

CHAIRE de recherche du Canada
en mondialisation, citoyenneté
et démocratie
UQÀM

Conférences de la Chaire MCD

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

Éric PINEAULT, professeur au département de sociologie de l'UQAM
et directeur à la Chaire MCD

Conférence prononcée dans le cadre du cycle de conférence de la Chaire MCD –
A-3313 - jeudi le 4 octobre 2007

NOTE IMPORTANTE

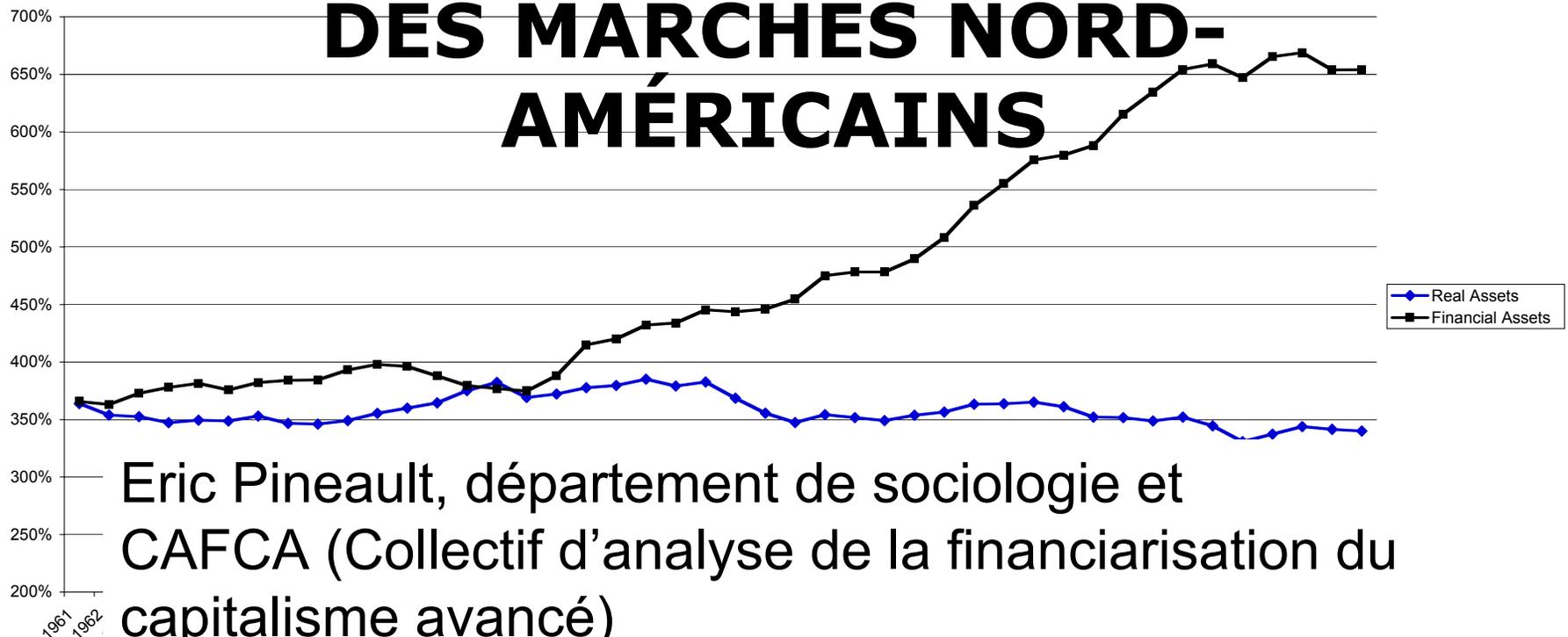
Si vous désirez citer ce document, nous vous prions de bien vouloir utiliser la référence complète dans le format suivant :

PINEAULT, Éric. Jeudi le 4 octobre 2007. *Ubris et crédit : économie politique de la crise de liquidité des marchés nord-américains*. Conférences de la Chaire MCD. En ligne. <http://www.chaire-mcd.ca>

Les idées exprimées dans ce document n'engagent que l'auteur. Elles ne traduisent en aucune manière une position officielle de la Chaire de recherche du Canada en Mondialisation, Citoyenneté et Démocratie.

Ubris et crédit:

ÉCONOMIE POLITIQUE DE LA CRISE DE LIQUIDITÉ DES MARCHÉS NORD-AMÉRICAINS



Eric Pineault, département de sociologie 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

- Quelques faits saillants sur l'accumulation, l'endettement et les actifs financiers au Canada
 - Aperçu plus précis du marché du PCAA
- 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 crise de liquidité

- Depuis jeudi le 27 septembre la BoC est intervenue 4 fois pour maintenir le taux interbancaire d'un jour à son niveau ciblé de 4,5%, en injectant chaque fois temporairement près d'un milliard de \$ dans ce marché.
- Les autres grandes banques centrales telles que la FED et la ECB font de même depuis le mois d'août

