

Observat Alternatif  
Alternative Management Observatory

Fiche de lecture

# La Crise. Les voies de sortie.

Michel Aglietta

2013



Pierre Ohnimus – Octobre 2014

Majeure Alternative Management – HEC Paris – 2014-2015

## La Crise. Les voies de sortie.

*Cette fiche de lecture a été réalisée dans le cadre du cours « Grands défis planétaires » donné par Arnaud Van Waeyenberge au sein de la Majeure Alternative Management, spécialité de troisième année du programme Grande École d'HEC Paris.*

Michalon, Paris, 2013

Première date de parution de l'ouvrage : 2010

**Résumé :** La crise financière et économique mondiale a frappé et frappe encore les pays occidentaux – notamment l'Europe du Sud. Quels sont les mécanismes qui ont conduit à la crise financière de 2008 ? Quelles sont les réformes nécessaires pour prévenir une prochaine crise ? Quelles sont les possibles voies de sortie ?

**Mots-clés :** Crise, Dette, Économie.

---

## The crisis. The possible ways out of the crisis.

*This review was presented in the “Grands défis planétaires” course of Arnaud Van Waeyenberge. This course is part of the “Alternative Management” specialization of the third-year HEC Paris business school program.*

Michalon, Paris, 2013

Date of first publication: 2010

**Abstract :** The world economic and financial crisis has affected and is still affecting Western countries – among which southern Europe. What are the events and factors that lead to the 2008 financial crisis? What reforms are necessary to prevent another crisis? What are the possible ways out of the crisis?

**Key words :** Crisis, Debt, 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 œuvre .....</b>	<b>4</b>
1.1. Brève biographie .....	4
1.2. Place de l’ouvrage dans la vie de l’auteur .....	4
<b>2. Résumé de l’ouvrage .....</b>	<b>5</b>
2.1. Plan de l’ouvrage.....	5
2.2. Principales étapes du raisonnement et principales conclusions .....	5
<b>3. Commentaires critiques .....</b>	<b>11</b>
Avis de l’auteur de la fiche .....	12
<b>4. Bibliographie (récente) de l’auteur .....</b>	<b>13</b>
<b>5. Références .....</b>	<b>14</b>

# 1. L'auteur et son œuvre

## 1.1. Brève biographie

Michel Aglietta est un économiste français né en 1938. Il est aujourd'hui Professeur de sciences économiques à l'Université Paris-Ouest, consultant au CEPII (Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales) et chez Groupama Asset Management.

Ancien élève de l'École Polytechnique et de l'ENSAE, il a soutenu à la Sorbonne une thèse intitulée *Régulation du mode de production capitaliste dans la longue période* en 1974. Tout au long de sa carrière, Michel Aglietta s'est beaucoup intéressé aux problématiques liées à la mondialisation, au système monétaire international et au rôle de la finance dans l'économie mondiale. C'est pourquoi qu'il a également enseigné la macroéconomie au sein de la majeure *Alternative Management* de l'école HEC Paris.

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

Dans cette nouvelle édition de son livre (Prix de l'Excellence économique 2009), Michel Aglietta analyse les mécanismes et les dynamiques qui vont changer la mondialisation et énonce les principes nécessaires pour remettre la finance au service de l'économie « réelle », après la crise financière de 2008. Ce travail est dans la lignée des thèmes qui passionnent l'auteur : les rapports de force d'un monde globalisé et la place du capital dans les systèmes économiques contemporains.

L'ouvrage de 120 pages est divisé en 11 chapitres assez courts, pour davantage de pédagogie dans l'explication des phénomènes économiques et sociaux qui ont conduit à la crise. Il s'agit d'un livre à forte thématique économique mais également politique puisque l'auteur cherche à connaître le rôle des pouvoirs publics dans les tentatives de résolution de la crise, aux États-Unis et en Europe particulièrement. Il propose également une longue réflexion sur les institutions européennes.

## **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 la 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. Pourquoi la crise est-elle mondiale ?
6. Quelles sont les retombées de la crise financière sur l'activité économique ?
7. Comment les États ont-ils géré la crise et combien cela leur a-t-il coûté ?
8. La crise a-t-elle fait progresser l'Europe ?
9. Quelles nouvelles régulations mettre en place ?
10. Quelle gouvernance demain pour les banques ?
11. Quelles perspectives pour l'économie mondiale ?

