

Mauvaises et bonnes réglementations

**LA CHRONIQUE DE
JACQUES CRÉMER
ET CHRISTIAN GOLLIER**

Plus de soixante-dix ans après, il reste encore beaucoup de zones d'ombre sur les causes de la Grande Dépression, et on n'identifie toujours pas précisément lesquelles des politiques gouvernementales ont été utiles pour en sortir. On peut donc être étonné de la confiance que certains commentateurs ont dans les mesures qu'ils préconisent pour sortir de la crise de 2008. Bien que les cris de « Keynes avait raison » et « il nous faut plus de régulation » dominent les médias, l'intervention publique elle-même semble avoir contribué à la crise. Ou plutôt, une régulation qui laissait trop de place à l'influence politique de circonstance a contribué à la crise. Il est important d'en tirer les leçons pour le choix des réformes des systèmes bancaires et financiers mondiaux.

Le gouvernement américain a créé Fannie Mae, en 1938, et Freddy Mac, en 1970, pour racheter les prêts immobiliers aux banques et établissements assimilés. Ils créent des titres dont les détenteurs reçoivent les paiements, principal et intérêt, des emprunteurs une fois déduit les frais de gestion. Ces paiements sont garantis par les deux agences. Ce montage permet à un prêteur de rapidement trouver de nouveaux fonds qu'il peut utiliser dans de nouveaux prêts hypothécaires, et favorise ainsi l'accès à la propriété des ménages.

Les relations de ces deux agences, des « Government Sponsored Entreprises », avec le gouvernement américain sont ambiguës. Elles sont privées, et la loi exclut toute garantie du gouvernement américain aux titres qu'elles vendent ; cependant, en 2007, Vernon Smith, prix Nobel d'économie, pouvait les décrire comme des « agences implicitement garanties par le contribuable » !

Il semble que ces ambiguïtés ont joué un rôle important dans la crise qui les a amenées à être renflouées par le gouvernement américain l'été dernier. Dans un long article qui décrit les raisons qui les ont conduites à prendre de plus en plus de risques, le « New York Times » a mis en avant plusieurs facteurs. D'abord des pressions venant du marché. Des banques d'investissements, tels Bear Stearn, Lehman Brothers et Goldman Sachs, avaient commencé à leur faire directement concurrence ; Fannie Mae vit sa part de marché monter jusqu'à 44 % des prêts immobiliers américains en 2003, puis décroître à 22 % en 2005. À ceci se rajoute une pression de la part des membres du Congrès, surtout démocrates, qui désiraient que les

deux agences en fassent plus pour aider les ménages défavorisés à financer leurs achats immobiliers. Enfin, le ministère américain du Logement, responsable de leur régulation, les autorisa à augmenter leur portefeuille dans cette direction. Soumis à ces pressions, elles acceptèrent de garantir de plus en plus de prêts faits à des ménages qui n'avaient pas fourni les documents demandés d'habitude pour faire la preuve de leurs revenus. Le « New York Times » met en évidence que cette évolution se fit alors même que Fannie Mae était incapable de mesurer les risques qu'elle prenait ce faisant.

Durant le premier week-end de septembre 2008, le gouvernement américain prit le contrôle de Fannie Mae et de Freddy Mac. Il est impossible de savoir quelle est la part de responsabilité de cette affaire dans la crise plus large que nous vivons. Mais il n'est pas impossible d'en tirer des leçons.

Au cours des vingt dernières années, la théorie moderne de la régulation a mis en avant le rôle essentiel des régulateurs indépendants. Dans un article publié dans « l'American Economic Review » en 2004, Eric Maskin et Jean Tirole montrent que les citoyens préféreront déléguer certaines décisions à des bureaucrates, plutôt qu'à des politiciens, quand ils sont mal informés, quand acquérir l'in-

A la fois l'exécutif et le législateur américains sont intervenus dans la gestion de Fannie Mae et de Freddy Mac, et cela s'est révélé catastrophique.

formation leur est trop coûteux, et quand la qualité de la décision ne peut être observée qu'avec des délais. La puissance publique doit faire le choix d'une politique générale, et en laisser l'application à un régulateur, qui doit avoir des objectifs clairs et précis, ainsi que les moyens de les atteindre. Cela lui permet de se prémunir contre les pressions politiques à court terme. A la fois l'exécutif et le législateur américains sont intervenus dans la gestion de Fannie Mae et de Freddy Mac, et cela s'est révélé catastrophique.

Ces leçons sont importantes pour la France au moment où le gouvernement appelle à une intervention accrue de l'État dans l'économie. Sous un contrôle démocratique vigilant, les instances publiques doivent définir des objectifs clairs à leurs interventions dans la sphère économique. Les structures de gouvernance mises en place pour réguler les marchés dans ce cadre doivent être indépendantes et obéir à des règles transparentes et stables.