... nord-américaine

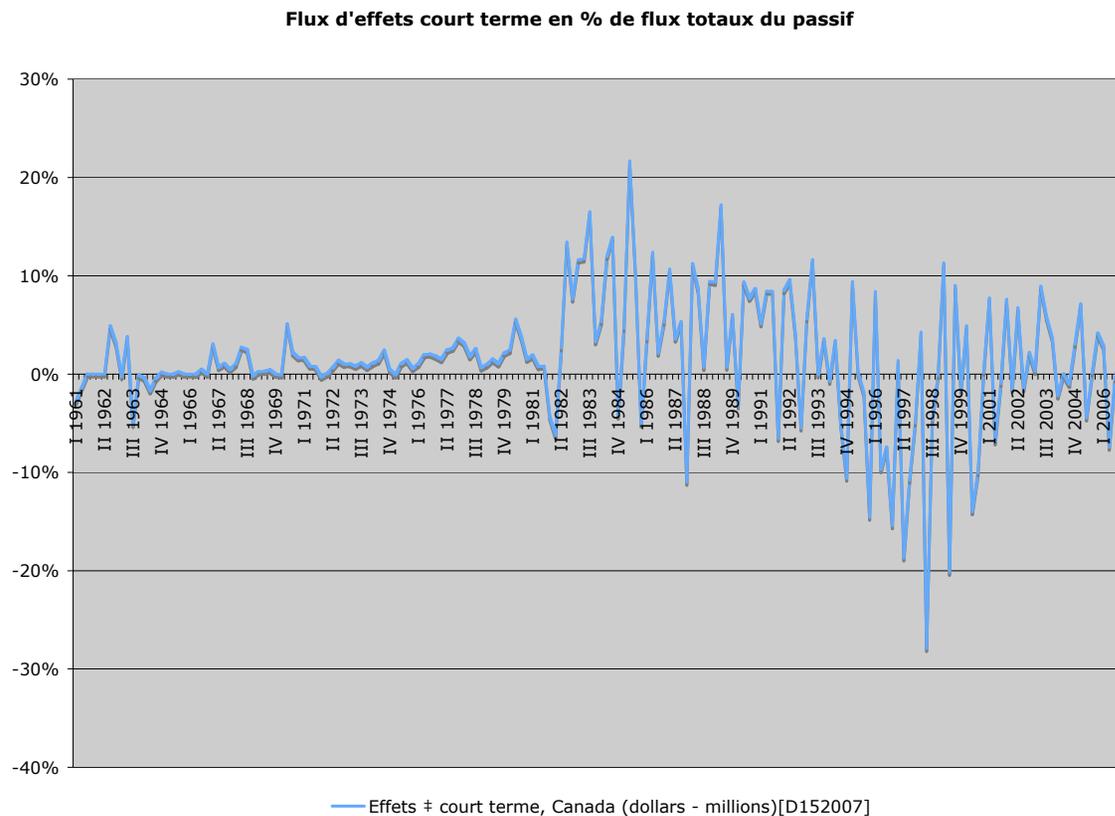
- Depuis le mois d'août une crise de liquidité affecte les marchés interbancaires et les marchés de papier commercial, si cette crise s'enracine en partie dans l'effondrement du marché des hypothèques subprime aux États-Unis, elle semble avoir des assises plus générales et plus profondes.
- Les impacts liés à l'effondrement du marché des hypothèques subprime (estimé à 20% du marché) commencent à peine à se faire sentir...
- L'impact plus général de la fin de la bulle immobilière aux États-Unis, outre sa manifestation dans le segment subprime, ne s'est pas encore (03 oct. 2007) fait sentir...

Une crise de liquidité centrée sur le marché des titres courts

- À partir du mois d'août les marchés globaux des titres de type, PCAA se figent
 - réaction à la fin de la bulle de l'immobilier résidentiel aux USA et en particulier à la composante subprime
- Le « Credit crunch » se diffuse aux autres segments du marché monétaire, dont le marché interbancaire et ensuite aux marchés des obligations privées
- 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
- Au Canada le marché interbancaire est paralysé ou au ralenti depuis, le marché du PCAA non-bancaire s'est effondré,
 - les principaux détenteurs de ces créances proposent sous le leadership de la Caisse un plan de restructuration des titres