### **2.2. Principales étapes du raisonnement et principales conclusions**

#### **2.2.1. Des signes annonceurs de la crise cachés ou peu considérés**

Deux facteurs principaux expliquent le contexte menant à la crise financière de 2008 qui a d'abord sévi aux États-Unis, puis en Europe : l'expansion du crédit à bas coût d'une part, l'opacité et la complexité de nouveaux produits financiers d'autre part.

Suite à la crise des valeurs technologiques et numériques au début des années 2000, la Réserve Fédérale Américaine (Fed), sous le mandat d'Alan Greenspan, a ouvert de robinet du crédit en maintenant un taux directeur très bas jusqu'en 2005. Cette politique a encouragé les ménages américains à s'endetter de manière considérable afin d'accéder à la propriété. La contrepartie de leurs crédits était alors la valeur de leurs biens immobiliers – valeur qui ne cessait d'augmenter puisque le marché immobilier américain connaissait une forte demande de 2001 à 2005. Dans cette même logique économique de « *mark-to-market* » (c'est-à-dire un système dans lequel la valeur des actifs correspond au prix que leur donne le marché à un instant précis), les normes comptables IFRS ont permis de survaloriser l'actif dans les bilans des entreprises qui se sont endettées, à leur tour, dans des proportions remarquables.

De leur côté, les banques d'affaires ont rapidement souhaité diluer le risque crédit croissant lié à cette politique d'expansion. Pour cela, elles ont évidemment utilisé la titrisation – qui permet de constituer des lots de crédits aux risques différents pour en faire un produit final au risque diversifié - mais également les produits dérivés CDS (Credit Default Swaps). En effet, les CDS sont de véritables contrats d'assurance crédit entre deux institutions financières : l'institution achetant des CDS paye une prime d'assurance périodique à l'institution vendant des CDS, tandis que cette-dernière promet de compenser une perte éventuelle en cas de défaut de paiement des crédits qui font l'objet des CDS. Cette innovation financière a certes permis aux banques de prêter de l'argent sans compensation par du capital au bilan, mais elle a surtout encouragé les institutions financières à spéculer sur les risques crédit en s'appuyant sur les avis donnés par les agences de notation, chargées d'évaluer le risque crédit des États, des entreprises et des banques. Il est donc indéniable que les banques d'affaires ont appliqué un modèle appelé « *originate and distribute* » à l'égard du crédit.

### **2.2.2. La plus grave crise systémique depuis 1929**

Cependant, face aux menaces inflationnistes du marché immobilier, la Fed a décidé de remonter petit à petit son taux directeur jusqu'à atteindre 5,25% au printemps 2007. Cette intervention s'est directement traduite par le ralentissement de la croissance du marché immobilier et donc la baisse des valeurs immobilières. Or, les crédits des ménages étaient garantis sur la valeur de marché de leur bien immobilier et le taux appliqué à leur crédit –

souvent variable – ne leur permettait plus de rembourser leurs mensualités. La probabilité de défaut de paiement des particuliers a alors subitement augmenté, laissant présager pour les banques une impossibilité de récupérer leurs mises et pour les vendeurs de CDS l'obligation de payer de lourdes compensations suite au non remboursement des crédits assurés.

La crise s'est ensuite aggravée en juillet 2008 lorsque les titres émis par Freddie Mac et Fannie Mae (institutions de crédits hypothécaires dépendantes de l'État fédéral) se sont vendus en masse suite à un effet de panique. A la mi-septembre 2008, Lehman Brothers et AIG ne pouvaient plus faire face à leurs engagements immédiats. C'est ainsi que la crise est devenue systémique : les CDS avaient alors tissé une toile d'araignée entre les grandes institutions financières américaines et mondiales qui se sont tout à coup trouvées dans un climat de défiance à l'égard des engagements pris sur des crédits immobiliers impossibles à rembourser par les particuliers. Le marché des prêts interbancaires s'est totalement figé, les liquidités n'ont plus circulé et le commerce international a été fortement impacté.

