

**Réification et massification du capital financier : une contribution à la théorie critique de la financiarisation à partir de l'analyse de la titrisation**

**Reification and massification of finance capital: the analysis of securitization as a contribution to the critical theory of financialization**

**Reificación y masificación del capital financiero: una contribución a la teoría crítica de la financiarización a partir del análisis de la titrisación**

Éric Pineault

Number 55, Fall 2013  
Financiarisation du capitalisme

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1027684ar>  
DOI: <https://doi.org/10.7202/1027684ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)  
Athéna éditions

ISSN  
0831-1048 (print)  
1923-5771 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Pineault, É. (2013). Réification et massification du capital financier : une contribution à la théorie critique de la financiarisation à partir de l'analyse de la titrisation. *Cahiers de recherche sociologique*, (55), 117–154.  
<https://doi.org/10.7202/1027684ar>

Article abstract

Mass finance has become an essential structure of advanced capitalism ; originating from the margins of fordist accumulation, it has now become a central regulation of the financialized accumulation regime. Mass finance is the foundation on which the securitization of household debts has developed, a practice that was at the origin of the 2008 crisis, and that now has become normalized as an economic regulation of the social relation of mass credit. Securitization is here examined through the lens of Marx's conception of reification, as developed in his analysis of financial accumulation. We follow the process of production of liquid financial capital by the reification of credit relations.

# Réification et massification du capital financier : une contribution à la théorie critique de la financiarisation à partir de l'analyse de la titrisation<sup>1</sup>

ÉRIC PINEAULT

## Introduction

La titrisation, processus par lequel diverses formes d'instruments financiers – des titres – sont engendrées à partir de relations sociales d'endettement, est au cœur de l'instabilité financière qui mena à la grande crise de 2007-2010, et dont les économies capitalistes avancées ressentent encore les effets aujourd'hui. En fait, avec le recul on se rend compte que l'après-crise, plutôt que de se traduire pour une grande ère de réforme et de ré-reglementation de la sphère financière, a plutôt été une période de consolidation des innovations et des transformations profondes qui ont marqué l'émergence d'un régime d'accumulation financiarisé. Citons en exemple la continuité dans le processus d'oligopolisation du secteur bancaire, qui se caractérise par la

.....

1. Une première version de cette analyse fut présentée au séminaire « Conceptions contemporaines de la domination » du groupe SophiaPol à l'Université de Paris Ouest Nanterre La Défense en 2012. L'auteur tient à remercier les participants du séminaire pour leurs commentaires judicieux, en particulier Stéphane Haber. Il remercie aussi Jean-François Côté pour sa lecture d'une version préliminaire du texte, ses suggestions ont grandement contribué à la lisibilité du texte et à la complétude de l'argument. Évidemment les réserves habituelles s'appliquent, l'auteur assume seul à la fois les apports et les limites de son exposé.

centralisation progressive des différentes activités financières entre les mains d'un nombre restreint de grands holdings financiers, chacun dominé par une grande banque globalisée, ou bien l'expansion continue de la quantité et la diversité des produits dérivés en circulation, la « reflation<sup>2</sup> » de la valeur des actions dans les principaux marchés boursiers, et finalement la stabilité du niveau excessif de l'endettement des ménages salariés dans plusieurs économies. Cette reprise surprenante de l'économie financière contraste avec les difficultés importantes que connaît la sphère productive de l'économie, aux prises avec ce qui apparaît comme une trappe « d'austérité stagnation », c'est-à-dire où les taux de croissance très faibles depuis la fin officielle de la récession qui a suivi la crise (2010) se combinent à des politiques économique d'austérité ayant un impact économique négatif<sup>3</sup>.

La titrisation, entendue dans son sens large comme la production de titres liquides à partir de relations économiques sous-jacentes n'échappe pas à cette logique. À l'hiver 2014, la revue *The Economist* peut annoncer le retour de la titrisation (« The return of securitization, back from the dead<sup>4</sup> »), et chiffres à l'appui note que si on exclut les titres adossés à des hypothèques résidentielles, le taux de croissance des instruments résultant de la titrisation est de nouveau positif et s'accélère. L'essentiel de la dette titrisée, selon les chiffres de *The Economist*, consiste par ailleurs en créances de cartes de crédit et de prêts automobiles.

Dans un communiqué émis en décembre 2013, l'agence de notation Fitch corroborait cette information en concluant que le marché global des titres à court terme adossés à des actifs (PCAA)<sup>5</sup> connaîtrait une année de stabilité en 2014. Selon l'agence, non seulement cela marque la fin de son déclin post-crise de 2008, mais cette stabilité préparerait l'envol du marché à partir de 2015. Ce même communiqué souligne l'exception canadienne : ici le marché des PCAA et de la titrisation en général n'a pas connu du tout cet effondrement, son taux de croissance a été de 10% pour l'année 2013, alors que l'économie canadienne avait une croissance globale d'à peine 1,7%<sup>6</sup>.

2. Le néologisme fut inventé par Ben Bernanke au moment où il dirigeait la Réserve fédérale américaine à partir de la famille de mots inflation/déflation pour désigner une politique monétaire visant la revalorisation des actifs financiers frappés par la crise de 2008, l'outil principal étant l'injection de liquidités dans les marchés par l'achat massif d'actifs. Le terme fut repris par la presse financière et les organismes internationaux tels que le FMI, évidemment il fallait à tout prix éviter de parler « d'inflation » de la valeur des actifs financiers.

3. Éric Pineault et Simon Tremblay-Pepin, *Cette fois est-ce différent ? La reprise financiarisée au Québec et au Canada*, Montréal, IRIS, 2013; Fred Magdoff et John Bellamy Foster, « Stagnation and Financialization, the nature of the contradiction », *Monthly Review*, vol. 66, no 1, 2014, p. 1-24.

4. Édition du « Economist » du 11 janvier 2014, en ligne [www.economist.com/news/finance-and-economics/21593424-much-maligned-financial-innovation-early-stages-comeback-back](http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21593424-much-maligned-financial-innovation-early-stages-comeback-back), consulté le 8 juillet 2014

5. Au Canada ces instruments sont connus sous le nom de papier commercial adossé à des actifs, ou PCAA et furent au cœur de l'expérience domestique de la crise de 2008.

6. [www.businesswire.com/news/home/20131202006038/en/Fitch-Global-ABCP-Retool-Growth-2014#U8k60ca-Tbs](http://www.businesswire.com/news/home/20131202006038/en/Fitch-Global-ABCP-Retool-Growth-2014#U8k60ca-Tbs), consulté le 8 juillet 2014.

L'agence de notation DBRS, dans son portrait du marché canadien de la titrisation pour le premier trimestre de 2014, souligne elle aussi la vivacité de ce segment de l'économie financière canadienne et nous donne un aperçu de la distribution des créances titrisées : 36% sont des dettes de cartes de crédit de particuliers, 16% des prêts automobiles et 26% des créances hypothécaires, dont la moitié (13%) correspond à des hypothèques résidentielles<sup>7</sup>.

Comme on peut le voir, la titrisation des créances s'arrime à la production de relations d'endettement dans l'économie, et un des développements importants des trente dernières années est la croissance constante et ininterrompue du volume de crédit octroyé aux ménages dans la plupart des économies avancées et émergentes. À un point où il est établi qu'une des particularités du régime d'accumulation financiarisé orientant la trajectoire des économies capitalistes avancé est ce rôle central de l'endettement des ménages comme support de la demande effective<sup>8</sup>. Cette titrisation des dettes des ménages s'ajoute à celle de la dette des entreprises et des États, un processus beaucoup plus ancien qui remonte aux origines du capitalisme, avec la production et la mise en circulation des premières obligations liquides.

La troisième forme de titrisation – dans son sens large – qui caractérise spécifiquement cette période de développement d'un régime d'accumulation financiarisé est l'explosion phénoménale du marché des « produits dérivés ». Cette explosion résulte de la production de titres portant les noms anglais de « futures<sup>9</sup> », « options » et « swap » à partir de transactions économiques portant sur des produits dont la circulation est standardisée. Bref, ce sont des titres construits à partir de la circulation d'autres titres. À l'origine ces produits étaient développés pour couvrir le risque associé à la spéculation sur les marchés de commodités, essentiellement les bourses de denrées agricoles, dont le grain formait la marchandise type.

Dès le XVIII<sup>e</sup> siècle, se sont développés en marge des bourses de grains en Europe des outils pour mettre en circulation les promesses et engagements d'achats ou de vente futures d'unités standardisées de diverses marchandises nommées « commodités » en référence à leur origine dans le secteur primaire. À partir des années 1970, ces techniques se sont déplacées vers les marchés monétaires puis vers les marchés financiers ; aujourd'hui l'essentiel des produits dérivés en circulation porte sur des sous-jacents monétaires, taux de changes et taux d'intérêts, suivis par des produits dérivés portant sur

7. [www.dbrs.com/research/269425/dbrs-releases-april-canadian-securitization-market-overview-report.html](http://www.dbrs.com/research/269425/dbrs-releases-april-canadian-securitization-market-overview-report.html), consulté le 8 juillet 2014.

8. Christopher Brown, « Financial engineering, consumer credit, and the stability of effective demand », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 29, n° 3, 2007, p. 427-450.

9. En français il s'agit de « contrats à terme » mais l'expression anglaise s'est imposée comme terme générique pour cette catégorie de titre.

des titres financiers en circulation, comme des actions, des obligations et du papier commercial<sup>10</sup>. En fait, tout risque économique abstrait peut virtuellement faire l'objet d'une mise en forme comme produit dérivé et être lancé en circulation<sup>11</sup>. La titrisation, comme fabrique de capital financier liquide, est donc un phénomène typique du régime d'accumulation financiarisé contemporain.

