

OBSERVATOIRE DU MANAGEMENT  
ALTERNATIF  
ALTERNATIVE MANAGEMENT OBSERVATORY

---

FICHE DE LECTURE

**La crise**

Pourquoi en est-on arrivé là ?  
Comment en sortir ?

Michel Aglietta  
Novembre 2008



Adeline Wattiau - Avril 2010  
Majeure Alternative Management – HEC 2009-2010

## La Crise

*Cette fiche de lecture a été réalisée dans le cadre du cours « Histoire de la critique » donné par Eve Chiapello et Ludovic François au sein de la Majeure Alternative Management, spécialité de troisième année du programme Grande Ecole d'HEC Paris.*

Editeur et ville : Michalon, Paris

Date de parution : Novembre 2008

Résumé : La crise financière mondiale frappe de plein fouet tous les pays industrialisés, a provoqué le naufrage de plusieurs grandes banques et menace les économies de récession. Quels sont les processus qui ont mené à une telle situation ? Quelles sont les réponses possibles à court et long terme pour faire face à cet événement ?

Mots-clés : Crise, Economie

---

## The Crisis

*This review was presented in the “Histoire de la critique” course of Eve Chiapello and Ludovic François. This course is part of the “Alternative Management” specialization of the third-year HEC Paris business school program.*

Date of publication: November 2008

Editor and City: Michalon, Paris

Abstract: The global financial crisis had an on impact all industrialized countries, caused the bankruptcy of several big banks and all economies are now threatened with recession. What events led to such a situation? What are the possible answers in the short and in the long-term for facing this crisis?

Key words: Crisis, Economy

### Charte Ethique de l'Observatoire du Management Alternatif

Les documents de l'Observatoire du Management Alternatif sont publiés sous licence Creative Commons <http://creativecommons.org/licenses/by/2.0/fr/> pour promouvoir l'égalité de partage des ressources intellectuelles et le libre accès aux connaissances.

L'exactitude, la fiabilité et la validité des renseignements ou opinions diffusés par l'Observatoire du Management Alternatif relèvent de la responsabilité exclusive de leurs auteurs

## Table des matières

<b>1. L'auteur et son oeuvre .....</b>	<b>4</b>
<b>2. Résumé de l'ouvrage .....</b>	<b>5</b>
<b>3. Commentaires critiques .....</b>	<b>11</b>
<b>4. Bibliographie de l'auteur .....</b>	<b>12</b>
<b>5. Références .....</b>	<b>13</b>

# 1. L'auteur et son oeuvre

## 1.1. Brève biographie

Michel Aglietta est né en 1938 et est diplômé de l'Ecole Polytechnique (1959) et de l'ENSAE. Il a été membre du cercle des Economistes et du CAE (Conseil d'Analyse Economique) auprès du premier ministre de 1997 à 2003. Il est actuellement conseiller scientifique au CEPII, membre de l'Institut universitaire de France, consultant à Groupama Asset Management et professeur de macroéconomie au sein de la majeure Alternative Management d'HEC Paris.

Il est un des fondateurs de la théorie de la régulation dans les années 1970. Spécialiste d'économie monétaire internationale, il a écrit de nombreux ouvrages et articles sur le fonctionnement des marchés financiers et ses failles. Il met notamment l'accent sur l'instabilité cyclique et le risque systémique engendré par l'économie financière globalisée et insiste sur la nécessité de réglementer le système financier et de conduire des politiques contracycliques actives.

## 1.2. Place de l'ouvrage dans la vie de l'auteur

La crise fait partie de la collection 10+1 des éditions Michalon, qui aborde des sujets de société en posant quelques questions clefs à des personnalités. Ce livre se présente sous la forme de 11 questions posées à Michel Aglietta suite au début de la crise économique de 2009.

## 2. Résumé de l'ouvrage

### 2.1 Plan de l'ouvrage

1. La crise est-elle un phénomène inhérent à l'économie de marché ?
2. Pourquoi n'a-t-on pas vu venir cette crise et ne l'a-t-on pas prévenue ?
3. Quelles sont les caractéristiques de cette crise ?
4. Comment la crise s'est-elle déclenchée ?
5. La crise est-elle mondiale ?
6. Quelles sont les retombées de la crise financière sur l'activité économique ?
7. Comment gérer la crise ?
8. La crise a-t-elle fait progresser l'Europe ?
9. Faut-il mettre en place de nouvelles régulations ?
10. Quelle gouvernance demain pour les banques ?
11. Quelle est la bonne réponse économique ?