La crise est rapidement devenue mondiale du fait des interdépendances économiques et financières, toutes deux liées à la mondialisation. Mais contrairement à la crise de 1929, elle n'a pas débouché sur un isolationnisme et un repli national puisque les dirigeants des principales puissances occidentales ont décidé de poursuivre le mouvement d'ouverture commerciale afin de favoriser le mouvement des capitaux qui aurait permis aux pays émergents de venir en aide à leurs économies en berne. Malgré tout, les conséquences de la crise dite des *subprimes* ont été significatives aux États-Unis et en Europe : faillites d'institutions financières (la banque Lehmann Brothers en est l'exemple le plus flagrant), hausse du coût et difficulté d'accès au crédit pour les acteurs de l'économie réelle, méfiance au sein même du système financier, baisse des investissements internationaux et nécessité de désendettement des États et des entreprises. Les pertes totales liées aux titres dits toxiques ont d'ailleurs été estimées à 3400 Mds\$ par le FMI. La crise s'est ainsi jouée sur deux tableaux : le manque de liquidité (l'impossibilité de vendre des actifs faute de demande) et le risque crédit (l'impossibilité de rembourser ses crédits).

### **2.2.3. Le volontarisme des pouvoirs publics aux États-Unis et en Europe**

Devant la menace de défaut de milliers de crédits immobiliers, le secrétaire d'État au Trésor, Hank Paulson, a nationalisé les deux institutions Freddie Mac et Fannie Mae (citées plus-haut) en septembre 2008. L'État américain a également injecté du capital dans la compagnie d'assurance AIG afin de protéger des millions de citoyens américains d'une possible faillite. Cependant, puisque la crise avait eu un effet de dominos sur l'ensemble du système financier, l'injection de capitaux publics – sous forme d'achat d'actions – décidée par les gouvernements américain et européen s'est généralisée à certaines banques ou entreprises pour régler les problèmes de créances insolvables (le Trésor britannique a ainsi pris 58% du capital de Royal Bank of Scotland). Les banques d'affaires ne collectant pas de dépôts, elles n'avaient aucun matelas de sécurité pour faire face à leurs engagements immédiats.

La crise de 2008 a néanmoins conduit les États-Unis et l'Europe dans une récession, malgré les initiatives de sauvetages du système financier international, les plans relance et les tentatives pour doper la consommation des ménages. Ces efforts considérables ont aggravé les dettes et déficits des États, discréditant petit à petit leur capacité à rembourser leurs créanciers. Face à la menace d'une hausse des taux d'intérêt sur les obligations émises par les États, ces derniers – alors pénalisés par des notes de fiabilité dégradées – n'ont pas eu d'autre choix que de mener des politiques d'austérité afin d'assainir leurs comptes publics.

Au même moment, l'Europe voyait ses limites en termes d'intégration, car elle n'avait pas mis en place une agence européenne de supervision ni un budget fédéral capable de mettre fin à l'hémorragie. De plus, les structures nationales hétérogènes au sein de l'Union Européenne et la faiblesse des institutions de cette dernière n'ont pas permis une action collective efficace dès le début de la crise. Il est utile de rappeler ici que la création d'un budget fédéral américain a été une des conséquences de la crise de 1929. Enfin, la crise des dettes souveraines (Grèce, Portugal...) a mis en évidence les failles de la construction européenne.



## 2.2.4. Éviter une prochaine crise et trouver des voies de sortie : c'est possible !

Il existe une instabilité financière structurelle qui peut être illustrée par un simple exemple. Si le prix du lait augmente, la demande va mécaniquement baisser. En revanche, si l'action de Danone augmente, la demande pour cette action va certainement progresser. En effet, il n'existe pas de limite dans l'enrichissement abstrait puisque potentiellement, l'action Danone pourrait valoir des milliers d'euros dans le futur. Ainsi, il n'y a pas d'équilibre entre offre et demande sur le marché financier. Il en va de même pour le marché du crédit car si le crédit est gagé sur la valeur des actifs et que ces actifs prennent de la valeur avec le temps, l'offre potentielle de crédit est illimitée. On peut donc conclure que le marché des actifs financiers ne fonctionne pas de la même manière que le marché des biens. C'est pourquoi vouloir empêcher les crises financières est vain dans le système capitaliste actuel. On peut tout au plus les éviter en portant une attention particulière à certains indicateurs comme le rapport entre la masse de crédits octroyés et la richesse réelle d'un pays ou encore en surveillant l'évolution du prix des actifs pour vérifier qu'il ne soit pas disproportionné.