La mécanique de la titrisation est maintenant bien documentée par les agences officielles internationales telles que le FMI et la BRI, ainsi que par les autorités monétaires internationales et nationales comme la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et, plus près de nous, la Banque du Canada<sup>12</sup>. Mais le sens sociologique à donner à l'ascension de la titrisation dans le cadre d'une compréhension systématique de l'économie politique du capitalisme avancé demeure un enjeu théorique important. Il faut signaler les travaux de Lavoie ainsi que ceux de Seccaraccia et Baragar<sup>13</sup>, qui, parmi d'autres, ont exploré la titrisation comme manifestation d'un changement structurel dans le capitalisme avancé. Nous avons dans un travail récent examiné le rôle du développement du crédit à la consommation massifié comme forme d'endettement type du salariat dans ce changement<sup>14</sup>. Pour nous, la finance de masse, celle qui s'arrime au développement du salariat fordiste sous la forme de crédit hypothécaire ou de consommation, ainsi que sous la forme d'une mobilisation de l'épargne salariale par des fonds de placement, passe d'un rôle marginal et complémentaire à l'accumulation dans le régime fordiste et acquiert un rôle central dans le nouveau régime d'accumulation financiarisée.

Le concept de finance de masse, ou plus précisément de relations financières massifiées, étant central à cette étude, nécessite ici une première délimitation. Le caractère massif des pratiques, instruments et actifs financiers est un thème récurrent du discours critique ainsi que des travaux analytiques portant sur la finance contemporaine. Pensons par exemple à la mobilisation par l'économiste François Morin de l'unité de mesure « téra dollars » pour capturer la grandeur de cette sphère financière<sup>15</sup>. La massification ainsi

10. Selon les plus récents calculs de la Banque de règlements internationaux (BRI), disponible ici [www.bis.org/statistics/derstats.htm](http://www.bis.org/statistics/derstats.htm)

11. Voir Edward LiPuma, et Fred Lee, *Financial Derivatives and the Globalization of Risk*, Durham, Duke University Press, 2004.

12. Pour une synthèse récente voir « Monitoring and Assessing Risks in Canada's Shadow Banking Sector », dans *Financial System Review*, Banque du Canada, juin 2013, [www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2013/06/fsr-0613.pdf#page=63](http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2013/06/fsr-0613.pdf#page=63), consulté le 8 juillet, 2014.

13. Marc Lavoie, « Financialization, neo-liberalism, and securitization », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol 35, n° 2, 2010, p. 215-233; Fletcher Baragar et Mario Seccareccia, « Financial Restructuring: Implications of recent canadian macroeconomic developments », *Studies in Political Economy*, n° 82, 2008, p. 61-83.

14. Eric Pineault, « Financiarisation, crédit et théorie critique du capitalisme avancé », dans Francis Dupuis-Déri, (dir.), *Par dessus le marché!*, Montréal, Écosociété, 2012, p. 49-89.

15. François Morin, *Le nouveau mur de l'argent*, Paris, Seuil, 2006.

entendue renvoie au gigantisme, aux grands nombres et aux phénomènes qui répondent à leur loi selon les principes des probabilités, et elle est associée à la finance moderne depuis sa naissance à l'aube du capitalisme.

Dès l'émergence des premières bourses et clubs d'échanges de titres financiers négociables (essentiellement des obligations publiques et puis des actions de compagnies à charte), la circulation financière du capital fut assimilée à une masse liquide, un flux de valeur au volume et débit instables, sujet à des mouvements brusques et chaotiques. D'où la métaphore de la « bulle » qui s'impose dès le début du XVIII<sup>e</sup> siècle pour représenter les euphories et paniques financières. Les participants à la circulation financière, particulièrement dans les lieux de concentration et de centralisation des flux de titres et de capitaux, comme les bourses et les places financières, ont rapidement été assimilés à la figure d'une « foule » (plus tard formalisée dans les travaux de Gustave Lebon) plus ou moins rationnelle; figure qui elle aussi correspond à une masse, cette fois une masse de corps et de sujets plutôt que d'objets en circulation<sup>16</sup>. Et l'euphorie irrationnelle de la foule éprise de cupidité et de goût du risque spéculatif renvoie évidemment au bouillonnement et frétillement incessant de la masse de titres liquides en circulation et à la richesse financière qu'elle promet.

Cette double caractérisation de la finance par le biais de la métaphore de la masse demeure encore aujourd'hui un paradigme interprétatif central à la représentation de la finance capitaliste, que ce soit dans des œuvres littéraires (dont la figure inaugurale est certainement l'Argent de Zola), cinématographiques et de théorie économique: allant du chapitre 12 de la Théorie Générale de Keynes aux hypothèses fondatrices de la théorie de la valeur des options encadrées dans le modèle Black et Scholes<sup>17</sup>, modèle qui demeure l'outil de base pour donner un prix à toute option en circulation. Ces usages du concept de masse ne mobilisent qu'une partie de son potentiel explicatif. En fait, ils négligent les déterminations qualitatives qu'implique le concept de massification et qui le rend particulièrement utile pour comprendre la finance contemporaine comme « finance de masse ».

Le concept de masse renvoie pour nous à ces déterminations qualitatives qu'acquiert le capital financier dans le cadre du développement du capitalisme avancé au XX<sup>e</sup> et XXI<sup>e</sup> siècle. Déjà Marx avait remarqué que les institutions financières avaient pour capacité et fonction la centralisation et la concentration de l'argent inactif aux abords de la circulation capitaliste, argent qui

16. Sur ceci voir l'ouvrage classique: Charles Poor Kindleberger, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005, 5e édition.

17. Sur ce dernier point voir Bill Maurer, « Repressed futures: theological derivatives' theological unconscious », *Economy and Society*, vol. 31 n° 1, 2002, p. 15-36.

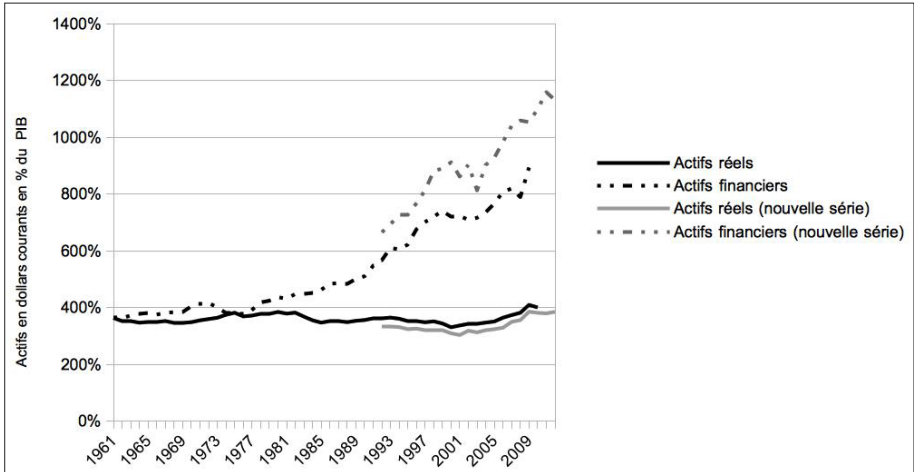
sommeille soit dans les coffres des trésoreries des entreprises ou dans les poches des bourgeois<sup>18</sup>, argent qui dès lors était transformé en capital de prêt et de placement. La massification renvoie à des développements supplémentaires qui prolongent mais subsument en même temps ce travail de concentration et de centralisation. Car elle renvoie à une finance qui produit du capital financier en produisant des relations financières, ce sont ces relations financières qui sont massifiées et qui ainsi engendrent une finance que l'on peut qualifier de masse. L'accent que nous mettons sur la production de capital financier par la production de relations financières distingue notre approche de celles qui considèrent la finance comme un simple intermédiaire au service d'une accumulation de type industriel.

Nous pouvons parler de relations financières massifiées ou de masse quand leur production prend la forme d'un procès standardisé, sérialisé et banalisé, où les relations qui en résultent sont relativement uniformes, donnent lieu à des actifs quasi interchangeables qui ont un rythme de création stable et dont le volume croît de manière non seulement prévisible mais articulée à la dynamique plus générale d'accumulation. Plus les relations financières pénètrent et structurent la circulation, plus la finance se massifie. On peut diviser la circulation capitaliste en trois moments logiques distincts : investissement, production, consommation. La finance de masse se développe en s'articulant aux relations économiques propres à chaque moment, la logique du placement de masse pénètre ainsi le moment de l'investissement, le crédit de masse pénètre le moment de la consommation et finalement les produits dérivés pénètrent et deviennent des médiations essentielles au moment de la production. Chaque articulation est en même temps une détermination financière de l'accumulation et de la circulation non financière, la financiarisation impliquant la médiation progressive de chaque moment par le capital financier. Bien qu'elle soit un phénomène qui ainsi se rapporte aux trois moments logiques de la circulation, la finance de masse a trouvé dans les relations économiques rattachées à l'émergence du salariat fordiste dans le capitalisme avancé un terreau particulièrement fécond pour son développement, son inscription spécifique dans la circulation passa par son rapport à la norme de consommation de masse. La prise en charge de l'épargne et du crédit des salariés a donc été l'assise première de la finance de masse.

Notons que les propriétés spécifiques aux relations financières massifiées : standardisation, sérialité, banalité, relative uniformité, interchangeabilité et flux de production important, prévisible et en constante croissance

.....  
18. Marx présumait avec raison que les poches des ouvriers étaient vides.

**Figure 1**  
**Évolution relative des actifs financiers**  
**Canada, 1961-2012**



sont devenues celles-là même du capital financier massifié, qui se présente alors comme une masse de titres en circulation et un flux massif de monnaie qui est aspiré par cette circulation financière pour soutenir son mouvement. Cette finance de masse et l'espace de circulation de son capital liquide se sont développés pour ainsi dire dans les interstices du capitalisme industriel tout au long du XX<sup>e</sup> siècle, et ce n'est qu'à partir de la longue sortie du fordisme qu'ils ont pu se placer au cœur des structures sociales du capitalisme avancé.