### 2.2 Principales étapes du raisonnement et principales conclusions

#### *1. La crise est-elle un phénomène inhérent à l'économie de marché ?*

Michel Aglietta adopte une approche historique pour montrer que la logique financière à l'œuvre depuis le 17<sup>e</sup> siècle est à l'origine de la formation des crises. Les cycles financiers sont récurrents et sont constitués d'une succession de cinq phases :

- l'essor : croissance et expansion du crédit
- l'engouement et l'emballement : activité frénétique, accélération de la hausse des prix des actifs
- La peur et le désordre : éclatement de la crise, perte de tous les repères
- La consolidation : dévalorisation des actifs, installation de la récession
- Le redressement : début d'une nouvelle forme de croissance.

Face à la théorie dominante des marchés efficients où la crise est due à des facteurs extérieurs, des économistes (comme Keynes) ont donc démontré que les crises sont endogènes au cycle financier. La théorie qui prévaut alors est celle de l'« instabilité financière structurelle », expliquée par deux facteurs :

- 1) le marché financier n'est pas un marché de biens ordinaires, il s'auto-valorise : le prix ne joue pas son rôle d'ajustement, quand il monte, la demande augmente.
- 2) Les actifs financiers se transforment en monnaie, ce qui entraîne une pénurie de liquidités avec les comportements collectifs et violents qu'on peut observer en temps de crise.

Ces deux facteurs sont aggravés par le marché des crédits, qui joue un rôle primordial dans le passage de la phase de l'essor à l'euphorie des marchés.

## ***2. Pourquoi n'a-t-on pas vu venir la crise et ne l'a-t-on pas prévenue ?***

Il existe des indicateurs simples pour prévenir les crises : par exemple, il y a un risque quand le crédit distribué dans un pays croît plus vite que le PIB. Or, avec la financiarisation de l'économie et les nouvelles normes comptables IFRS, ce qui importe c'est la valeur de marché des actifs, qui croît plus vite que le crédit, et cache donc le risque de surendettement et de liquidité aux banquiers.

## ***3. Quelles sont les caractéristiques de cette crise ?***

- 1) Son ampleur, due notamment au levier du crédit et aux innovations financières (méthode d'évaluation « mark to market », systèmes de dérivés de crédits et transfert de risque)
- 2) Le nouveau mode d'évaluation du risque de crédit par les banques fondé sur le principe de la « value-at-risk » qui conduit les banques à réduire le montant de leur capital et accroître le volume de crédit.
- 3) Le développement de la titrisation qui semblait profiter à tout le système financier a joué un rôle moteur dans la crise.

## ***4. Comment la crise s'est-elle déclenchée ?***

Suite à la crise asiatique de 1997, les pays concernés ont changé leur modèle économique, passant d'une croissance tirée par la demande intérieure à une croissance tirée par les exportations. Cela leur a permis de devenir exportateurs de capitaux.

Parallèlement, l'ouverture de la Chine et de l'Inde au commerce international et la pression à la baisse des prix des biens industriels de consommation a ouvert une période d'inflation basse et stable dans les pays occidentaux. Les scandales de gouvernance au début des années 2000 aux Etats-Unis avec notamment l'affaire Enron ont conduit la Fed à maintenir des taux d'intérêts très bas pour rassurer les marchés et les inciter à faire appel au crédit. Le marché immobilier américain s'est considérablement développé et les ménages se sont lourdement endettés grâce notamment au système de titrisation. De nombreux prêts à risques (subprime), avec redéfinition des charges d'intérêt au bout de trois ans ont été accordés à des ménages qui n'avaient pas les moyens d'accéder à la propriété.

Le retournement du marché immobilier en 2006 a largement accru les probabilités de défaut de crédit. Au printemps 2007, les agences de notation ont précipitamment déclassé les notes attribuées aux titres émis sur ces crédits et la détérioration de ces pools de crédits a été rapide et brutale.

### ***5. La crise est-elle mondiale ?***

Dès 2008, la crise s'est propagée à l'ensemble du réseau bancaire de la planète. Cela a commencé avec les banques américaines et européennes qui n'avaient pas assez de capital pour faire face à la montée des pertes sur les crédits défaillants. Puis, les pays endettés en monnaie étrangère et dépendants des banques occidentales, comme ceux d'Amérique latine, se sont retrouvés en grande difficulté financière. Les pays d'Europe de l'Est et l'Islande ont quant à eux été victimes du surendettement de leurs banques auprès des banques occidentales et américaines.

