in all material respects the financial condition, results of operations and cash flows' of the company. That is a very serious statement and I take it very seriously. We engage in a rigorous due diligence process before I ever put a pen to paper and make that certification.⁶³

31 Fannie Mae demande à la SEC de procéder à une contre analyse des conclusions de l'OFHEO et la sous-commission des marchés de capitaux de la Chambre des représentants organise, à l'automne 2004, des auditions au cours desquelles sont entendus Armando Falcon (directeur de l'OFHEO) et Franklin Raines. Raines se défend en indiquant que les conclusions du rapport de l'OFHEO sont sans fondement et il recueille le soutien des membres démocrates de la commission, parmi lesquels on compte Barney Frank, qui deviendra, en 2006, le président de la Commission des affaires financières de la Chambre⁶⁴. Les démocrates tentent de montrer qu'au-delà de ce rapport, l'OFHEO veut tout simplement « la peau de Fannie Mae ». Mais à la surprise de Raines, la SEC confirme les conclusions du rapport de l'OFHEO. Les erreurs comptables sont avérées mais la SEC se garde cependant d'affirmer qu'elles ont été commises intentionnellement⁶⁵. Le 21 décembre 2004, Raines est obligé de démissionner. Face à cette décision, certains démocrates dénoncent une machination politicienne qui se ferait dans le dos des foyers américains désireux d'acheter leur maison. À Wall Street on regrette

ces révélations concernant Fannie Mae qui était devenue un pourvoyeur de commissions sans égal sur les marchés financiers. Pourtant, d'autres malversations sont découvertes dans le fonctionnement de Fannie Mae suite à la publication, en mai 2006, d'un nouveau rapport de l'OFHEO qui démontre que les résultats financiers affichés pendant des années par Fannie Mae et Freddie Mac n'étaient autres que des « illusions délibérément et systématiquement créées par leurs cadres dirigeants »⁶⁶. En janvier 2007, l'OFHEO annonce qu'il porte plainte au civil contre Raines et deux autres dirigeants de Fannie Mae pour fraude comptable portant sur la somme de 6,3 milliards de dollars. L'OFHEO espère ainsi récupérer près de 115 millions de dollars qui ont été versés sous forme de bonus à Franklin Raines et Timothy Howard, l'ancien directeur financier de Fannie Mae de 1998 à 2003⁶⁷. C'est un accord, conclu en avril 2008, qui mettra un terme à ces poursuites, et au terme duquel Franklin Raines paiera une amende de 24,7 millions de dollars, quant à Timothy Howard il s'acquittera de 6,4 millions de dollars⁶⁸.

32 Les déboires de Fannie Mae seront encore aggravés par l'éclatement de la bulle immobilière qui, naturellement, la touche de plein fouet⁶⁹. En septembre 2008, Fannie Mae, devenue « Baddie Mae »⁷⁰, est nationalisée⁷¹ (*conservatorship*) par le gouvernement américain pour lui éviter la faillite⁷². Le double jeu⁷³ auquel se prêtaient Fannie Mae et Freddie Mac avec l'appui du Congrès et de la Maison Blanche avait atteint son point de rupture car l'essence même de leur « mission », favoriser l'accès à la propriété pour l'Américain moyen, avait perdu son objet suite à l'effondrement du marché de l'immobilier⁷⁴. Après deux années d'étroit tutelage, de 2008 à 2010, l'Administration Obama publie en février 2011 un rapport destiné au Congrès dans lequel elle expose des axes de réforme possibles de Fannie Mae et Freddie Mac⁷⁵. L'essentiel du projet consisterait à diminuer la taille et l'emprise des deux GSEs et à rééquilibrer le rôle du gouvernement dans le soutien à l'accès à la propriété.