Et c'est ainsi que nous pouvons revenir au caractère massif du capital financier dans son premier sens, c'est-à-dire comme une grandeur qui mesure le stock ou le flux de capital financier en circulation, grandeur qui représente son importance et sa fluidité, voire sa démesure par rapport aux autres grandeurs que nous utilisons pour mesurer l'activité économique. Ainsi le graphique 1 illustre cette démesure de la finance de masse, en examinant pour le Canada le ratio d'actifs financiers par rapport au PIB du ratio des actifs dit « réels » par rapport au PIB. Il témoigne à sa manière de la financiarisation croissante de l'accumulation à mesure que le taux de croissance de la valeur des actifs financiers décroche du taux de croissance plus générale de l'économie. 1982 semble être l'année charnière et la crise de 2008 n'est qu'une petite coche dans une montée spectaculaire.

Notons en terminant que les institutions financières types du capitalisme avancé – banques commerciales, banques d'investissements, fonds et bourses –



se développent en centralisant et en concentrant ce capital financier massifié, tant sa circulation que sa production. Cela se traduit par le développement progressif de pôles financiers oligopolistiques autour de places financières d'abord nationales et puis à partir des années 1970 à une échelle globale. Aujourd'hui la Banque de Règlement Internationaux, via le « Financial Stability Board » ou FSB, a identifié 21 banques « globales » à caractère systémique qui peuvent faire ou défaire l'économie mondiale. L'oligopole de la finance globale a ainsi reçu une reconnaissance officielle. La crise de 2008 ne semble qu'avoir exacerbé ces tendances.

Nous souhaitons ici approfondir le travail d'analyse de la finance de masse et de la titrisation à partir du concept de « réification ». Nous croyons que la mobilisation de cette catégorie marxienne permet de passer d'une simple description des changements structurels et des mécanismes types qu'impliquent le développement de la finance de masse et la titrisation à une analyse qui saisit certaines déterminations essentielles et générales du procès de valorisation et d'accumulation du capital financier contemporain caractérisé par sa liquidité. Ainsi, le concept de réification éclaire de manière critique des phénomènes économiques qui se situent dans la longue durée plutôt que de les saisir comme innovations spéculatives dont la durée de vie est celle d'un cycle entre deux crises financières. Finalement, ce concept éclaire non seulement ce qui advient de l'endettement de masse des salariés, mais aussi ce qui advient du placement de masse de l'épargne salariale et plus globalement de la circulation capitaliste en tant que telle quand on tient compte du développement des titres sous la forme de produits dérivés.

Notre étude prendra la forme suivante. Après avoir précisé le sens du concept de réification quand il est appliqué à des relations économiques, capitalistes de surcroît, nous explorerons des propriétés générales du capital financier comme forme d'accumulation capitaliste à travers l'analyse de la figure A-A' que nous trouvons chez Marx. De cela nous tirerons les concepts de base pour aborder la titrisation comme fabrique de capital financier liquide à partir de relations sociales d'endettement massifiées. L'espace ne nous permet pas d'examiner comment ce même modèle permet d'analyser le procès de formation des dérivés et leur rôle déterminant dans la circulation industrielle et financière, ou pour comprendre le processus de métamorphose de l'épargne de masse en capital financier pour le biais des divers types de fonds de placement, mais ces questions seront tout de même évoquées dans une conclusion où je tenterai de ré-inscrire le concept de réification financière dans une compréhension plus globale de la reproduction du capitalisme contemporain.

## Le concept de réification

Dans son acception la plus simple, le concept marxien de réification renvoie à la transformation de certaines relations économiques en « choses », qui deviennent des médiations sociales objectives, dans le sens qu'elles peuvent déterminer des processus sociaux et économiques<sup>19</sup>. Marx mobilisa ce concept dans son analyse du fétichisme de la marchandise, dans la sphère marchande les choses, ici des marchandises porteuses de valeur d'échange, qui semblent avoir des relations sociales entre elles, tandis que les sujets producteurs de ces choses ne se rapportent les uns aux autres qu'à travers ces relations. La réification ainsi entendue est ce transfert d'effectivité de relations sociales entre des sujets vers des objets, qui dérivent ainsi leur puissance et objectivité sociale de ces rapports sociaux sous-jacents, en même temps qu'ils peuvent affecter les sujets depuis leur sphère d'existence propre. Dans le cas de la marchandise, cette sphère est celle de la circulation marchande ; dans le cas de la dette titrisée, cette sphère est celle de la circulation financière. Le développement de la finance de masse impliquera ainsi la réification des relations sociales d'endettement et d'épargne, dans le premier cas la dette devient une chose sous la forme d'un titre, et dans le cas de la réification des relations sociales d'épargne, elle devient chose sous la forme d'une quantité déterminée d'unités qui représentent autant de droits sur une part d'un fonds de placement<sup>20</sup>. Ce sont les deux relations financières réifiées et massifiées que nous examinerons plus loin, mais revenons un moment sur le concept de réification.

Chez Marx, ce concept est relié à sa théorie plus générale de l'aliénation, une catégorie qui sous-tend l'ensemble de son édifice critique et dont les recherches récentes de Frank Fischbach ont souligné la complexité en rétablissant l'entièreté de sa richesse et de sa densité philosophique<sup>21</sup>. La contribution de Fischbach est particulièrement importante pour démêler la conception proprement marxienne de l'aliénation des interprétations que cette catégorie va recevoir plus tard, chez Simmel, Lukacs et dans le mouve-

19. Le concept allemand est *Verdinglichung*, concept que Marx emprunte à Hegel, et qui signifie littéralement « chosification ».

20. La forme classique de la relation d'épargne dans la modernité a été institué au XVII<sup>e</sup> siècle quand émergèrent les premières banques de dépôts. Formellement, la relation se présente de la manière suivante : les moyens de paiement particuliers (en espèces ou en monnaie bancaire) épargnés qui sont déposés à la banque cessent d'exister comme telle pour l'épargnant qui acquiert un droit – une créance – sur la banque, c'est-à-dire un engagement de sa part à fournir une quantité déterminée de moyens de paiement équivalent au dépôt sur demande ou selon des termes négociés entre le déposant et la banque. Un placement financier dans un fonds est qualitativement différent en ce que l'épargnant renonce entièrement à la liquidité monétaire et transforme plutôt son argent – les moyens de paiements épargnés – en capital financier dont la valeur et la liquidité reposent sur des processus radicalement distincts des processus institutionnalisés de reproduction de valeur et liquidité monétaire.

21. Dans Frank Fischbach, *Sans Objet*, Paris, Vrin, 2009.

ment de la théorie critique du XX<sup>e</sup> siècle. En effet, un thème dominant de cette théorie critique du XX<sup>e</sup> siècle – dont Simmel aurait été un précurseur – est l’aliénation assimilée à « l’objectification » (le devenir objet) de « sujets » dans un paradigme ontologique où l’on oppose de manière substantielle sujets et objets, le subjectif et l’objectif. La domination proprement moderne se présente dès lors comme la subsumption du premier par le second<sup>22</sup>.

La réification va plus loin, en ce qu’elle implique en plus un déni de l’autonomie subjective d’une personne et son assimilation à une chose. Ce déni, cette non-reconnaissance de la subjectivité de la personne, sa chosification va ainsi se décliner selon un registre plus complexe, que l’on retrouve dans les travaux de certains courants féministes ou plus récemment dans les travaux d’Axel Honneth<sup>23</sup>. Nous ne voulons pas contester cet usage du concept de réification qui est tout à fait légitime et utile pour les sciences sociales, mais souhaitons avec Fischbach souligner que, chez Marx, le concept a un usage plus restreint, qui découle d’une perspective ontologique où le subjectif et l’objectif sont conceptualisés autrement qu’en une opposition substantielle. Et cela a un impact important sur la manière dont la théorie critique aborde les dynamiques capitalistes<sup>24</sup>.

Chez Marx, l’individu est un être objectif, le pur sujet « sans objet » étant celui qui résulte du processus d’aliénation capitaliste. La critique de l’aliénation chez Marx, nous montre Fischbach, ne vise pas à sauver un sujet de son enfermement dans l’objectivité, cela n’aurait aucun sens pour lui, qui veut au contraire que les individus prolétariés retrouvent leur puissance se présentant comme une capacité d’agir objective et en même temps une capacité d’auto-activation de cet agir, ou, ce qui est la même chose, qu’ils puissent de nouveau produire réflexivement un monde qui exprime leur « objectivité ». De plus, cette objectivité est sociale, dans le sens où l’être agissant a un agir, une pratique, qui est médiatisée par des rapports sociaux ; c’est ce qui amène Marx à définir « l’essence de l’être humain » comme un « ensemble de rapports sociaux » dans ses *Thèses sur Feuerbach*.

Cela implique, dès lors, que la réification – la chosification – ne s’applique pas non plus à de purs sujets ; la réification pour Marx ne renvoie pas à la chosification de « personnes », au fait qu’un sujet dans son entièreté ou en partie soit assimilé ou réduit à une chose, mais elle s’applique plutôt aux

.....  
22. Frédéric Vandenberghe, *Une histoire critique de la sociologie allemande*, Paris, La découverte, 1997.

23. Martha Nussbaum, « Objectification », *Philosophy and Public Affairs*, vol. 24 n° 4, 1995 p. 249-291 ; Axel Honneth, *Réification*, Paris, La découverte, 2010.

24. Nous avons exploré cette question dans Frédéric Guillaume Dufour et Eric Pineault, « Quelle théorie du capitalisme pour quelle théorie de la reconnaissance ? », *Politique et sociétés*, vol. 28, n° 3, 2009, p. 75-99.

rapports sociaux, ce sont les médiations sociales qui apparaissent comme des choses qui agissent « objectivement », tel un fétiche.