D'autre part, certains pays émergents ont été touchés par la crise suite une période de très forte création monétaire pendant la phase euphorique de l'expansion du crédit. Cela a notamment été le cas de la Chine ou des pays producteurs de pétrole.

Enfin, il faut souligner le rôle des fonds souverains qui ont sous-estimé la durée de la crise et continué à investir dans les placements à risques des banques américaines.

### ***6. Quelles sont les retombées de la crise financière sur l'activité économique ?***

La crise a deux impacts directs, qui mènent à une récession plus ou moins longue (processus de désendettement) :

- une raréfaction de l'offre de crédit des banques
- une dévalorisation brutale des actifs des emprunteurs qui ne peuvent plus rembourser leurs emprunts.

D'après une étude du FMI, cette période de très fort ralentissement économique durera de trois à quatre ans, suivant les réponses qui seront choisies.

Ainsi, les autorités publiques ont déjà commencé à intervenir pour prévenir cette contraction en apportant des fonds pour permettre aux établissements bancaires de financer correctement l'économie.

Par ailleurs, les ménages réduisent leurs dépenses, y compris celles destinées à leurs consommations courantes : l'instabilité financière et la peur du chômage jouent un rôle important sur ce facteur.

La récession va provoquer aussi de nombreuses faillites d'entreprises, doublement touchées par leur endettement et la baisse brutale de leurs profits.

### **7. Comment gérer la crise ?**

La crise provoque deux problèmes majeurs : un problème de liquidité dû à la paralysie du système de crédit bancaire et un problème de solvabilité qui allonge la durée nécessaire au désendettement.

Ces événements sont arrivés de façon progressive et ont nécessité des réponses (à tous les niveaux) échelonnées dans le temps :

- Les banques centrales ont dès 2007 commencé à injecter des liquidités pour pallier aux crises de liquidité récurrentes dès le mois d'août de la même année. Elles jouaient alors leur rôle de « prêteur en dernier ressort ».
- Suite aux défaillances des banques d'affaires, les banques centrales ont dû accepter des créances de plus en plus douteuses en garantie de leurs avances en liquidité.
- Comme les mesures prises par les banques centrales n'empêchaient pas les faillites des établissements bancaires, les gouvernements ont pris le relais pour assurer la recapitalisation des banques et garantir les prêts interbancaires
- Ainsi, après la crise, la dette publique va rester à un niveau élevé. Si la dette privée ne repart pas, les Etats vont devoir gérer un budget social élevé (chômage important) et de faibles rentrées fiscales. Si la dette privée repart, il peut y avoir un effet de concurrence entre les dettes publiques et privées : pour assurer une rémunération plus élevée qu'avant la crise, les Etats devront augmenter les impôts, notamment s'ils veulent accélérer le processus de désendettement.



### **8. La crise a-t-elle fait progresser l'Europe ?**

La crise a permis aux Etats européens de comprendre l'interdépendance de leurs systèmes bancaires et la nécessité de gérer conjointement la situation. En témoigne notamment la gestion du rachat de Fortis, groupe financier de banque et assurances belgo-néerlandais, par BNP Paribas et le plan de sauvetage du groupe Dexia par les gouvernements belge, français et luxembourgeois.

Cependant l'Europe manque d'un organisme de supervision commun qui permettrait de pallier au manque d'information partagée des Etats sur la situation des diverses banques. En effet, la plupart ont mis en place un organe de contrôle national, mais il leur est difficile d'apprécier l'état exact des activités bancaires, en particulier en ce qui concerne les filiales des banques implantées à l'étranger. Un organisme central européen d'observation et de contrôle bancaire est une condition sine qua non à la mise en place d'une action concertée à l'échelle européenne.

Enfin, il faut que les Etats européens adoptent une approche budgétaire commune face à la crise pour ne pas céder à la politique du chacun pour soi. Cela passe notamment par la révision du pacte de stabilité et la pression sur la limite des déficits publics, et le renforcement des pouvoirs du parlement européen sur le contrôle du budget.

### **9. Faut-il mettre en place de nouvelles régulations ?**

Michel Aglietta identifie cinq pistes pour la prévention des crises :

- Mieux contrôler l'effet de levier d'endettement des banques en les obligeant à se doter de « provisions pour risque systémique » pendant la période d'euphorie des cycles. Cela devra être contrôlé par les banques centrales qui ne peuvent se contenter du taux d'intérêt comme seul outil pour assurer la stabilité financière.
- Soumettre les banques de marché et les hedge funds aux mêmes contraintes que les banques commerciales.
- Normaliser les places offshore.
- Rendre plus transparent les mécanismes d'ingénierie financière.
- Réformer les agences de notation en en faisant des organismes publics pour limiter les conflits d'intérêts qu'on observe actuellement.