Quelques faits saillants

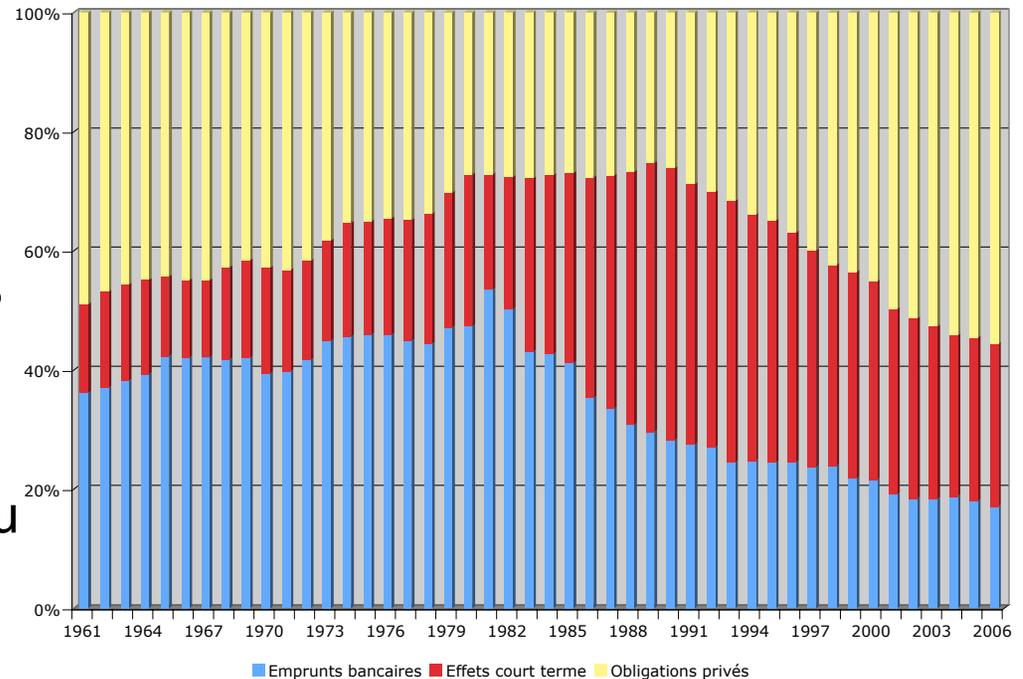
Une économie où les flux des actifs financiers courts sont de plus en plus importants



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 (SandP, DBRC)

Éléments du passif (bilan national)



Titres et liquidité financière

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

Relation
créditeur/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
reliés 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 exit

Finance de marché et titrisation

- Catégorisation des titres:
 - 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
- 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

Variations types de titrisation

(en partie d'après Partnoy et Skeel, 2006)

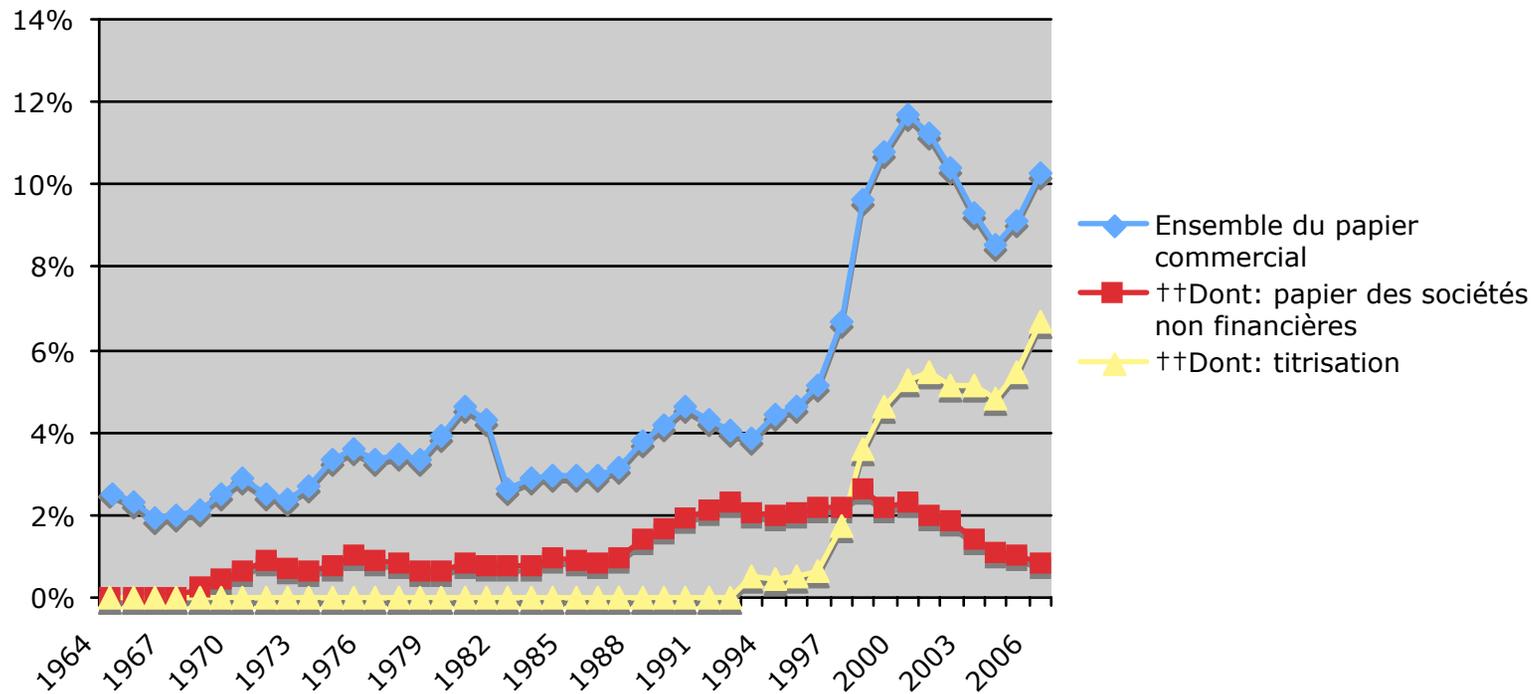
L'objectif est la production d'un « panier » de produits de placement avec profils de risque/rendement homogènes à partir de créances pré-existantes