Qu'un prêt – automobile par exemple, payable en 60 mois – titrisé résulte de la chosification d'une relation de crédit entre un individu et un fabricant de Détroit ne sera pas contesté par l'analyste de Standard et Poor's, de Moody's ou de DBRS le plus obtu qui soit. C'est son travail de savoir que le titre en circulation, qu'il soit PCAA (papier commercial adossé à un actif) ou une obligation adossée à un actif (*Asset backed security* ou ABS) encapsule réellement une relation de crédit et y dérive *in fine* sa valeur financière, comme en témoigne cet extrait de communiqué de l'agence Moody's portant sur le marché canadien de la titrisation :

*In a new report, the rating agency says that it is maintaining its stable outlook for Canadian asset-backed securities (ABS), residential mortgage-backed securities (RMBS), and covered bonds in 2014 because of the improving Canadian economy. The assets backing these securities are predominantly consumer receivables, whose performance correlates to economic conditions, it notes.*

The firm says that Canadian GDP, which accelerated toward the end of 2013, will continue to grow in 2014, as the recovering U.S. economy and a weakening Canadian dollar bolster demand. « Rising Canadian GDP and employment bode well for the performance of securitized collateral, » says Richard Hunt, a Moody's vice president and senior analyst<sup>25</sup>. [fin citation]

La valeur financière étant la source de son effectivité sociale comme chose, le titre peut circuler, servir de contrepartie dans une transaction, être la base d'une accumulation de capital financier, parce qu'il se rapporte comme chose à cette relation sous-jacente. En même temps, les structures sociales à l'intérieur desquelles il est produit et circule ont pour effet et *objectif* de voiler la particularité et la spécificité de cette relation sociale sous-jacente, sa valeur dérivant d'un processus d'abstraction que nous examinerons en détail plus loin, mais qui transparait déjà ici dans le communiqué de presse cité.

Ce que la catégorie de réification éclairée est la manière par laquelle la titrisation correspond à la fois à un procès spécifique de valorisation qui s'arrime à des relations financières massifiées celui du capital financier sous une forme liquide sans perdre de vue que cela correspond aussi à un processus de domination sociale de type capitaliste, et finalement en quoi cette forme chosifiée, instable, contradictoire, est en même temps centrale à l'accumulation financière actuelle.

25. James Langton, « Outlook for Canadian securitization market remains stable: Moody's », 12 février 2014, [www.investmentexecutive.com/-/outlook-for-canadian-securitization-market-remains-stable-moody-s](http://www.investmentexecutive.com/-/outlook-for-canadian-securitization-market-remains-stable-moody-s), consulté le 8 juillet, 2014.

## Le capital financier et la forme A-A' chez Marx

Dans l'explication du capital, nous sommes partis de A - M - A, A - A' en était seulement le résultat. Nous trouvons à présent A - A' *en tant que sujet*. De même que c'est le propre de l'arbre de croître, le propre du capital c'est de créer de l'argent sous cette forme pure qui est la sienne en tant qu'argent. La forme incompréhensible que nous trouvons à la surface et dont nous sommes donc partis dans notre analyse, nous la retrouvons en tant que résultat du procès au cours duquel la forme du capital s'aliène de plus en plus et perd toute relation avec son essence intérieure (*innres Wesen*)<sup>26</sup>.

Le point de départ de la critique de l'économie politique du capitalisme moderne inaugurée par Marx est de considérer le capital non pas d'abord comme une chose (de l'argent, une somme d'outils et de matériaux, des technologies, voire du savoir) mais plutôt comme une relation sociale d'accumulation, un procès de valorisation ayant comme origine « de l'argent qui se transforme en capital », comme le titre le chapitre 4 du *Capital*, où Marx introduit pour la première fois cette idée. Comme l'illustre la citation, ce n'est qu'une fois saisies à travers ce nœud de relations sociales que l'on peut ensuite examiner les formes « réifiées » du capital, comme le capital financier, en tant que résultat d'un processus d'aliénation, où soudainement le capital peut se présenter comme sujet et source de son propre accroissement. Nous allons donc commencer par rappeler la théorie marxienne de base du procès de valorisation capitaliste avant d'aborder la forme financière d'accumulation, pour y dégager un modèle général de valorisation financière<sup>27</sup>.

Chez Marx l'argent devient capital par un acte de dépense particulier que saisit la fameuse figure A-M-A' décrivant de manière synthétique un circuit où l'argent « A » se valorise comme capital « A' »<sup>28</sup> parce qu'il se transforme initialement en marchandises « M » qui seront mobilisées dans le cadre d'un procès de production « P ». La formule générale du capital dans sa version plus élaborée est présentée dans l'introduction à l'analyse du procès d'accumulation qui ouvre la section 7 du premier livre du *Capital* et peut se noter de la manière suivante, les points de suspension indiquant une sortie de l'espace de la circulation marchande et l'entrée dans « l'ancre privé de la production » :

A -M (ft et mp) ... P-P ... M'-A'

26. Karl Marx, *Théories sur la plus value*, tome 3, Paris, Éditions Sociales, 1967, p. 552. Nous avons corrigé la traduction de la dernière partie de la phrase « *innres Wesen* », un concept philosophique que les traducteurs avaient épuré de sa dimension hégélienne en le traduisant par « être profond ».

27. Il est important de souligner que l'examen que nous effectuons ici de la figure du capital financier ne vise pas à comprendre cette figure dans la perspective des études marxiennes, d'une histoire de la pensée critique par exemple; nous cherchons plutôt des outils conceptuels nécessaires à la compréhension du développement de la finance de masse et de la réification de relations financières qu'elle implique.

28. Sachant que A < A' et ou le " " renvoie à la plus-value.

où  $Mft$  = l'achat de force de travail et  $Mmp$  = l'achat de moyen de production ou plus succinctement, capital variable ( $Mft$ ) et capital constant ( $Mmp$ ). La dépense initiale A-M se présente ainsi comme une dépense en salaires ( $Mft$ ) et en marchandises ( $Mmp$ ) produits par d'autres producteurs. Rappelons que seul le capital variable ( $Mft$ ) peut être source d'un surcroît de valeur dans le cadre d'un rapport d'exploitation constitutif du processus de production.

Pour Marx, ce procès de valorisation « productif » est la forme typique que prend la dynamique d'accumulation dans le capitalisme moderne, les autres modalités de valorisation capitaliste – le commerce, la finance, l'immobilier – étant en situation de dépendance vis-à-vis de cette forme, qui à elle seule est source de plus-value. Ces autres modalités d'accumulation s'arment ainsi à l'accumulation du capital productif et divisent la plus-value en « formes de revenus ». Ce qui en apparence est une forme de revenus propre à chaque « facteur productif » compris comme une chose (terre, argent, capital fixe) dans une économie capitaliste est, de fait, pour Marx le résultat d'une partition de la plus-value produite dans le cadre du rapport capital/travail.

Que le capital ne soit pas d'abord une chose qui génère par lui-même un revenu monétaire doit aussi être le point de départ d'une réflexion critique sur le capital financier. Cette forme de capital se valorise selon une logique qui lui est propre que l'on peut saisir par le biais d'un procès de valorisation typique. Quand Marx aborde la possibilité d'une valorisation financière du capital dans le premier livre du *Capital* où ailleurs dans son œuvre de maturité<sup>29</sup>, la figure qu'il emprunte pour représenter la diversité des formes d'accumulation financière est la figure A-A', soit un procès où de l'argent engendre de l'argent en se rapportant à soi-même. Et soudainement, le vocabulaire conceptuel nécessaire à l'analyse de l'aliénation réapparaît avec force dans son propos. Plus qu'un effet de rhétorique, nous croyons qu'il faut prendre en sérieux, dans la considération de cette forme, ces catégories philosophiques, dont en particulier celles de fétichisme et d'aliénation, car elles vont nous permettre de saisir des aspects essentiels de la nature du procès de valorisation du capital financier et de les lier au concept de réification.

.....  
29. Marx aborde le « capital portant intérêt » forme pour lui générique du capital qui se valorise financièrement dans le livre 1 du *Capital* où il figure comme forme « irrationnelle » du capital. Dans ce qui a été appelé par Engels le livre « 3 » du *Capital*, la figure A-A' et les diverses formes de capital de type « financier » reçoivent un traitement beaucoup plus exhaustif même si l'analyse et les concepts manquent de cohérence et de systématisme. Car en fait il s'agit, comme l'argumente dans ce numéro Olivier Clain, d'un livre composé par Engels à partir de notes et cahiers de Marx. Il faut donc prendre toute ces analyses avec des pincettes. Par contre, nous disposons d'un texte sur la figure A-A' entièrement de la plume de Marx qui s'intitule « Revenu and its sources. L'économie vulgaire » qui a été placé par les éditeurs de l'œuvre de Marx en annexe du tome 3 du livre « IV » du *Capital*, les *Théories sur la plus-value*. L'essentiel de notre analyse se base sur ce court texte de Marx datant de la période de 1861 à 1863.

Pour Marx, la figure A-A' représente une forme d'accumulation où le capital atteint son plus haut degré d'aliénation, où le caractère fétiche des rapports économiques s'accomplit entièrement au point de devenir un «fétiche automatique<sup>30</sup>». La révélation du caractère fétiche du capital A-A' peut être entendue de deux manières différentes, soit d'une perspective critique qui se maintient au niveau épistémologique, ou soit plus profondément d'une critique plus réflexive qui nous en apprend sur le mode d'être de cette forme de capital. Dans le premier sens, le fétichisme de la forme A-A' est tout simplement celui propre aux théories qui présupposent que le capital financier engendre de lui-même un rendement de par sa nature propre, c'est ce qui fonde l'essentiel des théories classiques de l'intérêt à partir de la catégorie fétiche de l'argent comme capital. Mais dans un second sens, le fétichisme du capital A-A' renvoie aux modalités instituées par lesquelles il doit passer pour se valoriser en tant que capital financier. C'est ce second sens qui nous intéresse ici.