### **10. Quelle gouvernance demain pour les banques ?**

Il faut réformer le système de bonus qui incite les traders à prendre des risques excessifs sans penser aux conséquences à long terme de leurs actions. De même, la politique des stock

options encourage les dirigeants à privilégier la maximisation à court terme du cours de bourse sur la maximisation à long terme de la croissance de l'entreprise.

D'autre part il faut revoir la structure de la gouvernance des banques et notamment la séparation entre la présidence du conseil d'administration et la direction opérationnelle pour constituer de véritables contrepouvoirs.

### 3. Commentaires critiques

Ce livre est intéressant à lire dans le contexte économique actuel, mais il l'est d'autant plus si on essaye de se placer à la période pendant laquelle il a été écrit. En effet, il est frappant de voir à quel point l'auteur réussit à décrire les différents mécanismes de la crise alors qu'en novembre 2008, elle n'en est qu'à ses débuts. Cela confère à cet ouvrage un caractère pionnier. *« Mais en observant les “désordres dans le capitalisme mondial” et en démontant au plus près les rouages de cette “finance de marché”, il fut l'un des premiers à en percevoir les dangers. Cela ne donne que plus de poids à son avertissement du jour à propos de la situation bancaire »*<sup>1</sup>

Ce livre propose un résumé synthétique des mécanismes de la finance moderne qui ont mené à la crise. Le sujet de la crise est fortement médiatisé, et il est fréquent d'entendre des journalistes/experts/politiques dire qu'on ne peut pas reproduire les mêmes modèles que ceux qui ont permis cette situation. Michel Aglietta montre que cette crise n'arrive pas par hasard, mais s'inscrit dans une série de cycles financiers qui en ont tous connu. Il apporte des réponses concrètes sur différents points pour proposer un modèle d'économie nouveau où les banques centrales doivent notamment repenser leur fonctionnement et se doter d'une nouvelle mission, celle de déceler les risques. On ne peut pas se contenter de réponses conjoncturelles, une refonte générale du système est nécessaire.

---

<sup>1</sup> Philippe Plassart Le nouvel économiste du 30 avril 2009

## 4. Bibliographie de l'auteur

- 2010 – *Où va l'industrie des hedge funds ?*, Xerfi
- 2010 – *Les Hedge Funds, Entrepreneurs ou requins de la finance ?* avec Sandra Rigot et Sabrina Khanniche, Editions Perrin
- 2009 – *La gouvernance financière mondiale* dans *L'économie mondiale 2010*, Repères, La Découverte
- 2009 – *Crise et renovation de la finance* avec Sandra Rigot, Odile Jacob
- 2009 – *L'épargne collective va être garantie par la puissance publique*, Editions Arnaud Franel
- 2009 – *Les fonds souverains : des investissements à long terme en mal de stratégies efficaces* dans *Revue d'Economie Financière*, p 119-&34
- 2009 – *Hedge funds : la fin du laissez-faire* avec Sandra Rigot dans *Revue Economique* Vol. 60 N°3
- 2008 – *La crise*, Michalon
- 2007 – *Désordres dans le capitalisme mondial* avec Laurent Berrebi, Odile Jacob
- 2006 – *The Future of Capitalism*, Edward Elgar
- 2004 – *Déflation financière et adaptations économiques* dans *l'Economie mondiale 2005*, Repères, La Découverte
- 2004 – *Dérives du capitalisme financier*
- 2003 – *Déflation financière et adaptations économiques* dans *l'Economie mondiale 2004*, Repères, La Découverte
- 2002 – *La Monnaie : entre violence et confiance* avec André Orléan, Odile Jacob
- 1998 – *La Monnaie souveraine* avec André Orléan, Odile Jacob
- 1995-2005 – *Macroéconomie financière*, La Découverte
- 1984 – *La violence de la monnaie* avec André Orléan
- 1976-1997 – *Régulation et crises du capitalisme*

## 5. Références

Site du CEPII (Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales) [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)

Philippe Plassart, « *L'épée de Damoclès du système bancaire n'est toujours pas levée* » dans Le Nouvel Economiste, N°1474, 30 avril 2009

Les dossiers de la mondialisation, dossier N°13, « *Quelle gouvernance mondiale après la crise ?* », CEPII et Centre d'Analyse Stratégique, Mai 2009