

ÉRIC MONNET

EDWARD GRAMLICH

Cassandre des subprimes

Edward Gramlich, économiste américain, était un des gouverneurs de la Fed. Il est mort peu de temps après le déclenchement de la crise des *subprimes*, en 2007. Crise qu'il avait pressentie, alertant Alan Greenspan, le président de la Fed, des risques potentiels. Pourquoi n'a-t-il pas tout fait pour empêcher l'éclatement de la bulle immobilière? Éric Monnet nous décrit les coulisses de la politique financière américaine dans les années 2000.

9 août 2007. Baudoin Prot, président de la BNP, annonce que sa banque gèle trois fonds d'investissement sur le marché du prêt immobilier des États-Unis, trois fonds adossés à un type de prêt plus risqué que les autres, une sorte de deuxième classe, une zone d'ombre du crédit dans laquelle seuls quelques courtiers téméraires ont l'habitude de pénétrer: les «*subprimes*».

17 août 2007. Les pouvoirs publics prennent conscience que cette décision et les remous qu'elle a causés sur les marchés financiers risquent d'avoir des conséquences importantes et difficilement maîtrisables: la Banque centrale des États-Unis, la Fed, baisse son taux directeur afin de restaurer la confiance dans le système, tandis qu'en France Christine Lagarde reçoit Baudoin Prot et lui demande de s'expliquer sur sa stratégie de communication. Les trois fonds de la BNP seront rouverts une semaine plus tard et personne ou presque ne saisit alors l'ampleur du désastre qui sommeille dans le court mot «*subprimes*» qui vient de faire une entrée encore discrète dans le vocabulaire médiatique et politique.

18 août 2007. Le *New York Times* publie un étrange article¹. On y lit une longue et minutieuse description de l'agonie d'un homme, et sa tragédie: assister, impuissant, à l'écroulement d'un monde dont il aurait pu être le sauveur. Cet homme, c'est Edward Gramlich. Il souffre d'une leucémie myéloïde chronique, un cancer rare

qui attaque les globules blancs et pour lequel il n'existe pas vraiment de traitement efficace. À l'hôpital John Hopkins de Baltimore, les médecins lui ont proposé un traitement expérimental, très lourd, avec des chances de réussite très incertaines. Edward Gramlich a refusé, expliquant par téléphone au journaliste du *New York Times*: «*Je n'en avais pas envie.*» Avec l'aide de sa femme, il se renseigne dorénavant pour entrer en soins palliatifs. L'article commence par ces mots: «*Cela aurait dû être l'heure d'Edward Gramlich.*»

3 septembre 2007. La IKB Deutsche Industriebank, une banque allemande de taille moyenne (la vingt-septième du pays) basée à Düsseldorf, et historiquement spécialisée dans le financement des PME industrielles de la Rhénanie-Westphalie, annonce un déficit de plus d'un milliard d'euros, essentiellement dû à des pertes subies sur le marché immobilier des États-Unis. C'est la plus grande perte européenne due à la crise des *subprimes*, d'autant plus inquiétante qu'elle touche une banque dont l'activité habituelle n'a rien à voir avec l'immobilier, et qu'elle survient à la suite de problèmes annoncés par la BNP, Axa ou UBS. Panique sur les marchés. Le taux auquel se prêtent les banques atteint le 4 septembre un niveau historique, signe de défiance généralisée.

6 septembre 2007. Le *Washington Post* annonce le décès d'Edward Gramlich: «*Edward M. Gramlich, soixante-*

*huit ans, ancien gouverneur de la Réserve fédérale, qui tenta sans succès de pousser Alan Greenspan, son président, à réprimer plus sévèrement les prêts irrationnels avant le boom du crédit hypothécaire, est décédé le 5 septembre d'une leucémie à la Washington Home and Community Hospices. Il résidait à Washington*².»