Les propriétés, la nature et les contours du procès de valorisation que désigne la figure A-A' apparaissent et sont dérivés par Marx à partir de son opposition à l'accumulation productive, plus spécifiquement comme aliénation de cette forme d'accumulation et des rapports sociaux par lesquels elle se produit. Ce qui frappe de la figure A-A' est l'absence de médiation entre les termes du procès dont la valorisation semble se faire de manière immédiate, nous sommes confrontés à une polarité réversible, deux figures ici identiques sur le plan qualitatif, renvoient l'un à l'autre sans tiers pour médiatiser leur différence quantitative, un procès sans moments, sans médiation. Dans la figure A-M-A', l'argent se transforme en capital dans la mesure où il se métamorphose en premier lieu en une forme opposée à la forme argent, soit la forme marchandise. Plus fondamentalement, la condition formelle de la valorisation productive du capital est une métamorphose réelle de l'argent par l'acte de dépense initial A-M dans une forme de marchandise qui s'oppose au capital, soit la force de travail<sup>31</sup> qu'elle soit vivante (capital variable) ou figée en capital constant. Ce n'est qu'en passant par ces formes que l'argent peut s'engrosser (comme le dit Marx) de plus-value et se présenter de nouveau comme marchandise sur le marché afin de se réaliser comme capital en retrouvant sa forme monétaire. Le capital financier, tel que saisi par la figure A-A', semble se valoriser sans cette métamorphose, sans médiation par la force de travail. Une critique épistémologique du concept de capital financier pourrait faire valoir que cela est impossible, que dans l'optique de Marx tout procès de valorisation repose nécessairement sur un rapport d'exploitation du travail productif. Soit. Mais avant d'aborder cette question du

30. Karl Marx, *Théories sur la plus value*, tome 3, Paris, Éditions Sociales, 1967, p. 538.

31. *Ibid.*, p. 540.

rapport entre valorisation financière et valorisation productive du capital, que pouvons-nous apprendre du capital financier en prenant au mot le rapport qu'il prétend avoir à son propre accroissement ?

Le fétichisme propre au capital financier est de s'accroître en se rapportant à lui-même, sans directement se rapporter dans son procès de valorisation au travail, en l'absence donc de cette médiation pourtant au cœur de l'accumulation capitaliste. Plus précisément, le capital financier tel qu'il est représenté par la figure A-A' est un procès de valorisation qui échappe en apparence aux déterminations contenues dans le moment « M », qui renvoie au travail comme altérité du Capital. Ces déterminations du capital par le travail sont de deux ordres, en tant que capital variable, une proportion de l'argent qui se transforme en capital doit devenir un revenu du travail (un salaire) auquel correspond une somme de valeurs d'usage que les travailleurs consommeront. L'argent qui se transforme en capital se métamorphose réellement dans son circuit en sa forme opposée, le travail ; c'est là une de ces premières déterminations, soit celle d'être déterminée par la contrainte de la reproduction de la force de travail. Ensuite, l'autre partie de l'argent qui se transforme en capital se métamorphose en capital constant sous la forme de l'acquisition de moyens de production, ayant déjà été produits et ayant une forme et une fonction particulière qui les distinguent d'autres moyens. Ainsi tant le travail déjà effectué que le travail en cours déterminent la nature spécifique du procès de production sous la forme d'une inscription du procès de valorisation du capital dans une division sociale du travail. Qui plus est, à mesure que se développe le capitalisme industriel, la part de capital fixe dans le capital constant augmente et joue un rôle de plus en plus important comme ancrage spatio-temporel du procès de valorisation.

À l'opposé une première propriété essentielle du capital financier est donc son indétermination, il ne reçoit pas de détermination dans son procès de valorisation par le travail et par la division sociale du travail. Dans le cadre marxien, il est pourtant impossible d'envisager un procès de valorisation ayant une telle propriété. D'où la critique épistémologique de Marx de la figure A-A' comme figure par excellence du capital. Mais une fois celle-ci entendue, il faut aller plus loin. Cette indétermination n'est certes pas une propriété naturelle ou inhérente au capital, mais une construction institutionnelle ; le procès de valorisation du capital financier implique la production de relations sociales qui engendrent et reproduisent l'indétermination de la figure A-A', qui maintiennent son autonomie vis-à-vis de la division du travail. Dans notre analyse de la finance de masse et de la titrisation, nous



verrons justement que cela est une des propriétés qui permet de saisir le concept de réification.

Ensuite, la figure A-A' se distingue du procès de valorisation du capital productif dans son rapport au temps. La figure A-M-A', dans sa version synthétique ou élaborée, nous présente un circuit marqué par une série de métamorphoses. Celles-ci étant de nature irréversibles, l'argent qui se transforme en capital variable, parce qu'il a été versé en salaires, ne peut pas soudainement reculer et regagner de sa forme « valeur d'usage consommable », sa forme « argent qui se transforme en capital », sans perte importante, voire totale, de valeur. Il faut plutôt aller de l'avant à chaque moment du circuit, d'une métamorphose à l'autre, jusqu'à la réalisation totale du produit porteur de plus-value, et même là, la loi de l'accumulation pousse le capitaliste à remobiliser son capital-argent dans un nouveau circuit de valorisation. Face à cela, la figure A-A' renvoie à un procès de valorisation qui semble réversible, sans métamorphose.

L'absence de métamorphose implique que le capital financier dans son procès de valorisation maintient tout le long une forme analogue à la forme monétaire ; il peut circuler sans jamais fondamentalement changer de forme et il peut à tout moment de son parcours, comme la monnaie, prétendre pouvoir se faire valoir comme droit abstrait et virtuel sur la richesse sociale. Mais la prétention à un droit ne constitue pas un droit. Et si l'État est garant de la valeur et de la liquidité de la monnaie, il ne l'est pas directement des formes que prend le capital financier. Ces propriétés ont été analysées dans la tradition keynésienne comme « liquidité » du capital financier analogue à la liquidité monétaire<sup>32</sup>. Et donc contrairement à la liquidité monétaire, qui repose ultimement sur un pouvoir qui transcende la sphère économique, la liquidité financière et son régime de valeur sont une production immanente à la sphère économique<sup>33</sup>. Certes l'État intervient dans le procès de formation des institutions financières, encadre, sanctionne et reconnaît les relations financières légitimes, mais il n'intervient pas habituellement dans le procès de formation de la valeur et de la liquidité financière<sup>34</sup>. Celles-ci sont des productions endogènes à la sphère de circulation financière, et comme le souligne André Orléan, reposent sur des dynamiques essentiellement auto-référentielles.

32. André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.

33. Évidemment ces structures font l'objet d'une mise en forme juridique et d'une sanction par l'État, mais l'essentiel de leurs déterminations institutionnelles est produit en premier lieu dans la sphère économique. La monnaie moderne, au contraire, est en tant qu'institution *a priori* une expression de la souveraineté politique et les institutions qui ont la capacité de monnayage, les banques, détiennent cette capacité de l'État par le biais de la Banque centrale.

34. Quand cela se produit, comme lors de la crise de 2008, c'est un régime d'exception, avec pour objectif politique le maintien de la valeur de certains actifs à caractère systémique.

La réversibilité propre à la figure A-A' est une propriété qui relève d'une forme de fétichisme, certes, mais le fétichisme de la liquidité et de la valeur financières est construit et reproduit dans le cadre de rapports sociaux et d'institutions spécifiques que l'on peut saisir par le biais du concept de circulation financière<sup>35</sup>. Comme le rappelait Paul Sweezy, l'économie politique marxienne et le marxisme en général n'ont pas approfondi l'analyse de cette circulation<sup>36</sup>, c'est plutôt du côté de l'économie politique postkeynésienne que nous trouvons une analyse de sa structure en tant qu'elle se distingue de la circulation industrielle, dont la forme chez Keynes demeure analogue au circuit du capital productif chez Marx<sup>37</sup>. Bref, dans son *Traité sur la Monnaie*, Keynes opère une distinction typologique entre circulation industrielle et circulation financière qui est analogue à celle qu'explore Marx entre circuit du capital productif et circuit de type A-A'.

La réversibilité est une propriété qui découle directement de la structure de la circulation financière, qui elle repose sur le maintien de la liquidité des actifs financiers. Cette circulation financière se déploie dans un espace structuré par trois grandes institutions financières : les banques, les bourses et marché et finalement les fonds de placement. L'institution bancaire d'un côté produit les titres en circulation à partir de relations financières sous-jacentes et en même temps de l'autre côté produit la liquidité monétaire nécessaire à la transformation de l'argent en capital financier (essentiellement sous la forme de prêts aux acheteurs de titres). Les bourses sont l'espace de centralisation de la circulation des actifs financiers et finalement les fonds sont les acheteurs et vendeurs dominant des titres en circulation et donc garants, avec les banques, de leur liquidité.

Si cette circulation financière peut-être analysée comme une structure autonome en faisant abstraction de son articulation à la circulation industrielle, c'est en fait en tenant compte de cette dernière que l'on peut comprendre comment la valeur d'échange produite dans la sphère productive se déplace vers la sphère financière.

Indétermination et réversibilité sont les propriétés formelles du capital qui se valorise selon la logique A-A', c'est-à-dire que c'est sous cette forme que ce capital se valorise et s'accumule. Chaque propriété implique

.....  
35. Eric Pineault, « Les éléments de la circulation financière », dans Anne Isla et Malika Hattab-Christmann (dir.), *La crise du capitalisme financiarisé, mélanges en l'honneur de François Morin*, Toulouse, Presses Toulouse 1 Capitole, 2014.