33 Ainsi, outre les aspects techniques des irrégularités comptables qui ont entaché la gestion de Fannie Mae la période tumultueuse qu'elle a connue depuis les années 1990, c'est-à-dire bien avant la crise actuelle, repose la question de la qualité de l'intermédiation financière. S'étant éloignées peu à peu de leur cœur de métier, Fannie Mae et Freddie Mac garantirent une proportion plus importante de prêts risqués et emportées par l'effondrement du marché de l'immobilier contraignirent le Trésor américain à leur apporter 130 milliards de dollars afin qu'elles puissent continuer à honorer leurs engagements⁷⁶. C'est dans une perspective de désintermédiation que le gouvernement Américain aborde la question de la réforme de Fannie Mae et Freddie Mac. En redonnant une place prépondérante au secteur privé dans le marché des prêts hypothécaires, le gouvernement souhaite ainsi retrouver une position de garant de la transparence des opérations et de protection du consommateur et non plus d'intermédiaire ou de partie prenante directe dans le marché des prêts hypothécaires qui alimente le vaste marché de l'immobilier.

Notes

1. Bethany McLean et Oliver Ryan, 2005, « The Fall of Fannie Mae », *Fortune*, 24 janvier, p. 122-140.

2. Congressional Budget Office, 1996, « Assessing the Public Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac », mai, p. 10, www.cbo.gov/ftpdocs/Oxx/doc13/FanFred.pdf

3. Sur le développement de la titrisation à partir des années 1970, voir Louis Hyman, 2010, « American Debt, Global Capital: The Policy Origins of Securitization », in Niall Ferguson, Charles S. Maier, Erez Manela et Daniel J. Sargent (dir.), *The Shock of the Global*, Cambridge, Belknap Press, p. 128-142.

4. Dwight Jaffee, 2003, « Interest Rate Risk of Fannie Mae and Freddie Mac », *Journal of Financial Services Research*, vol. 24, n° 1, août, p. 5-29 ; Jonathan Koppell, 2001, « Hybrid Organisations and the Alignment of Interests: The Case of Fannie Mae and Freddie Mac », *Public Administration Review*, vol. 61, n° 4, juillet/août, p. 468-482.

5. Benjamin Appelbaum, Carol D. Leonnig, David S. Hilzenrath, 2008, « How Washington Failed to Rein in Fannie, Freddie », *Washington Post*, 14 septembre, p. A01.

6. Un scénario similaire frappe les caisses d'épargne américaines au début des années 1980. Voir Edward J. Kane, 1989, *The S&L Mess: How Did it Happen ?*, Washington D.C., Urban Institute Press.

7. Department of Housing and Urban Development, 1987, *1986 Report to Congress on the Federal National Mortgage Association*, septembre, p. 100.

8. Janet Hewitt, 1999, « A Great Decade: Interview with Jim Johnson », *Mortgage Banking*, janvier, p. 94.

9. Ken Smikle, 1999, « Fannie Mae Sells American Dream », *Advertising Age*, vol. 70, n° 30, 19 juillet, p. 10.

10. Cela signifie que les conditions d'octroi des prêts sont très onéreuses. Plusieurs états ont, dans les années 1990, adopté des lois visant à limiter les pratiques abusives. Mais la première disposition fédérale, le *Federal Home Ownership and Equity Protection Act*, date de 1994. Elle définit une catégorie de prêts hypothécaires dits « très coûteux » (*high cost*) car assortis de taux d'intérêts et de frais excessifs. Selon le Département du Trésor, « Predatory lending involves engaging in deception or fraud, manipulating the borrower through aggressive sales tactics, or taking unfair advantage of a borrower's lack of understanding about loan terms. These practices are often combined with loan terms that, alone, or in combination, are abusive or make the borrower more vulnerable to abusive practices », cité dans Lucy M. Delgadillo, Luke V. Erickson, Kathleen W. Piercy, 2008, « Disentangling the differences between Abusive and Predatory Lending :

Professionals' Perspectives », *Journal of Consumer Affairs*, vol.42, n°3, automne, p.315. Voir également la campagne lancée en 2001 intitulée « What you don't know can hurt you », *American Banker*, vol.166, n°55, 21 mars, p.12.