AINSI PEUT- ON RÉSUMER LA VIE PUBLIQUE D'EDWARD GRAMLICH,

telle qu'elle s'est écrite dans les grands médias généralistes. Gramlich, l'homme qui avait vu le danger des *subprimes*, l'homme qui avait prévu l'éclatement de la bulle de l'immobilier, mais aussi l'homme que l'on a refusé d'écouter, celui dont les propositions de régulation avaient été repoussées, au sein du conseil des gouverneurs de la Banque centrale américaine où il siégeait, par le charismatique et tout-puissant Alan Greenspan. Cassandre³ de la crise financière, condamné à n'être jamais cru, il meurt tel Écho repoussée par Narcisse, tandis que sa voix continue de hanter le monde de la finance et des banquiers centraux. En réalité, le mythe avait commencé à s'écrire trois mois auparavant, cette

fois dans la presse économique. En juin 2007, Gramlich vient de publier un livre⁴ dans lequel il critique le marché des *subprimes* et propose de le réformer. Cela fait quelques mois que la bulle a éclaté aux États-Unis, mais le phénomène n'a pas encore dépassé les frontières, et beaucoup, dont Gramlich lui-même, pensent encore que la crise restera cantonnée au marché de l'immobilier. À la sortie de son livre, Gramlich aurait donc pu simplement apparaître comme un pompier lucide et courageux, le premier sur les lieux de l'incendie. Mais un article du *Wall Street Journal* signé Greg Ip⁵, spécialiste de la Fed, va modifier la perception du livre et faire de l'opposition Gramlich vs. Greenspan un symbole des errements politiques, institutionnels et idéologiques qui ont précédé et provoqué la crise⁶. Une fois celle-ci mondiale, les commentateurs n'auront de cesse d'évoquer ce cas et d'en conclure que Greenspan avait toutes les cartes en main pour éviter le désastre financier de 2007⁷. Les références au martyr Gramlich abondent sous la plume d'économistes renommés et critiques — Paul Krugman, prix Nobel d'économie, Simon Johnson, ancien économiste en chef du FMI, ou Benjamin Friedman, professeur à Harvard⁸.

Qu'y a-t-il dans cet article du *Wall Street Journal* pour ainsi faire de Greenspan, le «Gourou des marchés», la figure du méchant, et de Gramlich celle du gentil? Il révèle que Gramlich, qui siégeait au conseil de la Fed entre 1997 et 2005, avait dès 2000 proposé à Greenspan que la Banque centrale utilise ses attributions réglementaires pour enquêter sur les «prêts rapaces», ou octrois abusifs de crédit (*predatory lending*), et les contrôler plus strictement. Conscient de l'aversion du président de la Fed pour la réglementation et de l'aspect sensible du sujet, Gramlich ne l'a jamais mis à l'ordre du jour officiel. Il s'est contenté de

l'évoquer dans une conversation personnelle avec Greenspan (qui affirmera ne pas s'en souvenir, tout en confirmant son opposition à la réglementation). C'est donc à partir d'une conversation privée que Gramlich a acquis son statut de héros et de Cassandre, et que «l'aveuglement» de Greenspan a été de plus en plus condamné. Pendant les années de son mandat (1987-2006), rares pourtant étaient ceux qui s'intéressaient aux attributions régulatrices de la Fed...

ON NE SAIT POURTANT PAS GRAND- CHOSE DE LA RELATION

entre Greenspan et Gramlich, ni de la position du second sur la réglementation des *subprimes*, et les auteurs mobilisant la figure tragique de Gramlich n'ont pas vraiment cherché à en savoir plus. S'il est important de discuter le refus de Greenspan, on peut également se demander pourquoi Gramlich, s'il savait que la crise allait éclater, n'a pas insisté davantage. Proche du Parti démocrate (il avait été conseiller du président Clinton pour la réforme de la sécurité sociale et avait été nommé par lui à la Fed en 1997), aurait-il manqué de courage au moment d'affronter Alan Greenspan, dont le néo-libéralisme et la proximité avec les républicains étaient connus de tous⁹? Le seul à avoir soulevé cette question est Greenspan lui-même, lors de son audition par la Commission d'enquête du Congrès sur la crise financière, le 7 avril 2010¹⁰. Après un éloge de son défunt collègue, qu'il décrit comme un ami proche, Greenspan défend ses positions et précise qu'Edward Gramlich n'a jamais évoqué le

sujet au sein du comité des gouverneurs. «*C'est lui qui avait choisi de ne pas mettre ces questions sur la table.*» Insistant là-dessus, Greenspan ne fournit pas d'explications mais laisse entendre que Gramlich lui-même n'était pas personnellement convaincu de la nécessité d'une régulation.