- 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

- Formes types:
 - CDO « collateralized debt obligation » titrisation d'un flux de revenu
 - deux modes de formation:
 - Stock fermé de créances « tranchées » en nouveaux titres
 - Gestion d'un stock ouvert de créances en fonction d'une cible risque/rendement donnée
 - « Credit default derivatives »
 - Vente du risque de crédit à un tiers sous la forme d'un swap
 - « Synthetic CDO »: achat d'une banque de swaps afin de simuler un panier de risque/rendement

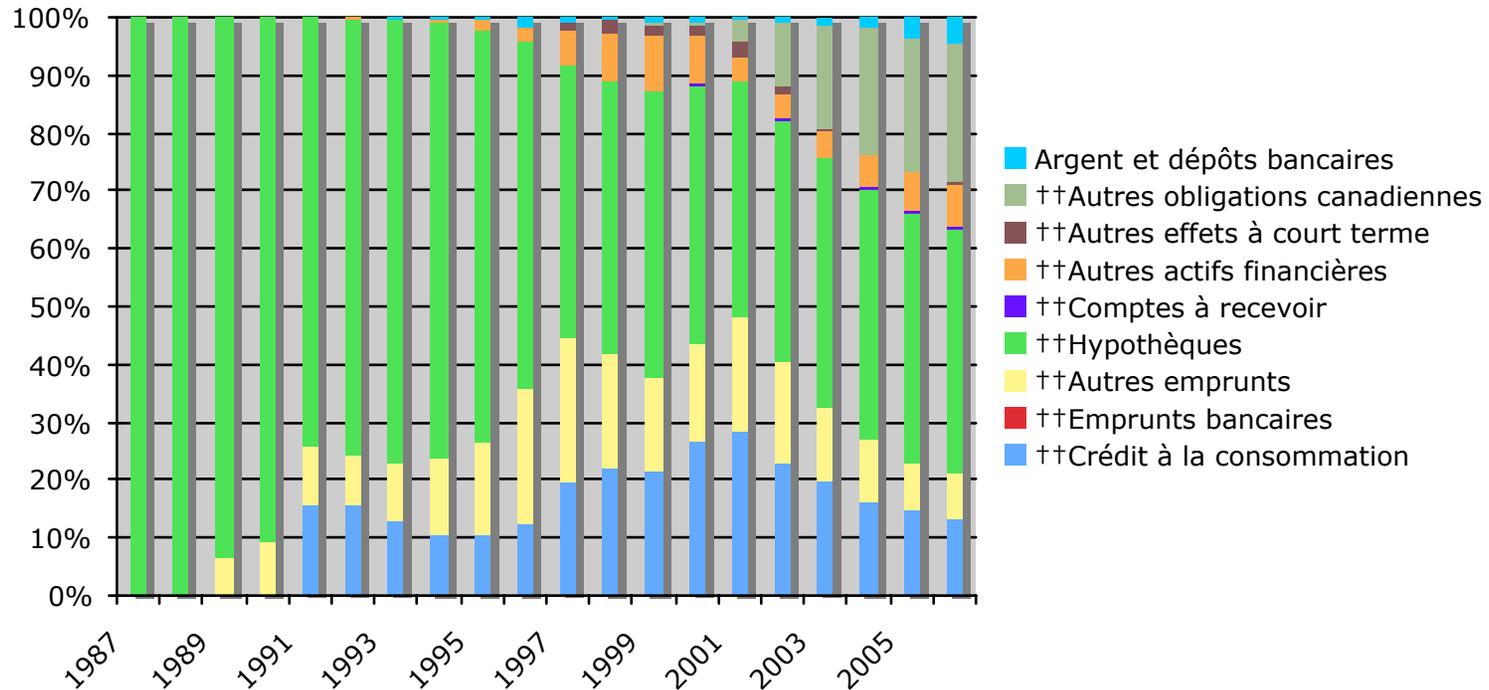
