

Ubris et crédit
économie politique de la crise de
liquidité des marchés nord-
américains

Eric Pineault, département de sociologie

[UQAM](#) et

CAFCA (Collectif d'analyse de la financiarisation
du capitalisme avancé)

avec la collaboration de Julia Posca, assistante de recherche CAFCA

Sommaire de la présentation

- Penser le capitalisme actuel: l'approche socio-économique, entre "political et cultural economy"
- Quelques faits saillants sur l'accumulation, l'endettement et les actifs financiers au Canada
- Rôle de la titrisation dans la production de la liquidité financière, effet pervers
 - Rôle essentiel des actifs immobiliers des particuliers, effet de levier ou effet de richesse ?
- Conclusion: titrisation du crédit à la consommation, double rôle dans un régime d'accumulation financière

Une approche socioéconomique des mutations du capitalisme actuel

- Objet: nature, trajectoires et variations du capitalisme avancé
- Méthodes: construction idéaltypique de formes de capitalisme
 - Types en tant que configuration institutionnelle de rapports socio-économiques
 - Proximité avec macro-économie institutionnelle et historique régulationniste
 - 2 réserves par rapport à la méthode régulationniste
 - Rigidité des formes institutionnelles
 - Principe de viabilité - croissance

Méthode institutionnaliste: bases d'économie politique

- De l'économie politique régulationniste nous retenons les concepts
 - de régime d'accumulation variés et contextualisés sociohistoriquement
 - de configuration institutionnelle des rapports sociaux propre à une forme de capitalisme
- La *régulation* est comprise selon son usage en sociologie comme régulation institutionnelle des pratiques sociales:
 - Par orientation significative des pratiques
 - Par contrainte normative et matériel des sujets

Méthode institutionnaliste: bases d'économie culturelle

- Courant théorique récent anglo-saxon d'analyse culturelle de l'économie, prolongement des « cultural studies »
- Programme: pratiques et objets économiques comme formes culturelles et symboliques
- Méthodologie axée sur la question du sens ainsi que de l'idéologie qui légitime un système institutionnel
 - Paternité en termes de méthode et d'objet pourrait être attribué à Simmel et sa Philosophie de l'argent
 - Approche adopté et adapté à l'étude de la financiarisation par K. Williams, J. Froud et leur équipe de Manchester

Cultural economy: apport à l'analyse institutionnaliste du capitalisme

Méthode, double articulation culture et économie,
analyse:

- de l'encastrement socio-culturel des pratiques et institutions capitalistes (tout comme l'économie politique porte sur encastrement politique),
 - problème de l'idéologie
- des phénomènes économiques (institutions, objets, pratiques) comme formes culturelles et symboliques,
 - problème du sens et du fétichisme des rapports sociaux
 - de la capacité d'orientation significative des institutions économiques

Quel régime d'accumulation ?

- Toute démarche critique en économie politique et culturelle doit se donner une représentation idéaltypique de la forme actuelle du capitalisme
 - Postfordiste, Informationnel, Financier, Néolibéral ?
- Le régime d'accumulation est la forme que prend la reproduction sociale du capitalisme
 - Concept dynamique et ancré dans un contexte sociohistorique précis
- Méthode « synthétique » adopté au CAFCA pour aborder ce problème:
 - Recherches théoriques sur la nature des médiations économiques capitalistes et la logique générale de sa reproduction
 - Approche sociohistorique et compréhensive pour dégager formes institutionnelles et culturelles
 - Approche statistique pour dégager indicateurs macro-économiques et socio-économiques pour décrire et comprendre trajectoire de l'accumulation

Un régime d'accumulation financiarisé

?

- La financiarisation réfère en économie politique à la centralité acquise par les pratiques, actifs, acteurs et institutions financières dans le procès d'accumulation capitaliste.
 - Les travaux régulationnistes (Boyer, 1999, Orléan 2000) postulent un déplacement de la base institutionnelle de la régulation du rapport salarial propre au capital industriel vers des nouveaux rapports sociaux construits dans l'espace du capital financier
 - Du point de vue de la cultural economy c'est plutôt la question de la liquidité (Pineault, 2006) et des modalités d'accumulation (Froud et al. 2006) qui seront retenus comme significatifs
 - Sociologiquement on doit, de plus, penser le régime d'accumulation financiarisé comme un « fait social total »
 - se rattache à l'ensemble des dimensions structurantes d'une société
 - participe à la légitimation du capitalisme comme forme de son économie
 - médiatise le rapport de la société à son historicité
 - Le thème de la liquidité pour sa part s'ancre théoriquement dans les recherches de Simmel sur l'argent comme médiation sociale
 - lien avec fétichisme chez Marx et Keynes