11. « Fannie Foundation in Advertising Push », *American Banker*, vol.166, n°55, 21 mars 2001, p.12.

12. Hewitt, *op.cit.*, p.95.

13. Fannie Mae devient conforte dès lors sa position d'institution incontournable pour l'accèsion à la propriété, c'est donc l'aspect « tangible » et physique de sa mission : faciliter l'accès à l'immobilier pour les Américains ; mission qui la rend tout naturellement incontournable et indispensable.

14. Hewitt, *op.cit.*, p.99

15. La Fannie Mae Foundation a été créée en 1979. Dawn Kopecki et Adrian Reeves, 2007, « Philanthropy, Fannie Style », *BusinessWeek*, 2 avril, p.36-38 ; « Fannie Mae will Shut its non Profit Foundation », *Wall Street Journal*, 24 février 2007, p.A4 ;

16. Mc Lean et Ryan, p.125.

17. McKinley, V., 1997, « The Mounting Case for Privatizing Fannie Mae and Freddie Mac », Cato Policy Analysis n°293, 29 décembre, www.cato.org/pubs/pas/pa-293.html

18. *Assessing the Public Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac*, 1996, Congressional Budget Office Study, Congress of the United States, mai.

19. CBO Report, 1996, *op.cit.*, p.ix.

20. CBO Report, *op.cit.*, p.xi.

21. « the GSEs are a spongy conduit – soaking up nearly 1 dollar for every 2 dollars delivered », CBO Report, *op.cit.*, p.xiv.

22. June E. O'Neil, 1996, US House of Representatives, Committee on Financial Markets, CBO Testimony, 12 juin. www.cbo.gov/ftpdocs/46xx/doc4676/1996Doc15.pdf

23. Richard W. Stevenson, 1996, « Report is Skeptical of US Backed Home Mortgages », *New York Times*, 30 mai, p.D1.

24. Clay Chandler, 1998, « Raines Departing as Chief of OMB ; Clinton Aide to be CEO at Fannie Mae », *Washington Post*, 15 avril, p.A1.

25. James Peterson, 2000, « Fannie Mae's Franklin Raines: "We Believe in Big Goals" », *ABA Banking Journal*, janvier, p.36.

26. Franklin D. Raines, 2002, « Racial Equality in America: A Peril of Self-Delusion », *Vital Speeches of the Day*, 15 avril, p.400-404 ; Franklin D. Raines, 1999, « Equality in Home Ownership: Change and Threats », *Vital Speeches of the Day*, 22 avril, p.525-528.

27. *ABA Banking Journal*, *op.cit.*, janvier 2000, p.38.

28. Richard Baker et Tim W. Ferguson, 2000, « Popular Delusions », *Forbes*, 24 juillet, p.36.

29. Gary Gensler, 2000, US House of Representatives, Committee on Financial Services, Hearing on « Improving Regulation of Housing GSEs », 22 mars.

30. Dean Anison, 2001, « Congressman Baker v. Chairman Raines », *American Banker*, 1^{er} février, p.12A.

31. Voir en particulier Donald Manzullo (républicain de l'Illinois) et John Sweeney (républicain de New York). Kathleen Day, 2000, « Fannie Mae Hit on Lobbying Bid », *Washington Post*, 17 mai, p.E03.

32. Créé en 1999, le *Financial Markets Watch Group* est composé de banquiers qui voient en Fannie Mae un concurrent et sont bien déterminés à dénoncer les avantages dont bénéficie Fannie Mae. Cette coalition dirigée par Gerald Friedman, regroupe plusieurs PDG de grandes institutions financières telles que les présidents de *Chase Manhattan Bank*, *Wells Fargo*, *J.P.Morgan Chase & Co.*, *PNC Bank*, *General Electric*, *Household International*, ou encore AIG. « Fear of Fannie and Freddie », *Washington Post*, 18 juin 1999, p.E02 ; David Ignatius, 1999, « A US Government Hedge Fund », *Washington Post*, 10 mars, p.A23 ; Robert D. Hershey, 1999, « The Clouds over Freddie and Fannie », *New York Times*, 5 septembre, p.8.