De surcroît, le monde occidental sort de trois décennies de dérégulation et de déréglementation. Il semble aujourd'hui nécessaire de contrôler le marché des dérivés, limiter la taille des banques, relativiser l'avis des agences de notation, revoir la rémunération des traders, harmoniser les réglementations entre banques commerciales et banques d'affaires et s'attaquer au cas des places *offshore* qui ont contribué – comme d'autres acteurs – à cette finance détachée de l'économie réelle. C'est aussi un problème moral qui est apparu avec la crise puisque les capitaux publics ont servi à sauver des institutions qui ont fait des placements à risque pour engranger encore plus de profit. Davantage de transparence semble aujourd'hui nécessaire pour que les acteurs économiques et publics retrouvent une confiance mutuelle et permettent de financer l'économie.

Cette crise marque en fait la fin des rêves d'hégémonie de l'Occident sur le monde globalisé puisqu'elle a révélé une prédominance de la valeur actionnariale et le laxisme des régulateurs. Elle a surtout ému les peuples qui, grâce à leurs cotisations et impôts, ont permis de sauver une économie financière dont ils ne profitaient pas toujours. Aujourd'hui, la crise perdure – surtout en Europe du Sud – et se caractérise par des entreprises en surcapacité, des ménages en perte de pouvoir d'achat, des politiques d'austérité, un démantèlement des

services publics et un sous-investissement prolongé dans le capital matériel et immatériel. Il existe malgré tout deux opportunités qu'il faudrait savoir saisir : la croissance des pays émergents dans lesquels il conviendrait d'investir davantage et la transition vers un modèle de développement durable qui serait une nouvelle vague d'innovations stimulant l'économie capitaliste (comme Internet avait su le faire à la fin des années 1990).

### 3. Commentaires critiques

Michel Aglietta livre son analyse des causes et conséquences de la crise économique commencée entre les années 2007 et 2008, d'abord aux États-Unis avec la crise des *subprimes* puis en Europe avec la crise des dettes souveraines. Son discours est à la fois rigoureux et didactique, puisqu'il a décidé de construire son ouvrage comme une conversation. Les différents chapitres tentent de répondre à des questions simples qui parlent à tous les citoyens et aux différents acteurs économiques. Cette pédagogie a le mérite d'aborder tous les mécanismes économiques, politiques et financiers qui ont conduit à la crise actuelle, en partant d'une première hypothèse très importante : les marchés financiers sont structurellement instables et les crises sont inévitables. Le point d'orgue de son analyse est certainement l'affirmation que la crise actuelle est consécutive au mode de croissance mis en place à partir des années 1980, dans lequel le libéralisme, la recherche de haute rentabilité et la dérégulation, ont conduit à une finance travaillant pour elle-même, sans se soucier de l'économie réelle. Cette crise n'est donc pas un événement conjoncturel mais bien une conséquence inhérente au système capitaliste tel qu'il a été pensé à partir de 1980. Michel Aglietta n'hésite d'ailleurs pas à mentionner clairement les responsables qui sont, selon lui, les banques d'affaires et les agences de notation. Cette critique s'étend sur le plan moral puisque l'auteur dénonce le fait que la réponse à la crise ait consisté à demander aux États – et donc aux citoyens – de payer pour les prises de position risquées des banques.

L'auteur se pose également en force de proposition dans les champs économiques et politiques. Il considère l'avènement d'une nouvelle régulation financière comme une nécessité ; c'est pourquoi il demande une réforme de la gouvernance des banques, ainsi qu'un renforcement de la construction européenne. En effet, Michel Aglietta affirme qu'il est impossible de trouver des solutions ou des voies de sortie de crise sans transformer notre système économique en profondeur – et ceci à l'échelle européenne voire mondiale. Dans la mouvance keynésienne, il pense que la bonne réponse n'est ni l'austérité ni l'assainissement drastique des dépenses publiques mais leurs restructurations vers l'investissement et la transition vers un modèle d'économie durable et verte. À titre d'exemple, une taxe carbone au niveau européen permettrait de réduire d'autres impôts et de baisser le coût du travail.