Le cas du « creditcrunch » de 2008

Recherche empirique en cours sur la
nature et les impacts crise de la crise
de liquidité en Amérique du Nord

Une crise de liquidité globale mais enraciné en Amérique du Nord

- Depuis le mois d'août 2007, une crise de liquidité affecte les marchés interbancaires et les marchés de papier commercial, si cette crise s'enracine en partie dans l'effondrement du marché des hypothèques subprime aux États-Unis,
 - En date du 1-02-08 on estime à près de 428 milliards les pertes associés à la dévaluation de ces titres

elle semble avoir des assises plus générales et plus profondes.

- À partir du mois d'août 2007 la BoC, la FED et la BCE interviennent régulièrement et massivement dans les marchés monétaires interbancaires en injectant des liquidités afin de prévenir leur effondrement
- En janvier 2008 la FED a baissé ses taux d'intérêt de 1 point de % afin de soutenir un système financier fragilisé et prévenir une récession majeure

Une crise de liquidité centrée sur le marché des titres courts

- En effet à partir du mois d'août les marchés globaux des titres courts et liquides se figent
- Catégorisation des titres liquides
 - Obligations de sociétés
 - Papier commercial
 - Papier commercial adossé à un actif
 - PCAA
 - Ce dernier type de titre renvoie à la titrisation de relations de financement
- Déclaration de Clément Gignac* à la mi-août sur la chaîne BNN:
 - « *Le problème c'est que nous ne savons plus qui est propriétaire de quoi et donc qui est exposé à quel niveau de risque ...* »
- *Économiste en chef de la Banque Nationale
- Le « Creditcrunch » se diffuse aux autres segments du marché monétaire, dont le marché interbancaire et ensuite aux marchés des obligations privées
- Exemple d'impact:
 - Écart persistant entre taux préférentiel des banques commerciales et taux directeurs des banques centrales
 - Problèmes de financement des entreprises: BCE, Québecor World

Contexte institutionnel

- Une transformation de la structure de financement de l'économie: des prêts bancaires vers les titres courts et longs
- Désintermédiation ?
 - Non, les banques sont au cœur du processus de production des titres
- Centralité de nouveaux acteurs non-bancaires
 - Oui, les détenteurs finaux sont majoritairement des fonds (pension, mutuels)
 - Oui, émergence de nouveaux acteurs clés dont les agences de cotation (SP, Moody's, DBRS)

Finance de marché et titrisation

en partie d'après Partnoy et Skeel, 2006

- Titrisation

- Plutôt qu'un mode de financement par titre
- Transformation de prêts en quasi - titre
 - Rend liquide un actif qui ne l'est pas
 - Allège le bilan du prêteur et donc ouvre une marge pour du crédit supplémentaire
 - Transfère en partie ou en totalité le risque du créancier à un tiers

L'objectif est la production d'un « panier » de produits de placement avec profils de risque/rendement homogènes à partir de créances pré-existantes

- La nature du titre est fonction des besoins du marché et des principaux acheteurs (fonds hedge vs fonds de pension ou mutuel)
- Paradoxalement le titre dérivé aura souvent une meilleure cote de crédit que l'actif financier sous-jacent
- les agences de notation ne sont plus des observateurs externes ils sont devenues des chaînons essentiels dans la production des nouveaux titres, intégration des modèles évaluatifs dans production

Titres et liquidité financière

Titres constituent une modalité alternative au prêt bancaire dans « finance de marché »

Relation créateur/débiteur devient liquide

- par la socialisation marchande d'une créance
- Socialisation basée sur production d'information et sa standardisation
- Information standardisée sous la forme de « cotation » remplace information basée sur la relation de financement bancaire