Importance récente de la titrisation

Papier à court terme en % du PIB



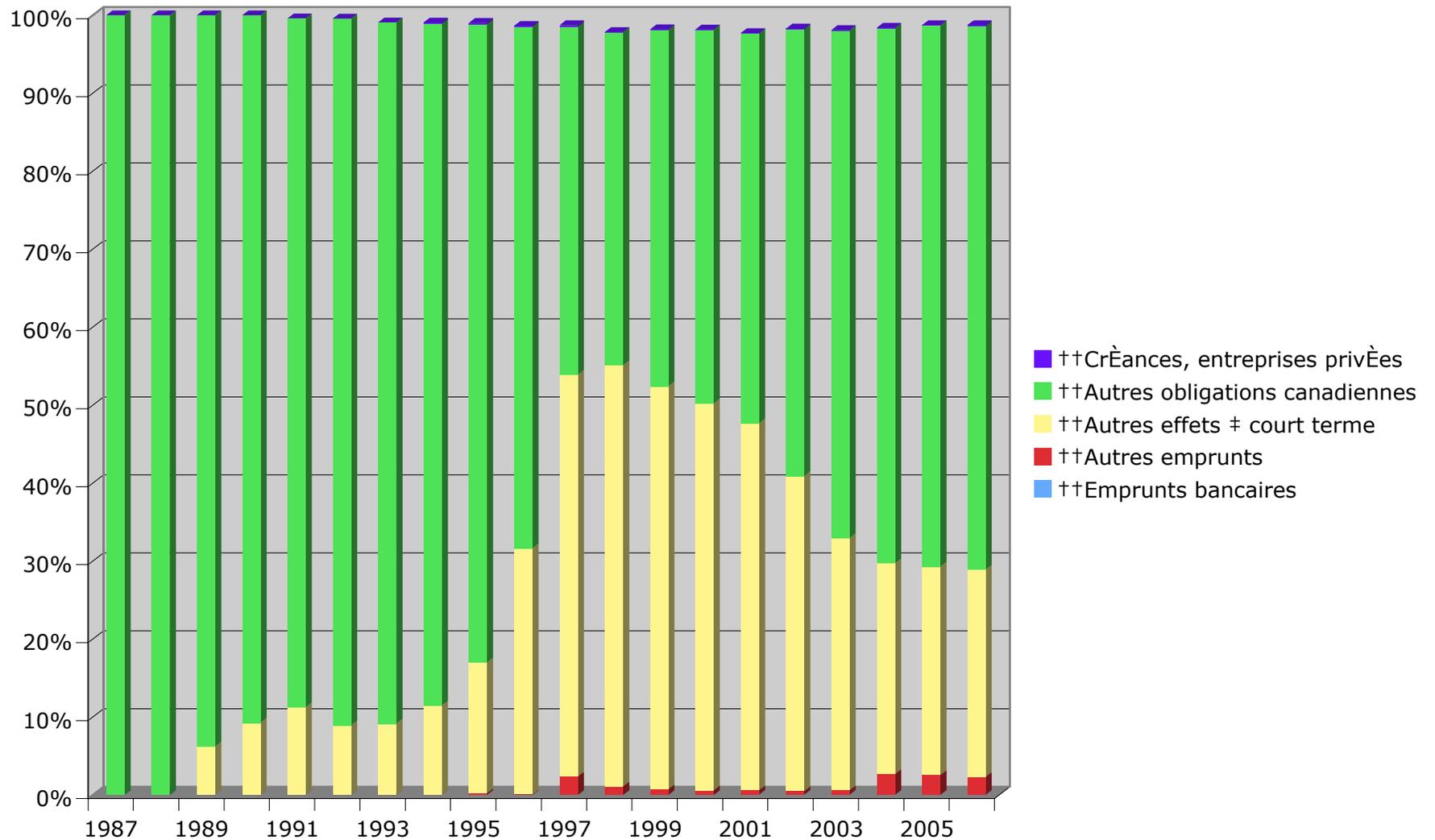
Diversification des actifs titrisés

Actif d'émetteurs de PCAA

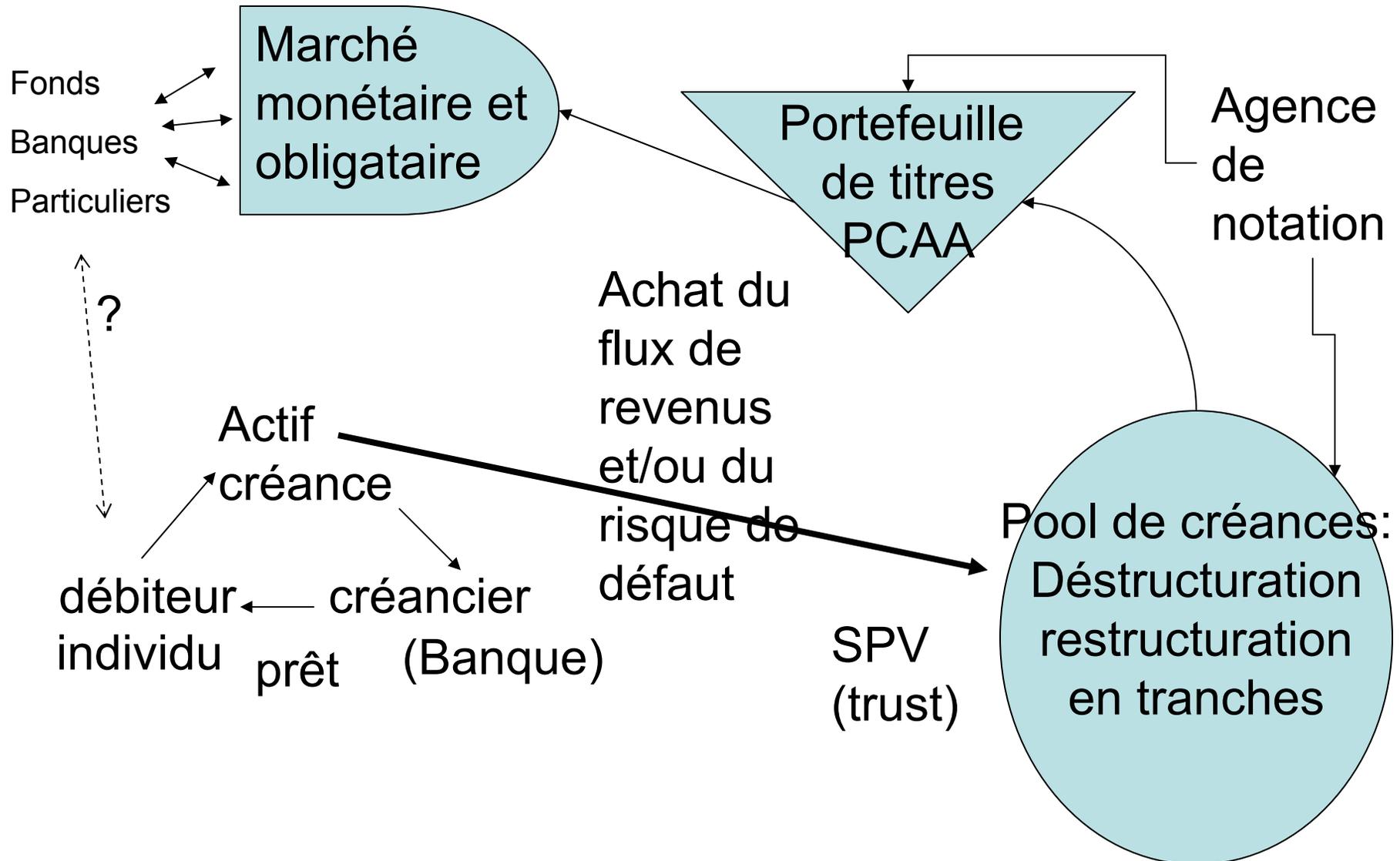


Mode de financement des SPV

Passif des émetteurs de PCAA



Mécanisme de la titrisation



Effet de la titrisation sur acteurs

- **Banques**
 - modèle de la relation de crédit se substitue au tandem guichet 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. 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 »