Enfin, Michel Aglietta remet en question la notion de mondialisation, telle qu'elle a été pensée au cours des années 1990. Il n'hésite pas à proclamer la fin des rêves d'hégémonie

occidentale sur le reste du monde en montrant que les rapports de puissance économique et de capacité d'action financière sont sur le point de se retourner. Il est aujourd'hui clair que les pays du Sud ou émergents disposent de liquidités importantes provenant de leurs exportations et qu'ils auront des marges de manoeuvres supérieures aux pays surendettés d'Europe et d'Amérique, dans lesquels le chômage et la désindustrialisation semblent insurmontables.

## Avis de l'auteur de la fiche

Ce qui frappe le lecteur dès les premières pages de ce livre est le paradoxe entre l'idée commune d'une finance qui fonctionne de manière automatisée, mathématique, statistique – donc *a priori* rationnelle – et le constat de crises dans lesquelles la panique, la méfiance et le doute jouent un rôle essentiel. La crise des *subprimes* a certes été causée par des mécanismes de marché clairement explicités aujourd'hui, mais le climat de défiance qui a paralysé le système financier puis l'économie réelle semble également une clé pour comprendre la gravité de la crise. Il y a donc des facteurs émotionnels qui expliquent des crises.

Un autre point intéressant est la mise en évidence de curieuses méthodes de management dans les banques d'affaires : les règnes des bonus et des hautes rentabilités ont conduit à des comportements risqués et à des prises de position spectaculaires sur les marchés financiers. Surtout, nous comprenons qu'au début des années 2000, toute la chaîne du marché immobilier (agences immobilières, courtiers, banques commerciales, banques d'affaires) profitait de l'expansion du crédit et de la prise de risque sans en mesurer les conséquences. En quelque sorte, toute la chaîne s'est satisfaite de cette situation économique en prenant les ménages en otage – ménages qui ont participé *via* leurs impôts à refinancer les banques.

La crise aura au moins eu le mérite de livrer au grand jour l'existence d'acteurs jusqu'alors très peu médiatisés comme les agences de notation. Elle aura également alerté l'opinion publique occidentale sur la nécessité de sortir de la crise par le haut, en se tournant vers des modèles économiques alternatifs considérés comme plus éthiques (associations, épargne salariale solidaire). Malgré tout, ce livre n'ambitionne pas de dépasser le système capitaliste : il donne seulement des pistes pour le refonder, le réformer et le moraliser. Le secteur de l'économie sociale et solidaire aurait d'ailleurs pu faire l'objet d'un chapitre puisqu'il vise l'intérêt général tout en assurant une rentabilité modérée. Surtout, il peut vraiment participer à la transition écologique que Michel Aglietta appelle de ses vœux.

## 4. Bibliographie (récente) de l'auteur

2013 – *Un New Deal pour l'Europe*, avec Thomas Brand, Odile Jacob

2013 – *La Crise. Les voies de sortie*, Michalon

2012 – *La voie chinoise, capitalisme et empire*, avec Guo Bai, Odile Jacob

2012 – *Zone euro: éclatement ou fédération, 10 questions posées par Richard Robert*,  
Michalon

2010 – *Les hedge funds, piliers ou fossoyeurs de la finance*, Perrin

2009 – *Crise et rénovation de la finance*, avec Sandra Rigot, Odile Jacob

2008 – *La Crise, 10 questions posées par Pierre Luc Séguillon*, Michalon

2007 – *Désordres dans le capitalisme mondial*, avec Laurent Berrebi, Odile Jacob

2004 – *Dérives du capitalisme financier*, Broché

2002 – *La Monnaie : entre violence et confiance*, avec André Orléan, Odile Jacob

2002 – *La Monnaie souveraine*, avec André Orléan, Odile Jacob

## 5. Références

2010 - *Manifeste d'économistes atterrés*, Paris, Les liens qui libèrent.

Ministère des Finances et des Comptes publics, « Michel Aglietta », [www.economie.gouv.fr/files/biographie\\_michel-aglietta](http://www.economie.gouv.fr/files/biographie_michel-aglietta)

Wikipedia, « Michel Aglietta », [http://fr.wikipedia.org/wiki/Michel\\_Aglietta](http://fr.wikipedia.org/wiki/Michel_Aglietta)