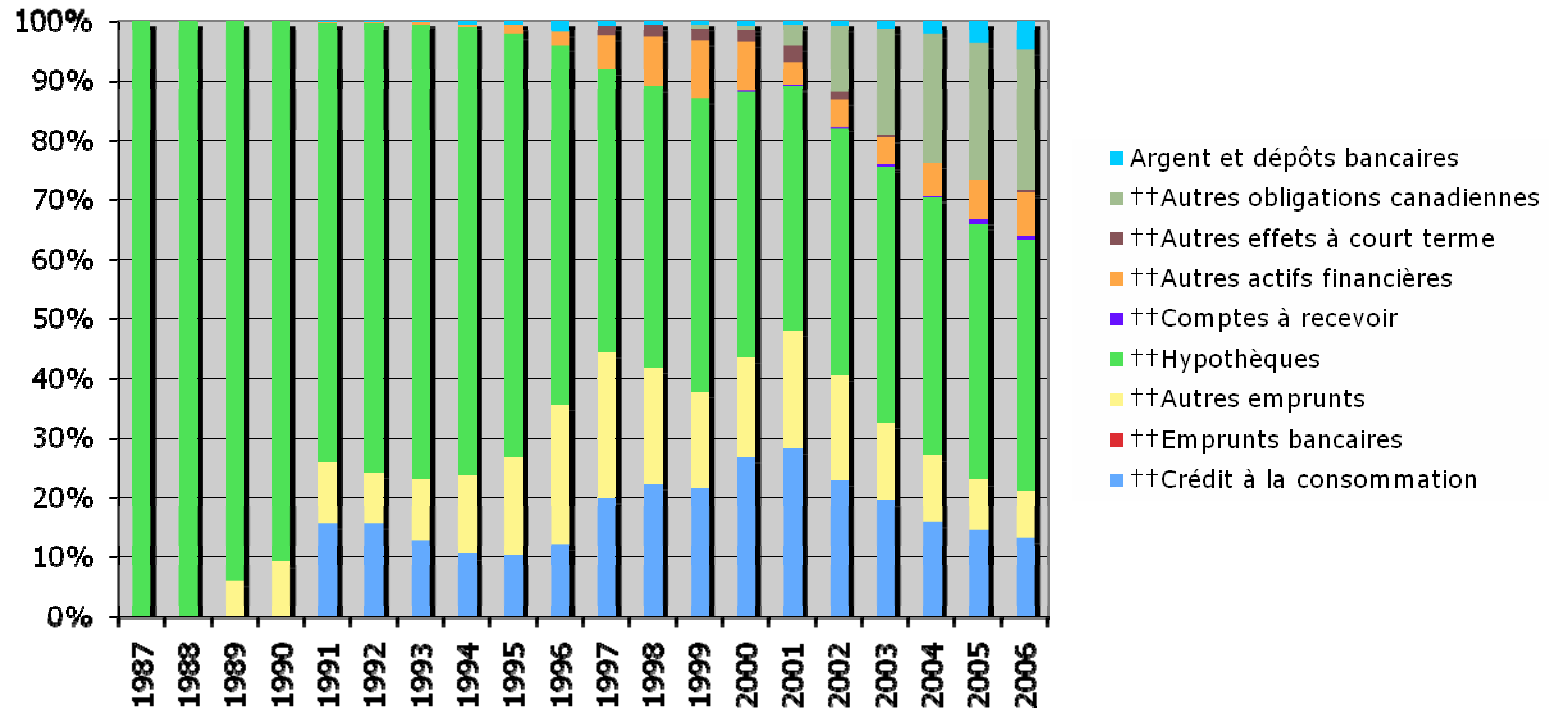
Développement de nouveaux rôles liés au développement de la liquidité

- Agences de notation produisent information
- Banques produisent titres
- Fonds achètent et échangent titres
- En théorie marché plus liquide, expansion du financement, meilleure répartition du risque
- En réalité s'y déploie les effets types du « fétichisme de la liquidité financière »
 - apparence de valeur intrinsèque
 - apparence de garantie de contrepartie, donc possibilité d'exit