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

Contexte américain

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

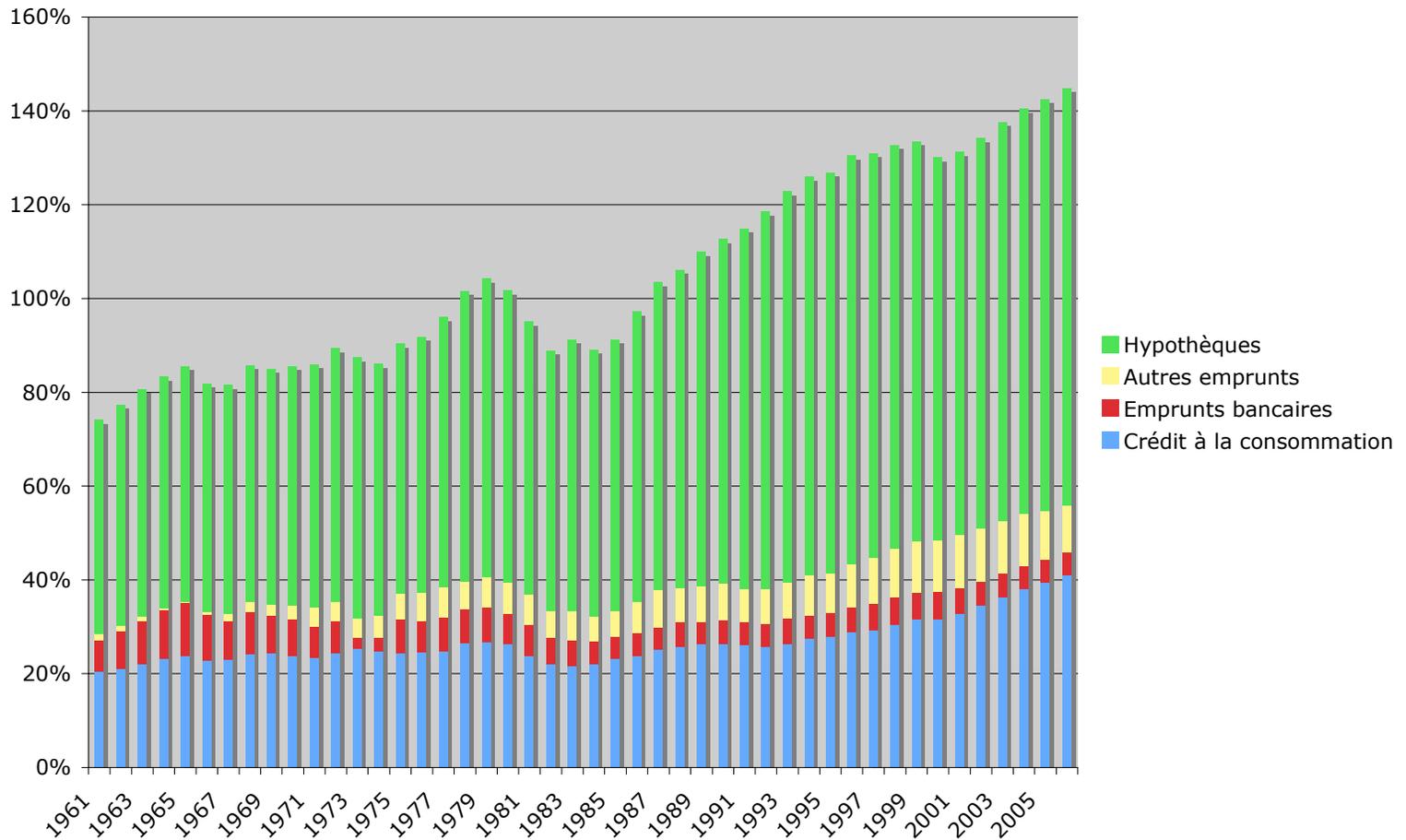
- titrisation nourrit à la fois expansion des valeurs immobilières et offre de crédit à la consommation
 - dans un contexte de démocratisation d'accès à la propriété immobilière
- mécanisme du « home equity loan » permet de lier bulle immobilière à l'endettement pour consommation
 - selon les recherches 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