36. Dans le cadre d'une entrevue accordé à John Bellamy Foster en 1987, réédité en 2013 dans John Bellamy Foster, « Introduction to the Second Edition of The Theory of Monopoly Capitalism », *Monthly Review*, vol. 65, n° 3, 2013, p. 117.

37. John Smithin, « The Role of Money in Capitalism », *International Journal of Political Economy*, vol. 32 n° 3, 2004, p. 5-22.

l'existence de rapports sociaux capables de l'instituer, ensemble ils forment la structure du procès de valorisation du capital financier, tout comme les différents rapports d'exploitation que Marx analyse dans le livre 1 du *Capital* sous la forme de la subsumption formelle et réelle du travail au capital constituent les structures sociales par lesquelles se valorise le capital productif. Mais *a contrario* du capital productif, le capital financier ne peut pas se valoriser en capturant directement une survaleur provenant du travail, puisqu'il n'a pas de prise sur ce dernier. Pourtant, le capital A-A' s'accumule parfois à des taux de croissance vertigineux. Comment penser dans un cadre marxien cette accumulation ?

Parmi les notes et manuscrits réunis par Engels pour constituer ce qu'on appelle le livre 3 du *Capital*, il y a une courte analyse de l'intérêt composé qui peut nous éclairer. Marx, en y comparant le capital portant intérêt à la figure biblique de Moloch, insiste sur le fait que la logique de valorisation A-A' repose sur une anticipation non seulement de la production de plus-value mais sur sa réalisation. Plus précisément, Marx souligne que la norme de l'intérêt composé, où une plus-value financière est calculée sur la plus-value financière anticipée, présuppose « que le capital s'approprie toute la richesse qui puisse jamais être produite, et tout ce qu'il a obtenu jusqu'ici n'est qu'un acompte pour son appétit "omnivore". En vertu de ses lois immanentes, il revendique tout le surtravail que le genre humain pourra jamais fournir : Moloch<sup>38</sup> ».

De ce point de vue, la richesse sociale forme une totalité future dont le capital financier exige dans le présent une part, part dont la grandeur est déterminée par le rapport du capital financier à lui-même, dans son espace de circulation propre, devrions-nous ajouter. Ce rendement anticipé, cette accumulation virtuelle, oriente un ensemble de rapports concrets d'appropriation financière de revenus monétaires. Cela a amené certains auteurs marxistes à considérer le capital financier comme du « capital fictif<sup>39</sup> » : son auto-accroissement n'est pas réel, il dérive sa valeur d'une autre source que son propre procès.

Dans une récente synthèse, Costas Lapavistas propose deux modalités par lesquelles le capital financier peut se valoriser, soit par partage d'une part de survaleur extrait dans le cadre du procès de production industrielle

38. Karl Marx, *Le Capital*, Livres 2 et 3, Paris, Gallimard, 1968, p. 1717.

39. On trouve chez Marx cette expression dans le livre 3 à deux endroits. En premier lieu, comme titre du chapitre 25 de l'édition de Engels, où il est question de la nature du crédit bancaire et où ce « capital de prêt » est distingué d'autres formes de capital financier, comme les titres sur la dette publique. Plus loin, dans le livre 3, aux chapitres 30 et 31 de l'édition de Engels, Marx parlera de la valeur fictive de divers titres comme les actions et les obligations. Mais globalement on ne peut pas considérer que l'expression puisse être élevée au statut de concept à partir de ces notes disparates de Marx.

(par exemple dans la division de la plus-value entre intérêt financier et profit d'entreprise) soit par une appropriation directe de revenus monétaires non capitalistes, ce qu'il théorise comme « profit par expropriation<sup>40</sup> ». Mais dans les deux cas, l'accumulation n'est pas fictive, au contraire, elle repose sur des relations et pratiques financières spécifiques par lesquelles la sphère financière s'arrime à l'économie monétaire de production, à partir de son mode spécifique de formation de créances sur la richesse sociale. Dans la perspective d'analyse à partir de l'interaction entre circulation industrielle et circulation financière, ces deux formes d'appropriation financière de revenus se présentent soit comme s'arrimant aux revenus des salariés, par le biais de relations de crédit ou d'épargne (ce cas correspond au concept d'expropriation financière à Lapavistas), soit comme s'arrimant aux activités et revenus des entreprises productives (ce que Lapavistas nomme partition de plus-value) ce sont – outre les revenus de l'État, les deux sources possibles de flux revenus qui peuvent valider l'accumulation financière, sachant que ni l'une ni l'autre source ne déterminent directement la formation de la valeur du capital financier, qui se forme selon les logiques qui précisément refoulent en apparence ces déterminations<sup>41</sup>. D'où le caractère fétichiste de l'accumulation financière. La réification financière correspond ainsi à l'ensemble des mécanismes nécessaires à la formation de cet espace de réversibilité et d'indétermination, condition de possibilité de la formation de valeur proprement financière, selon la logique A-A' que nous venons de décrire.

Nous avons maintenant les outils conceptuels requis pour l'analyse du cas particulier de la titrisation en tant que réification des relations financières massifiées et du cas plus général de la finance de masse et de la réification des relations financières qu'elle implique. Nous venons de voir que la finance de masse peut se développer en s'arrimant à deux pôles de la circulation financière, le pôle de ménages salariés et le pôle des entreprises productives. Nous allons dans la suite de cet article centrer notre analyse sur le pôle des ménages salariés, en abordant le cas de la titrisation de leurs créances pour comprendre les structures de la réification financière. Pour ce faire, nous croyons important de revenir plus en détail sur le contexte d'émergence de la finance de masse à partir de la constitution du salariat dans le capitalisme avancé.

.....  
40. Costas Lapavistas, *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*, New York, Verso, 2014.

41. Comme nous avons argumenté ailleurs, les possibilités sont très larges et dépassent le simple versement d'intérêt et de dividende, pour inclure divers frais liés à la régulation financière de la circulation industrielle comme les dérivés sur taux de change, taux d'intérêt ou prix de commodités, mais aussi la validation directe de l'accumulation financière par le biais du rachat d'action à même les revenus industriels. E. Pineault, « Les éléments de la circulation financière », *op. cit.*

## **Développement de la finance de masse dans le capitalisme avancé, précondition à la réification financière**

Le développement de la finance de masse pourrait être considéré comme la troisième grande massification à marquer le développement du capitalisme, les deux premières étant connues comme avènement de la production de masse à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et puis plus tardivement le développement de la consommation de masse. Comme ces dernières, la finance de masse se développe sous une forme embryonnaire lors de la transition institutionnelle vers le capitalisme avancé en Amérique du Nord, soit de 1890 aux années 1930<sup>42</sup>. C'est en effet pendant cette période qu'émergent en même temps les structures massifiées d'épargne – placements (fonds mutuels et assurances) et de crédit à la consommation de masse. Les deux phénomènes s'arriment au développement du salariat intégré au système des grandes organisations corporatives (la grande industrie incorporée) – le salariat « fordiste » vécu en Amérique du Nord comme la croissance d'une nouvelle classe moyenne élargie et expansive fruit à la fois de la déprolétarianisation d'une partie significative de la classe ouvrière et du développement d'une population de travailleurs « cols blancs » et « roses » dans le secteur du commerce et des services nécessaires à la construction de la capacité organisationnelle des grandes corporations<sup>43</sup>.

Rappelons que le salariat dit « fordiste » se caractérise par une forme du rapport capital/travail qui structure à la fois le rapport salarial et la norme de consommation de masse sous une forme type. Relative sécurité d'emploi contre plasticité de l'organisation du travail pour l'employeur en forme une des assises – cela se traduit pour les entreprises en une capacité de programmer l'investissement nécessaire à l'augmentation de la productivité, dont les gains sont partagés avec les travailleurs. Pour le salarié, cela veut dire stabilité et prévisibilité du revenu, mais surtout projection dans l'avenir de sa croissance régulière à mesure que se dégagent ces gains en productivité<sup>44</sup>. À ce rapport salarial s'articule une norme de consommation qui s'émancipe de la contrainte de subsistance et se fixe autour de l'acquisition de ce que Berle et Means nommeront, dans les années 1930, des « propriétés consomptives », dont les principaux éléments sont une résidence de type « bungalow<sup>45</sup> », une

42. Eric Pineault, « Quelle théorie critique des structures sociales du capitalisme avancé », *Cahiers de recherche sociologique*, n° 45, 2008, p. 111-130.

43. Julia Posca, *À chacun selon ses besoins, La production de l'identité salariale dans le régime fordiste américain*, mémoire de maîtrise (sociologie), UQAM, 2011.

44. Juliet Schor, « Changes In The Cyclical Pattern Of Real Wages: Evidence From Nine Countries, 1955-80 », *The Economic Journal*, vol. 95, n° 378, 1985, p. 452-468.

45. Pavillonnaire disent les Français.

automobile et puis un ensemble codifié et standardisé de biens durables, appareils ménagers intérieurs et équipements pour l'extérieur.

Juliet Schor a montré comment cette norme de consommation se transforme en prédisposition culturelle à la « surconsommation », à mesure que l'acquisition systématique d'objets de consommation à durabilité variable s'oriente en fonction d'une norme de « nouveauté ». L'innovation permanente – dimension centrale à l'accumulation dans le capitalisme avancé – se traduit en une « économie culturelle de surconsommation »<sup>46</sup>. Or, malgré cette tendance à la surconsommation ; celle-ci ne réussit pas à absorber l'entière des revenus monétaires d'une fraction significative du salariat. Conséquemment, une masse de revenu épargné se dégage et devient une donnée économique essentielle au régime d'accumulation fordiste.