Importance récente de la titrisation

Diversification des actifs titrisés

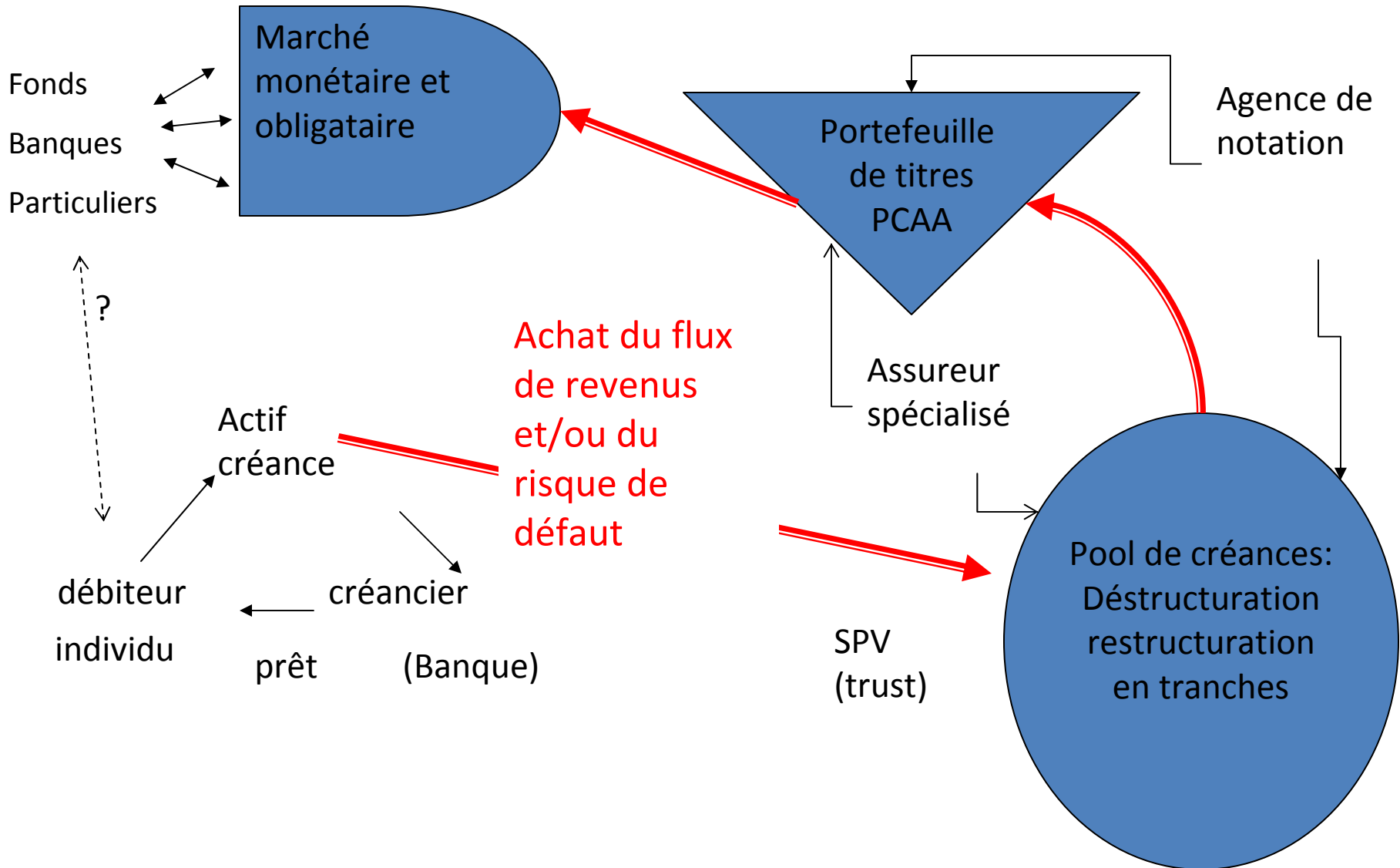
Actifs des émetteurs de PCAA



Mode de financement des SPV

PCAA

Mécanisme de la titrisation



Effet de la titrisation

- Banques
 - modèle de la relation de crédit se substitue au tandem guichet automatique et « publicité postale »
 - Possibilité d'offre de crédit liée à la capacité de titrisation
 - Banques en se concurrençant sur l'offre du crédit, deviennent des « pusher » de crédit (ex. structure des frais bancaires)
- Agences de notation
 - d'évaluateurs/observateurs externes deviennent partenaires dans processus de production de titres
 - producteurs de modèles de structuration de titres
- Fonds
 - déception vis-à-vis du rendement des marchés boursiers, se tournent donc massivement vers marché des titres PCAA, contrainte de rendement
 - sur le plan du marketing peuvent jouer la carte de la sécurité apparente impliquée dans terme « marché monétaire »
- De manière plus globale:
 - refoulement des rapports sociaux d'endettement en tant que *rapport* par effet fétichiste de la liquidité
 - réification financière produit le cadre dans lequel les contradictions vont se manifester comme « retour du refoulé »

Expansion du crédit et liquidité

- Dynamique de la titrisation et de l'expansion du crédit ancrée dans contexte macro-économique et structures sociales d'accumulation
 - contextes américain et canadien comportent légères différences significatives
 - dans les deux cas couplage fort entre expansion « insoutenable » du crédit dédié aux salariés et titrisation comme stratégie d'accumulation pour acteurs financiers
- Repose sur une transformation radicale dans la culture de la signification de l'endettement, du crédit et de la faillite
 - (« I maxed out »), cf le film
 - intériorisation de la réification financière ?