33. L'expression « charter creep » est utilisée. Voir Brian Collins et Paul Muolo, 2001, « FM Watch Alleges GSE Threats », *National Mortgage News*, vol.25, n°24, 12 mars, p.1.

34. Paul Muolo, 2009, « What Happened to FM Watch », *National Mortgage News*, vol.33, n°23, p.1 & 18.

35. Patrick Barta, 2000, « Loan Stars », *Wall Street Journal*, 14 juillet, p.A1.

36. Sharon R. King, 1998, « The Market Turmoil: Russia's Impact », *New York Times*, 3 septembre, p.5 ; Pete Engardio, 1998, « A World of Trouble », *Bloomberg Business Week*, 15 juin, p.38-40.

37. « Considering Subprime ? », *Mortgage Banking*, octobre 2000, p.69.

38. Peter Spiegel, 1999, « Fannie and Its Enemies », *Forbes*, 29 novembre, p.128-131.

39. Les prêts hypothécaires à risque recouvrent en effet plusieurs niveaux de risque, des « moins » risqués, dits Alt-A, en passant par toutes les combinaisons B, C voire D (D étant les prêts les plus risqués dans la catégorie des *subprimes*, « Considering Subprime ? », *Mortgage Banking*, octobre 2000, p.71.

40. Rick Glass, 2005, « Hiring the Right People », *Broker*, avril-mai, p.50.

41. John V. Duca, 2001, « The Democratization of America's Capital Markets », *Financial Reserve Bank of Dallas Economic and Financial Review*, 2ème trimestre, p.10-19.

42. Cet écart de durée mesure la différence entre le moment où Fannie Mae reçoit les paiements sur les prêts hypothécaires et le moment où ses engagements arrivent à échéance. L'écart était fixé en moyenne à six mois au plus. Or, en août 2002, il atteignait quatorze mois. « Fannie's Duration Gap at Issue », *Asset Securitization Report*, 23 septembre 2002, vol.2, n°37, p.1-3 ; Alex Berenson, 2003, « Fannie Mae's Accounting Finds Critics of its Own », *New York Times*, 23 juin, p.1.

43. « Housing [is] a driver of economic growth [...] and it is a source of wealth and financial security for many households », Timothy Howard, 2001, US House of Representatives, Committee on Financial Services, *Hearing on Reforming Fannie Mae and Freddie Mac*, 11 juillet, p.1. <http://financialservices.house.gov/archive/hearings63.shtml>