Une industrie du service de placement de l'épargne, apparue aux États-Unis et au Royaume-Uni pour desservir la fraction des ménages bourgeois devenus rentiers à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, verra dans ce salariat un terreau fertile pour développer sous une forme massifiée la gestion de l'épargne-placement<sup>47</sup>. Flux de revenus salariaux stables et croissants, flux donc capables de générer un épargne systématique et massive qui se déversera dans le nouveau système des fonds (fonds de pension, fonds communs et assurance-vie) qui voient le jour à partir des années 1920, mais qui prennent véritablement leur essor après le crash de 1929, soit pendant les années 1930<sup>48</sup>. Flux qui nourrit aussi le développement du crédit à la consommation, qui apparaît à la même époque pour desservir les mêmes couches sociales. Ce crédit se développe lui aussi à partir de la présupposition que la croissance constante et cumulative du flux de revenus salariaux sera en mesure de valider le crédit obtenu par les ménages.

Le développement du crédit à la consommation de masse ainsi que du placement de masse pourra apparaître pendant une bonne partie du XX<sup>e</sup> siècle comme un appendice tout à fait fonctionnel mais marginal du régime d'accumulation fordiste. L'un absorbant en placements le surplus de revenu versé aux salariés, l'autre permettant l'étalement des dépenses de consommation de biens durables, et donc influençant à la marge la demande effective. Or, à partir des années 1970, ces formes sortent, pour ainsi dire, des interstices des structures sociales du capitalisme avancé et occuperont un rôle de plus en plus central dans le nouveau régime d'accumulation financiarisé, alors même que le rapport salarial qui les a portés se fait refouler aux marges du salariat

46. Juliet Schor, « Prices and quantities: Unsustainable consumption and the global economy », *Ecological Economics*, vol. 55, n° 3, 2005, p. 309-320.

47. Maxime Lefrançois, « Les fonds communs de placement canadiens et l'émergence d'une finance de masse », *Revue Interventions économiques* n° 44, 2012, mis en ligne le 8 mai 2012, consulté le 8 juillet 2014 [<http://interventionseconomiques.revues.org/1517>].

48. *Ibid.*

contemporain, à mesure que des formes plus flexibilisées, précaires et polarisées apparaissent et deviennent la norme. Indicateur clé de ce changement du rapport salarial, les revenus réels du salariat tendent à stagner, le partage des gains de productivité penche définitivement du côté des entreprises, et donc la croissance du flux de revenus monétaires allant aux salariés ralentit au point de ne plus suivre la croissance générale de l'économie. En Amérique du Nord, cela se traduit à partir de 1980 par une tendance à la baisse du taux d'épargne statistique (c'est-à-dire l'écart calculé par les agences de compatibilité nationale entre revenus disponibles des ménages et dépenses de consommation) au point où celui-ci entre en territoire négatif aux États-Unis et au Canada à partir des années 2000. Et pourtant, tant la masse d'épargne de placements que contrôlent les fonds que la masse de créances qui correspond au crédit à la consommation ne cessent de croître, et croissent même plus rapidement que l'économie. C'est cette masse croissante de créances qui a nourri la machine à titrisation et qui a provoqué la grande crise de 2008.

La titrisation, l'institutionnalisation du système de transformation des dettes résultant du crédit de masse aux ménages salariés en titres en circulation, ce que la littérature économique anglo-saxonne nomme le « shadow banking », apparaît dès lors comme une étape décisive dans le développement de cette finance de masse. Non seulement dans le capitalisme avancé y a-t-il massification des relations financières d'endettement des salariés, mais celle-ci se traduit par la production massive de nouvelles formes de capital financier basées sur la réification et la liquéfaction de ces relations d'endettement qui, sous la forme de titres, sont lancées dans la circulation financière.

## **Le procès de valorisation financière par titrisation**

### ***Titrisation, une première délimitation***

Dans l'histoire du capitalisme, les relations de financement entre créanciers et débiteurs qui ont donné naissance à un actif liquide, capable de circuler dans les marchés financiers, furent des financements par émission d'obligations et actions. Or, seules les institutions publiques (États et organes administratifs) et les organisations privées (corporations, sociétés par actions) ont pu émettre de tels titres; les ménages en ont toujours été exclus. Le propre de la titrisation est de produire des actifs liquides à partir des créances des ménages et ensuite de les combiner avec ces titres plus classiques dans de nouveaux produits financiers. Il en résulte la croissance exponentielle du volume de la circulation financière qui a précédé la crise de 2007-2008 comme le montre pour le Canada le graphique 1.

De la relation de crédit d'un ménage (hypothèque, carte de crédit, prêt divers) naît certes un actif pour une banque, soit la dette ; mais avant la titrisation, celle-ci n'était justement pas liquide et elle ne pouvait entrer dans l'espace de la circulation financière. La fonction de la titrisation est donc de faire entrer dans l'espace de la circulation financière ces dettes qui résultent du financement bancaire des particuliers et aussi des entreprises. Du point de vue de la théorie financière, on considère la titrisation essentiellement comme une technique par laquelle une banque ou une autre institution financière allège son bilan (ce qui lui permet en théorie de prêter plus) et transfère au marché une partie des risques liés à ces activités de prêt.

Historiquement, il faut constater que la titrisation se développe au moment où le crédit bancaire offert aux salariés connaît une expansion inédite, tant sur le plan quantitatif que qualitatif, c'est-à-dire quant aux usages du crédit par les salariés dans les économies capitalistes avancées les plus libérales (essentiellement le Royaume-Uni, les États-Unis, le Canada et l'Australie). Là, les différentes institutions financières se font concurrence sur ce marché de l'endettement et rivalisent d'agressivité dans la présentation des « produits de crédit » qu'elles offrent aux ménages salariés. L'hypothèque « subprime » apparaît dans ce contexte comme un segment de marché parmi d'autres, un segment de débiteurs à risque mais générateur de créances à haut rendement. Cartes de crédit tout usage, marges de crédit, prêts automobiles, prêts pour acquisition de biens domestiques durables, prêts pour investissement-retraite, marges de crédit hypothécaire, prêts pour études, pour voyage, pour rénovation, pour mariage... les créneaux du quotidien qu'investit la finance se déplient à l'infini. Cette expansion soudaine du crédit bancaire offert aux ménages a justement pour contrepartie le mouvement de titrisation des créances bancaires.

La titrisation signifie de ce point de vue deux choses : premièrement, elle renvoie à une transformation de la nature même de la relation financière entre créancier et débiteur, et de cette relation sociale d'obligation on dérive un capital financier liquide ; ensuite elle soutient une nouvelle dynamique d'expansion des relations financières entre salariés et acteurs de la finance bancaire, dans le cadre de la financiarisation. Pour qu'une relation d'obligation financière devienne un actif liquide, il doit y avoir un processus social par lequel la créance devient capital financier sous la forme d'un titre qui existe pour autrui en général plutôt qu'enfermée dans une relation privée. Nous avons vu plus tôt qu'on peut comprendre ce processus de valorisation financière comme une réification de la relation sociale par laquelle l'actif acquiert



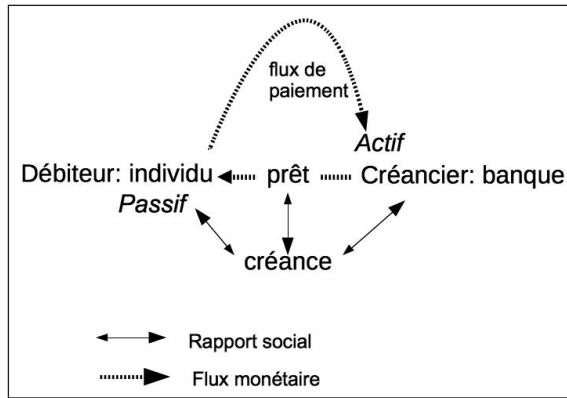
la propriété de l'indétermination par rapport au processus d'accumulation productif ainsi que la propriété de la réversibilité.

Le capital financier a été qualifié par Marx comme accomplissement du processus d'aliénation et de fétichisme du capitalisme. Et, en effet, nous sommes devant un procès d'accumulation ayant poussé le processus de réification capitaliste des rapports sociaux à son terme, c'est-à-dire qu'ici ces rapports génèrent des titres sur eux-mêmes, qui comme « choses », circulent telles des marchandises. Leur processus de circulation, qui ici est aussi un processus de valorisation, a pour effet de voiler ce fondement de la valeur du titre qui repose sur la chosification d'une relation sociale d'endettement ou de financement. Dans les moments de crise financière, ce sont justement ces relations contradictoires qui apparaissent au travers des choses et détruisent le fondement de leur valeur fétiche, soit parce que soudainement la valeur du capital financier est réellement déterminée par ses relations sous-jacentes avec la sphère productive, soit parce que la liquidité des marchés s'assèche et que le placement apparaît comme un investissement irréversible.

Dans les sociétés modernes, la première façon par laquelle les créances qui résultent d'une relation d'obligation financière acquiert une existence sociale, se réalise dans l'espace de la régulation juridique des conflits entre créanciers et débiteurs, mais là ils n'ont ni la propriété d'indétermination ni celle de réversibilité. La dette qui résulte d'une relation entre créancier et débiteur existe pour autrui en général et non plus seulement subjectivement pour les sujets de la relation, mais objectivement pour la société par le biais de cette régulation juridique de leur relation, régulation qui délimite les formes légitimes des relations d'endettement ainsi que des sanctions possibles, soutirant celles-ci de l'arbitraire des relations de pouvoir entre créanciers et débiteurs. Cela fait de l'obligation financière une institution centrale au capitalisme moderne et contemporain ainsi qu'un rapport social typique à son fonctionnement. La titrisation met en œuvre une autre modalité de socialisation des créances résultant du rapport d'obligation financière, une socialisation essentiellement capitaliste, qui leur confère une valeur propre à l'intérieur de l'espace de la circulation financière.