Deux jours après, on lit dans le *New York Times*¹¹ les réactions indignées d'amis de Gramlich... mais également des extraits d'une lettre que ce dernier, alors à l'hôpital, avait envoyée à Greenspan à l'été 2007. Mentionnant son différend avec le président de la Fed, il le qualifie de «*petit accident*» et ajoute: «*Si j'avais été aussi sûr de moi à l'époque, j'aurais fait un plus grand scandale.*» Et en effet, les positions publiques de Gramlich pendant sa période à la Fed ne montrent pas d'avis très tranché sur la question de la régulation des *subprimes*. Dans ses déclarations de 2000, 2002, ou 2004, il s'inquiète bien de l'important taux de non-remboursement des prêts et se prononce en faveur d'un meilleur contrôle des banques. Il insiste également sur la nécessité de faire entrer les sociétés indépendantes de crédit hypothécaires (15% du marché) dans le giron du contrôle de la Réserve fédérale. Mais dans l'ensemble, le gouverneur Gramlich se montre très favorable au développement du marché des *subprimes*... parce qu'il permet à plus d'Américains d'accéder à la propriété. Le fait que le marché des *subprimes* ait plus que doublé entre 2003 et 2006 est avant tout une «*aubaine*» et, conclut-il, «*malgré quelques mises en garde, le bilan social net des récentes tendances du marché est probablement très positif*¹²».

En clair, les positions exprimées par Gramlich, que ce soit au conseil de la Fed ou dans son bilan personnel de l'évolution du marché immobilier, ne sont pas très différentes des conceptions générales de Greenspan, telles que celui-ci les défend dans son

autobiographie: «J'étais conscient que le relâchement des garanties demandées aux souscripteurs de prêts subprimes augmentait le risque financier et que les aides à l'accession à la propriété faussaient le marché. Mais je croyais à l'époque, et je le crois toujours, que les bénéfices de l'extension de la propriété immobilière valaient la peine de prendre ce risque¹³.» Étonnante confession de l'ancien président de la Banque centrale des États-Unis. Elle explique à elle seule comment la Fed, afin d'assurer le développement de la propriété, a négligé les risques financiers et comment cet impératif a guidé sa politique de régulation pendant les années 1990-2000. On comprend mieux alors l'opposition de Greenspan aux suggestions de Gramlich, mais aussi pourquoi ce dernier, à l'image de toute la bureaucratie américaine, était sans doute lui aussi convaincu des bienfaits de cette politique.

C'EST AUSSI UN SIGNE DES TEMPS. CAR CETTE CONFESION

prend tout son sens dans un état d'esprit, voire une idéologie, célébrant la déréglementation, le retrait de l'État et la «société des propriétaires» dont Georges W. Bush a fait un slogan à partir de 2003: «Si vous possédez quelque chose, vous participez de manière vitale au futur de ce pays. Plus il y a de propriété en Amérique, plus il y a de vitalité en Amérique, et plus les gens ont une part vitale dans le futur de notre pays¹⁴.» «Nous sommes en train de créer une société de propriétaires dans ce pays, dans laquelle toujours plus d'Américains auront la possibilité d'ouvrir la porte de l'endroit où ils vivent, et diront:

«Bienvenue dans ma maison», «Bienvenue dans ce que je possède¹⁵.»

La «société de propriétaires» que George Bush promeut ne se résume pas à une aide financière: c'est un ensemble de valeurs morales que la propriété immobilière finit par symboliser. Et c'est ce déplacement du sens qui a pu faire de l'acquisition d'une maison par un citoyen le but suprême de la politique économique, un impératif devant lequel les risques financiers ne sont que des préoccupations de seconde zone. Le mandat de la Banque centrale des États-Unis, précisé dans le Humphrey-Hawkins Full Employment Act de 1978, lui assigne pourtant des objectifs précis: une inflation stable, un taux d'emploi le plus élevé possible et la croissance de la production. On peut penser que la stabilité financière permet d'atteindre ces objectifs. La propriété immobilière, elle, n'a pas grand-chose à voir avec eux. Quand l'homme qui a tenu les rênes de la Fed pendant dix-huit ans avoue que c'est ce qui a guidé une grande partie de sa politique, il y a de quoi être surpris.