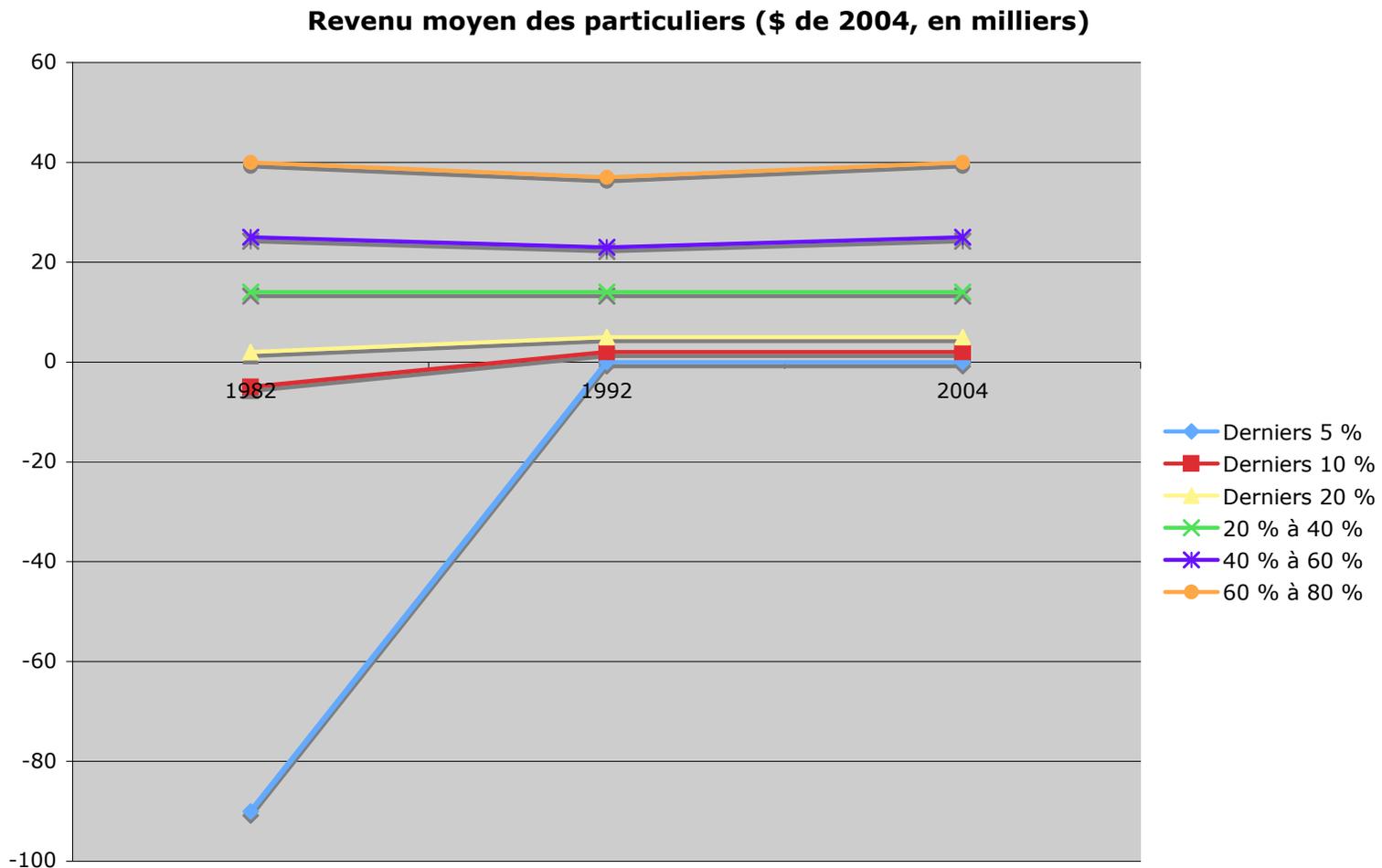
Évolution du crédit des salariés au Canada