44. Timothy Howard, *op. cit.*, p. 4.
45. Jon Birger, 2001, « The Rock », *Money*, décembre, p.37-40 ; Kenneth H. Gilpin, 2002, « Freddie and Fannie Look Solid and Steady », *New York Times*, 21 avril, p. 6.
46. Anne Kates Smith, 2001, « Fannie and Freddie in the Line of Fire », *US News and World Report*, 2 avril, p. 40.
47. John Tierney, 2003, « Irate Members of Congress Talk of Inquiries into Freddie Mac », *New York Times*, 11 juin, p. B1 ; Alex Berenson, 2003, « Report Says Freddie Mac Misled Investors », *New York Times*, 24 juillet, p. B1.
48. Discours de George W. Bush à Wall Street, 9 juillet 2002. www.pbs.org/newshour/bb/business/july-deco2/bush_7-9.html
49. Franklin Raines, 2002, « Strengthening Risk Management », *National Mortgage News*, 12 août, p. 4.
50. Quelques mois plus tard, Raines dirigera un groupe de travail, le *Corporate Governance Task Force*, au sein de la *Business Roundtable*. Ce groupe établira plusieurs principes fondamentaux d'une bonne gouvernance d'entreprise. Les six principes sont les suivants : 1) la rémunération du chef d'entreprise doit être en harmonie avec des objectifs à long terme, 2) la rémunération du PDG et des autres cadres dirigeants doit être établie par une 'commission chargée de la rémunération' (*compensation committee*), 3) cette commission de rémunération devra connaître de tous les aspects de la rémunération y compris les indemnités de licenciement et autres primes, 4) Le conseil d'administration demandera aux dirigeants de posséder et de conserver une participation importante dans le capital de l'entreprise, 5) Les actionnaires devront être informés en temps utile et de manière exhaustive concernant les rémunérations des dirigeants. Voir « Conversations : Franklin D. Raines, The Business Roundtable Looks at CEO Pay », *The Corporate Board*, janvier-février 2004, P. 32.
51. Kotlikoff, *Jimmy Stewart is Dead*, p. 51.
52. Erick Bergquist, 2003, « Fannie Mae Blinks on Duration Gap Criticism », *American Banker*, 16 juillet, vol. 168, n.135, p. 1 & 10.
53. John W. Snow, 2003, US House of Representatives, Committee on Financial Services, *Hearing on the Treasury Department's Views on the Regulation of Government Sponsored Enterprises*, 10 septembre, p. 2.
54. Voir www.youtube.com, 31 mars 2004, Fannie Mae.
55. Daniel P. Moynihan (1927-2003) fut sénateur démocrate de l'État de New York de 1976 à 2000 ; il a présidé la Commission des affaires financières durant le 103^e Congrès.
56. « An Open Letter From Frank Raines », *Mortgage Banking*, avril 2004, p. 43-48.
57. Franklin Raines, « No Way to Eliminate Risk », *National Mortgage News*, 24 mai 2004, p. 4.
58. Paula Dwyer, 2004, « Just How Risky are Fannie and Freddie ? », *BusinessWeekOnline*, 16 septembre.
59. www.fhfg.gov/webfiles/748/FNMfindingstodate17sept04.pdf
60. « Bien que Fannie Mae ait été saluée pour avoir mis en place un environnement de travail positif et diversifié, on est aussi confronté dans ses murs à une culture d'entreprise dans laquelle on a recours aux menaces, aux intimidations et aux représailles pour créer une atmosphère dans laquelle même les employés qui font preuve de la plus grande intégrité, les employés qui se font un devoir de porter à connaissance les inconvenances et les irrégularités ne peuvent pas prendre le risque de le faire car ils craignent la vengeance dont ils savent qu'elle ne manquera pas. », Roger Barnes, 2004, US House of Representatives, Committee on Financial Markets, *Hearing on the OFHEO Report : Allegations of Accounting and Management Failure at Fannie Mae*, 6 octobre, p. 1.
61. Ces deux règles comptables sont édictées par le FASB (*Financial Accounting Standards Board*). www.fasb.org.
62. Vingt et un cadres dirigeants de Fannie Mae se partagent 245 millions de dollars, « Fannie is accused of cookie-jar reserving », Todd Davenport, 2004, « What's Next for Fannie ? A Primer on the Issues », *American Banker*, vol. 169, n° 189, 30 septembre, p. 1 & 16.
63. « En décrivant notre approche de ces normes nous ne cherchons pas à dire que nous avons raison et que OFHEO a tort. Ce que nous voulons montrer c'est que nous avons l'intention de faire ce qui est juste. Ainsi, lorsque je certifie nos comptes, je certifie que ces documents "représentent dans tous leurs aspects matériels la condition financière, l'état des opérations et les cash-flows" de la société. C'est une déclaration très sérieuse et je la prends très au sérieux. Nous nous soumettons à une procédure de contrôle très rigoureuse avant que je ne prenne mon stylo et que je ne certifie ces documents par ma signature. », Franklin Raines, 2004, « How we Use Derivatives », *National Mortgage News*, 18 octobre, p. 4 & 18.
64. Les démocrates sont très virulents avec Falcon lors des auditions mais Barney Frank se ravisa après la démission de Raines en décembre 2004. Il déclare que « to the extent that any executive compensation was enhanced as a result of inaccurate accounting, it must be repaid to the corporation », voir Paul Muolo et Brian Collins, 2005, « OFHEO In Charge as Fannie Execs Exit », *National Mortgage News*, 3 janvier, p. 1 & 21.
65. « Blow for Raines as SEC Tells Fannie to Restate Results », *Euroweek*, 17 décembre 2004, p. 4 ; John D. McKinnon, 2004, « Damage Report », *Wall Street Journal*, 17 décembre, p. A1 ; Gretchen Morgenson, 2004, « At Fannie, the Ties that Bind », *New York Times*, 26 décembre, p. B1.
66. « Fannie Mae Finds More Errors in Books », *New York Times*, 11 novembre 2005, p. B3 ; OFHEO, 2006, *Report of the Special Examination of Fannie Mae*, mai. www.fhfa.gov/webfiles/747/FNMSPECIALEXAM.pdf
67. Brian Collins, 2007, « Fraud Charges Against Raines », *National Mortgage News*, 1^{er} janvier, p. 1.
68. Brian Collins, 2008, « Former Fannie Chief Raines Reaches Settlement with OFHEO », *National Mortgage News*, 28 avril, p. 8.
69. Peter J. Wallison et Charles W. Calomiris, 2009, « The last trillion-dollar Commitment: the Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac », *Journal of Structured Finance*, vol. 15, n° 1, printemps, p. 71-80.
70. « Fannie Mae Enron, the Sequel », *Wall Street Journal*, 17 août 2009, p. A10.
71. Le terme de nationalisation n'est pas employé pour décrire la situation de Fannie Mae et Freddie Mac mais elles sont toutes deux placées dans un « conservatorship » et placées directement sous la tutelle du gouvernement américain. Cette nationalisation représente 86,6 milliards de dollars pour Fannie Mae et 61,3 milliards de dollars pour Freddie Mac ;