Edward Gramlich a vu le danger représenté par la faiblesse du taux de remboursement des prêts *subprimes* et a pu suggérer une extension de la réglementation. Mais il ne s'est pas élevé contre cette idéologie faisant des *subprimes* la voie royale vers la propriété et ses vertus morales. Ce dont Gramlich n'a jamais parlé non plus, ni dans ses discours ni dans son livre de 2007, ce sont les conséquences de la tritisation, c'est-à-dire la revente des prêts *subprimes* par des sociétés de prêts hypothécaires à des banques qui les agrègent et les revendent à leur tour comme produits financiers: des «dérivés de crédit», et plus exactement, des «*asset-backed securities*» (ABS) (valeur mobilière adossée à un actif). Un ABS est généralement constitué d'un paquet de plusieurs milliers de crédits qui ont chacun un montant

unitaire de plusieurs centaines de milliers de dollars. Étant donné que les taux d'intérêt sur ces crédits sont très élevés (car les emprunteurs sur le marché des *subprimes* — ménages pauvres, endettés — sont peu fiables), le rendement espéré reste très élevé même si le taux de non-remboursement est lui-même élevé. La responsabilité de ce mécanisme dans la crise est maintenant connue et bien identifiée, mais son lien avec la «société de propriétaires» de Bush est moins évident. Si Gramlich a émis des réserves sur le développement des *subprimes*, c'est parce qu'au sein de la Fed, il dirigeait la Commission sur la protection des consommateurs, où il s'est attaqué aux octrois abusifs de prêts. La protection du consommateur était totalement déconnectée de la question du développement du marché des dérivés de crédit¹⁶.

COMMENT DES VALEURS POLITIQUES PEUVENT PÉNÉTRER UNE

administration et s'installer dans les esprits, devenant plus puissantes que les règles officielles ou les cadres juridiques, voilà ce que montre l'histoire d'Edward Gramlich et d'Alan Greenspan. Il y a là comme une illusion de neutralité: comme si les choix de politique et de réglementation étaient isolés des valeurs morales des individus qui les mettent en place. Illusion encore plus puissante dans le domaine de la politique monétaire, où le discours officiel explique que la Banque centrale applique une règle de bonne conduite économique de manière transparente et indépendante du pouvoir. Et lorsqu'une telle idéologie

s'impose et domine, la réflexion et la critique s'en retrouvent morcelées, éparpillées; il devient difficile d'insuffler un contre-discours global et cohérent.

AUJOURD'HUI, LE TAUX DE PROPRIÉTAIRES AUX ÉTATS-UNIS EST RETOMBÉ

à son niveau de 2001. La bulle immobilière s'est écroulée et le rêve de Bush ne s'est pas réalisé. Fin 2008, une maison sur 355 aux États-Unis était saisie, ou son propriétaire en défaut de paiement. L'historien Thomas Sugrue, spécialiste de l'histoire urbaine américaine, ironise en titrant un article «Le nouveau rêve américain: la location¹⁷» Revenant sur les raisons de la crise immobilière, il explique comment «chaque génération a renouvelé le credo selon lequel ce sont les propriétaires qui assurent la défense de la Nation. Pendant la guerre froide, les propriétaires constituaient l'armure morale qui protégeait l'Amérique des redoutables influences extérieures.» Au début des années 2000, le mécanisme de titrisation, les prêts subprimes et les aides toujours plus importantes du gouvernement au crédit immobilier ont accompagné le rêve de la propriété et l'ont rendu presque tangible. «Tout le monde pouvait devenir un investisseur, tout le monde pouvait devenir riche. La notion de "maison-refuge" s'était transformé en "maison-jackpot".» Sur un plan purement financier, l'économiste Eugene White explique bien qu'avoir forcé les plus pauvres à investir tout leur argent dans un seul bien, la propriété immobilière, est une aberration: «Aucun conseiller financier ne suggérerait d'investir toutes ses économies dans un seul bien. C'est pourtant ce qui s'est

passé avec la promotion acharnée de la propriété pour tous¹⁸.»

Edward Gramlich avait pressenti que quelque chose ne tournait pas rond. Les grains de sable crissaient déjà dans un mécanisme dont il n'envisageait pas pour autant la perversité et l'absurdité générales. Il aurait pu être le Paul Revere du *xxi^e* siècle¹⁹, mais il n'y a pas de héros qui ne sache contre qui il combat. Il y avait à Washington une armée d'aveugles et de Don Quichotte, dans laquelle, comme dans un mauvais roman d'aventure, il y eut même quelques traîtres, qui surent s'enrichir et défendre leurs intérêts personnels en cachant les risques dont ils avaient connaissance²⁰. La façon dont on a voulu faire de Gramlich un martyr, après l'éclatement de la crise, et de Greenspan un tyran mal-faisant, est symptomatique d'un sentiment ambivalent de culpabilité collective et d'incompréhension générale; il est plus facile et rassurant de pointer quelques-uns du doigt et de penser que l'on aurait pu suivre le bon prophète.