Endettement des particuliers en % de salaires selon PIB



Évolution des revenus salariés

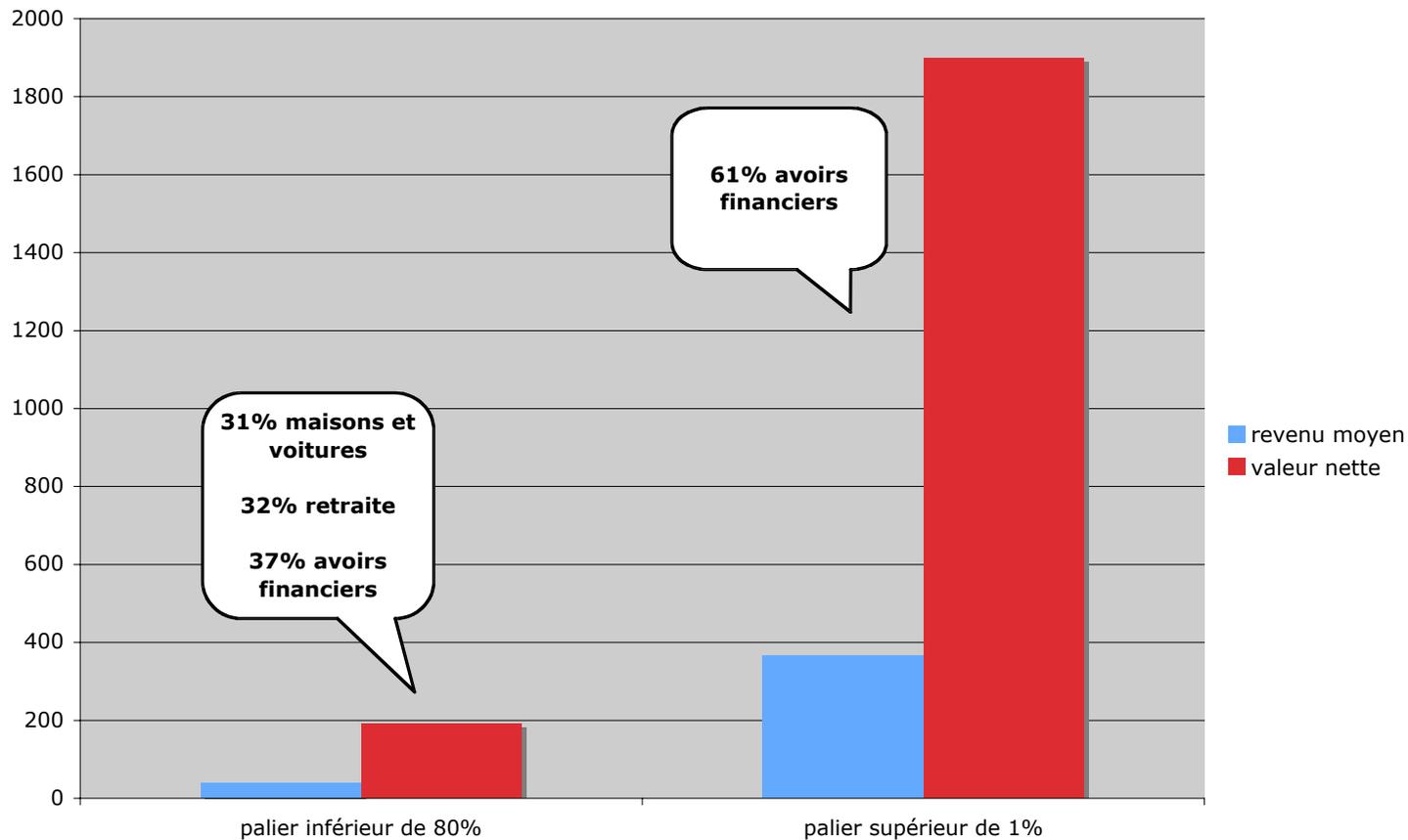
qui profite de la croissance des 30 dernières années ?



Source : Statistique Canada - L'emploi et le revenu en perspective - Septembre 2007 - Les Canadiens à revenu élevé

Asymétrie de classe dans le rapport à la titrisation ?

Patrimoine des familles, 1999 (en milliers de dollars)



Source : Statistique Canada - L'emploi et le revenu en perspective - Septembre 2007 - Les Canadiens à revenu élevé

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. factory orders tumble

MARTIN CRUTSINGER
ASSOCIATED PRESS

OCTOBER 4, 2007 AT 10:36 AM EDT

Orders to U.S. factories fell in August by the largest amount in seven months, across a wide swath of manufacturing. Analysts had expected a smaller decline in August, but that orders dropped by 3.3 per cent last month, even worse than expected. It was the steepest decline since January. Commercial aircraft, which fell by 39.9 per cent, while

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 th 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. 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
 - arbitrage taux d'intérêt/inflation
 - récession et déflation des actifs
 - problème du régime monétaire international et de l'endettement de l'État américain