Edward J. DeMarco, 2010, US House of Representatives, Committee on Financial Services, *Hearing on the Current State of GSEs*, 26 mai, p. 1-2.

72. Lowenstein, *The End of Wall Street*, p.155-170 ; Charles Duhigg, 2008, « Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point », *New York Times*, 5 octobre, p. B1.

73. Richard S. Carnell, 2001, US House of Representatives, Committee on Financial Services, *Hearing on Reforming Fannie Mae and Freddie Mac*, 11 juillet, p. 6-9.

74. Jo Becker, 2008, « White House Philosophy Stoked Mortgage Bonfire », *New York Times*, 21 décembre, p. A1.

75. White House, *Reforming America's Housing Finance Market. A Report to Congress*, février 2011.

76. Voir *Housing and Economic Recovery Act* (2008), P.L. 110-289 et White House, *Reforming America's Housing Finance Market*, p. 7.

Le texte et les autres éléments (illustrations, fichiers annexes importés) sont sous **Licence OpenEdition Books**, sauf mention contraire.

Référence électronique du chapitre

ZUMELLO, Christine. *Chapitre 5 : Fannie Mae et Freddie Mac : des agences gouvernementales publiques et privées* In : *L'intermédiation en question* [en ligne]. Paris : Presses Sorbonne Nouvelle, 2011 (généré le 10 mars 2024). Disponible sur Internet : <http://books.openedition.org/psn/6757>. ISBN : 978-2-87854-910-2. DOI : <https://doi.org/10.4000/books.psn.6757>.

Référence électronique du livre

ZUMELLO, Christine. *L'intermédiation en question*. Nouvelle édition [en ligne]. Paris : Presses Sorbonne Nouvelle, 2011 (généré le 10 mars 2024). Disponible sur Internet : <http://books.openedition.org/psn/6748>. ISBN : 978-2-87854-910-2. DOI : <https://doi.org/10.4000/books.psn.6748>.
Compatible avec Zotero