Au-delà du mythe, que restera-t-il d'Edward Gramlich? En tant que directeur de la Commission sur la protection des consommateurs à la Fed, il dirigeait la société NeighborWorks, une organisation semi-publique chargée de revitaliser les quartiers défavorisés. Aujourd'hui, NeighborWorks a donné le nom de Gramlich à son programme de formation et d'enseignement, en l'honneur de celui qui avait contribué dès 2004 à fonder le NeighborWorks Center for Foreclosure Solutions («Centre pour une alternative aux saisies immobilières»). Cet organisme, une des dernières créations de Gramlich, a été après 2007 un soutien vital pour de nombreux ménages, qui ont pu traverser la crise sans perdre leur maison. Si Gramlich n'a pas su mettre en place les réglementations qu'il souhaitait, il avait créé ce filet: ce fut sa dernière œuvre. ■

1. *The New York Times*, 18 août 2007, «Being Right is Bittersweet for a Critic of Lenders». | 2. *The Washington Post*, 6 septembre 2007, «Fed Governor Edward M. Gramlich». | 3. La palme de la métaphore revient encore à un éditorial d'Adam Cohen dans le *New York Times* du 18 avril 2010, «Cassandra, the Ignored Prophet of Doom, Is a Woman for Our Times», dans lequel Gramlich côtoie certaines personnes qui avaient prévu les désastres de Katrina à La Nouvelle-Orléans. | 4. EDWARD M. GRAMLICH, *Subprime Mortgages. America's Latest Boom and Blust*, Urban Institute Press, 2007. | 5. *The Wall Street Journal*, 9 juin 2007, «Did Greenspan Add to Subprime Woes? Gramlich Says Ex-Colleague Blocked Crackdown On Predatory Lenders Despite Growing Concerns». | 6. Les critiques vis-à-vis de Greenspan se sont multipliées après la crise de la part de journalistes, économistes et hommes politiques. Elles portèrent non seulement sur ses positions contre la réglementation financière mais aussi contre une politique monétaire trop accommodante qui aurait alimenté la bulle immobilière. | 7. Autre exemple: l'article du *New York Times* du 18 décembre 2007, «Fed Shrugged as Subprime Crisis Spread». | 8. PAUL KRUGMAN, «A Subprime Catastrophe Foretold», *Der Spiegel*, 26 octobre 2007; SIMON JOHNSON et JAMES KWAK, *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Crisis*, 2009; BENJAMIN FRIEDMAN, «Chairman Greenspan's Legacy», *The New York Review of Books*, 20 mars 2008. | 9. Greenspan, nommé par Ronald Reagan à la tête de la Fed, était un proche de Ayn Rand, philosophe influente défendant des idées libertariennes. Il se définissait lui-même comme un républicain libertarien. Au cours des premières années de son mandat à la Fed, il avait montré une certaine neutralité politique, ce qui lui permit d'être renommé par Clinton. | 10. Disponible sur le site internet de la Financial Crisis Inquiry Commission [http://www.fcic.gov] | 11. *The New York Times*, «Greenspan Criticized for Characterization of Colleague», 9 avril 2010. | 12. EDWARD GRAMLICH, 21 mai 2004, «Subprime Mortgage Lending: Benefits, Costs and Challenges», disponible sur [http://www.federalreserve.gov/] | 13. ALAN GREENSPAN, *The Age of Turbulence*, 2007. | 14. GEORGE W. BUSH, 17 juin 2004, «Remarks at the National Federation of Independent Businesses», Washington DC. | 15. GEORGE W. BUSH, 2 octobre 2004, «Remarks at the National Association of Home Builders», Columbus, Ohio. | 16. On sait également aujourd'hui que la Banque centrale et le gouvernement se sont opposés de façon constante à la réglementation de ce marché depuis la fin des années 2000, voir: JOHNSON et KWAK, *13 Bankers*, cf. *supra*, note 7. | 17. *The Wall Street Journal*, 14 août 2009, «The New American Dream: Renting». | 18. *The Wall Street Journal*, 20 février 2010, «The Poor Are Better Off Renting». | 19. Héros de la guerre d'Indépendance, Paul Revere avertit les *Insurgents* de l'arrivée des Britanniques lors de la bataille de Lexington en 1775. | 20. Sur les conflits d'intérêts dans la réglementation financière et leur lien avec la crise des subprimes, voir notamment le livre de JOHNSON et KWAK, cf. *supra*, note 7, et le documentaire *Inside Job* de CHARLES FERGUSON.