Contexte américain

Couplage de la titrisation, de l'endettement de masse à une bulle immobilière:

- titrisation nourrit à la fois expansion des valeurs immobilières et offre de crédit à la consommation
 - dans un contexte de démocratisation d'accès à la propriété immobilière
- mécanisme du « home equity loan » permet de lier bulle immobilière à l'endettement pour consommation
 - selon les recherches de Greenspan et Kennedy (2007, 2006) en moyenne depuis 1991 1/3 des montants dégagés par prêts sur équité va à la consommation courante, 1/3 aux remboursements de crédit non-hypothécaire, le dernier 1/3 se divise entre rénovation, achat en immobilier, achat d'actifs financiers
- en plus des mécanismes liés au marché subprime
 - loan « NINJA »
- *En termes minskiens les salariés se sont individuellement engagés sur des positions « spéculatives » en se fiant sur la viabilité d'un système devenu globalement ponzi*

Contexte canadien

- Bulle immobilière pas encore développée malgré marché « serré » et inflation importante des actifs
- Faiblesse du secteur subprime, moins de 5% des prêts hypothécaires
- Tout de même, par delà exposition à situation américaine, signes importants de fragilisation minskienne

Évolution du crédit des salariés au Canada

Évolution des revenus salariés

qui profite de la croissance des 30 dernières années ?

Conclusion

- Quel rôle de la titrisation dans un régime d'accumulation financiarisé ?
- Quels impacts probables de la crise, quel ampleur possible de la crise ?

U.S. jobless claims take biggest climb in four months

MARTIN CRUTSINGER
ASSOCIATED PRESS

OCTOBER 4, 2007 AT 8:36 AM EDT

WASHINGTON — The number of newly laid off workers filing claim: unemployment benefits in the United States shot up last week by the amount in four months.

The U.S. Labor Department reported a total of 317,000 applications unemployment benefits last week, an increase of 16,000 from the p was

the biggest gain since jobless claims rose by 18,000 during the wee The rise was bigger than analysts had been expecting and could be that the labour market is slowing under the impact of the worst slum housing in 16 years and a severe credit crunch that roiled global ma

U.S. factory orders tumble

MARTIN CRUTSINGER
ASSOCIATED PRESS

OCTOBER 4, 2007 AT 10:36 AM EDT

WASHINGTON — Orders to U.S. factories fell in August by the largest amount in seven months, s across a wide swath of manufacturing.

The Commerce Department said that orders dropped by 3.3 per cent last month, even worse that had been expected. It was the

U.S. consumers turning to credit cards as source of cash

MARTIN CRUTSINGER
ASSOCIATED PRESS

OCTOBER 5, 2007 AT 3:07 PM EDT

WASHINGTON — Consumers have boosted their borrowing at the fastest pace in three months, turning increasingly to their credit cards to replace home equity loans as a source of ready cash.

The Federal Reserve reported that consumer credit rose at an annual rate of 5.9 per cent in August, the biggest increase since a 7.9 per cent jump in May.

The increase was led by an 8.1 per cent jump in revolving credit, the category that includes credit card loans. Consumer have been using their credit cards more

to finance purchases now that home equity lines of credit are becoming harder to obtain.

Non-revolving credit, which includes auto loans, also rose at a faster pace in August, increasing at an annual rate of 4.7 per cent, compared to gains of 3.1 per cent in July and 4 per cent in June.

Consommation, crédit et capitalisme avancé

Sur le plan théorique, capitalisme avancé repose sur couplage dynamique entre surproduction et surconsommation

- consommation de masse salariale dans espaces plus avancés assure fonction de demande effective - fondation de l'accumulation
- compromis fordiste n'est qu'une forme possible de couplage
- accumulation financière en bricole une autre
 - contre Boyer 1999 et tradition régulationniste pas via effet de richesse mobilière (compromis actionnarial)
 - plutôt arrangement par culture de l'endettement et production de la liquidité

Accumulation financière, liquidité et crise

- Rôle effectif de la titrisation dans l'accumulation financière
 - régulation de la demande effective par le crédit offert aux salariés en contexte de stagnation des revenus
 - instrument d'accumulation pour les organisations financières et la classe qui en dépend
- Quelle crise ? Facteurs à surveiller
 - récession et déflation des actifs
 - Resserrement supplémentaire du crédit
 - Bouclage dépressif, impuissance de la politique monétaire (« pushing on a string ») ?

Suites analytiques

- Approfondir connaissance des mécanismes culturels qui produisent la réification des relations financières
- Examiner la manifestation politique et culturelle de la crise de la liquidité financière
 - chez les salariés et communautés victimes (quelle thématisation, quelle idéologisation?)
 - chez les manipulateurs/producteurs de la liquidité financière
 - quel repositionnement ?
- Analyse des transformations/ajustements institutionnels dans le régime d'accumulation