Nous avons découpé en quatre moments formels la chaîne de la titrisation comprise comme processus de réification d'une relation financière. Ces moments – massification, abstraction, virtualisation et circulation financière finale – sont les étapes que franchit la relation financière pour devenir un capital financier autonome ayant les propriétés de l'indétermination et de la réversibilité. Ces moments sont des processus qui se déroulent à l'intérieur de l'espace organisationnel d'institutions financières spécifiques que nous

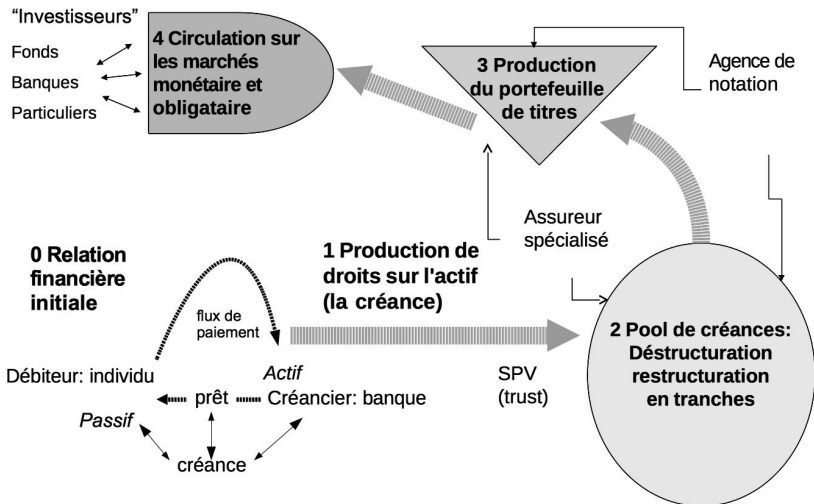
**Schéma 1**  
**La relation financière d'endettement**



Source: Statistiques Canada, calcul de l'auteur.

**Schéma 2**  
**Circuit de la titrisation d'une relation financière d'endettement**

## Mécanique de la titrisation



identifierons. Finalement, le même modèle permet de comprendre comment l'épargne de masse est pour sa part transformée en placement de masse de capital financier.

Avant de commencer, examinons deux schémas qui représentent la structure d'une relation financière d'endettement, la première relation dite classique et la seconde, que nous appelons une relation financière titrisée.

Dans le premier cas, nous avons la structure type d'une relation financière d'endettement, où la dette médiatise la relation créateur/débiteur, cette dette ayant une double nature, passif (et donc obligation pour le débiteur) et actif (donc capital pour le créancier). Cette médiation qu'est la dette n'existe que pour le créancier et le débiteur particuliers; ici nous avons le cas type d'une banque ayant prêté à un individu. Notons finalement que le circuit « tourne » dans la sens horaire et a pour point de départ le prêt initial, prêt qui est le point de départ par lequel de l'argent se transforme en capital financier du point de vue de la banque. Mais la dette n'est actif pour la banque que parce qu'il y a anticipation du reflux de paiement du débiteur vers la banque par le biais de la boucle en haut du circuit.

La titrisation incorpore cette relation, en fait elle en fait son point de départ. Plus précisément elle a pour origine cette anticipation du reflux qui fait de la créance que détient la banque un capital. C'est cette anticipation – la promesse d'un flux de revenu futur qui fait l'objet du procès de titrisation. Cette promesse sera transférée – vendue à une entité tiers contrôlée par l'émetteur, entité qui d'ordinaire n'est qu'une coquille juridique permettant de détenir ce droit à un revenu futur le temps de sa métamorphose en titre. On utilise donc la formule de la fiducie organisée en ce que les Anglo-Saxons nomment un « special purpose vehicle » (SPV) ou un « conduit », qui sert d'espace pour accumuler de telles créances et les réorganisent grâce à l'« ingénierie financière ».

De ce travail d'innovation financière va résulter une gamme de titres nouveaux portant sur le pool de droits sur les créances détenues par la fiducie, qui elle-même tient ce droit par la médiation du créancier original et de sa relation spécifique d'endettement avec un débiteur. Le processus d'innovation financière, sur lequel nous reviendrons dans la section suivante, implique l'intervention de deux autres acteurs importants, soit un assureur spécialisé qui endosse en quelque sorte les nouveaux titres produits à partir du pool de créances et une agence de notation, dont le double rôle a été décrit dans la période qui a immédiatement suivi la crise, soit un rôle conseil pour la structuration des titres en amont de leur fabrication et en fonction des objectifs des émetteurs et puis en aval une fonction plus classique d'évaluation de la qualité des titres en termes de risque et de rendement. Finalement, le portefeuille de titre qui résulte du processus de transformation des créances est émis dans le marché et acquis comme capital financier par

des investisseurs types du capitalisme contemporain, entreprises, institutions financières, mais surtout fonds et – parfois – des individus se portent acquéreurs et s'échangent ces titres dans les marchés obligataires et monétaires.

Notons que contrairement au petit circuit de la relation d'endettement, le grand circuit de la titrisation tourne dans un sens anti-horaire, du bas vers la droite plutôt que vers la gauche, mais partant du même moment, soit l'anticipation par la banque d'un flux de revenu futur. Une fois que le titre est constitué et qu'il entre en circulation, il y a un processus réel de partition du flux de revenu que le débiteur doit payer au créancier, une partie est dirigée vers le titre par le biais du SPV pour en valider la valeur financière. Mais comme nous le verrons, le chemin qu'emprunte ce flux est loin d'être linéaire. Ce circuit de la titrisation n'est pas une structure qui est apparue et qui a disparu avec la crise de 2008; au contraire il demeure la forme type que prend dans nos économies la transformation des relations financières massifiées – des portefeuilles d'hypothèques espagnoles qu'accepte la Banque centrale européenne comme contrepartie de crédit à court terme pour des banques commerciales, les hypothèques canadiennes garanties par la Société canadienne d'hypothèque de logement, les soldes de cartes de crédit de ménages canadiens sur-endettés, ou les comptes à recevoir d'entreprises manufacturières ontariennes – tous sont virtuellement absorbés par un processus de réification en capital financier liquide en circulation.

## Les moments formels de ce processus de réification financière

### *Massification*

Les dettes des ménages qui sont titrisées sont dans un premier temps massifiées, c'est-à-dire que ce n'est pas telle créance particulière qui renvoie à telle relation spécifique entre créancier et débiteur qui sera titrisée. Au contraire, un portefeuille de créances d'une institution financière (banque ou quasi-banque) est envoyé pour titrisation comme un « tout ». Envoyé où? Essentiellement, transféré à une entité juridique spécialisée qui les accumule en une masse (*pooling* en anglais). L'entité en question peut être soit une simple fiducie appartenant à la banque qui lui transfère ses créances pour fin de titrisation, ou être soit une entreprise financière spécialisée qui achète auprès de divers fournisseurs des portefeuilles de créances<sup>49</sup>. Dans les deux cas, ce premier moment de circulation financière de la dette prépare la métamorphose

.....  
49. Au Canada où la titrisation des créances hypothécaires est de loin le secteur dominant de ce marché l'agence publique la Société canadienne d'hypothèque et de logement (SCHL) s'est dotée d'une telle fiducie qui contrôle l'essentiel de cette activité au pays en achetant pour fins de titrisation auprès des banques les créances hypothécaires qu'elle a garantie au préalable. Toutes les grandes banques qui participent à l'émission de titres ont aussi leurs entités coquilles similaires.

de la relation en titre. C'est en fait au sein de cette masse de créance que s'opère ce processus. Déjà, la massification des créances conduit à leur dépersonnalisation, les débiteurs n'ont pas de relation en tant que tel avec l'entité qui détient un droit sur leur dette, et de l'autre côté le possesseur du droit sur la créance ne peut pas remonter de celui-ci au bilan particulier du débiteur, à son historique de revenus et de paiements, à ses actifs et passifs, dont la seule trace est dès lors la cote de crédit assignée à cette classe de créance. Éléments d'une masse, les déterminations de chaque créance se réduisent à quelques caractéristiques informationnelles standardisées, types de prêts, cote de crédit (risque), montant, rendement (intérêt), échéance, devises; la créance se rapporte dès lors uniquement dans sa différence spécifique avec d'autres créances, et cette différence sert de principe de classification.

### **Abstraction**

La réification est le résultat des premières étapes du processus social de valorisation financière par lequel la dette acquiert une valeur en tant que titre en circulation. La dette est maintenant une chose (non pas seulement en tant qu'objet de droit, mais essentiellement en tant qu'objet de valeur) et c'est dans un espace d'abstraction que le processus de dérivation et de détachement de la créance vis-à-vis de la relation sociale de crédit peut s'opérer, dans le cadre du processus de valorisation financière. Éléments d'une masse, la créance sera dès lors décomposée en particules abstraites : soit le risque, le rendement, l'échéance, la division du flux de paiement en remboursement du capital et paiement de l'intérêt, et même la devise dans laquelle a été négocié le contrat de prêt. Chacune de ces particules correspond à une des propriétés informationnelles de la dette, mais aucune n'existe en elle-même. La dérivation de certaines particules va de soi, comme la division du flux de paiement en intérêts et en remboursement du capital, alors que d'autres devront être extraits par le biais de la production de produits dérivés (comme le risque de défaut de paiement qui donne lieu à la production des « CDS » *credit default swap*). Or, chaque particule, les propriétés sociales et économiques réifiées de la créance, formera la base de la valeur des titres dérivés de la masse de dettes. Cette valeur peut être dite spéculative parce qu'elle repose essentiellement sur le rapport de grandeur relative entre chaque particule et un équivalent spécifique pris comme étalon essentiellement à travers un processus d'anticipation. Par exemple, entre le taux d'intérêt de la créance et l'anticipation du taux directeur de la banque centrale dans laquelle est monnayée la dette, entre la valeur nominale de la créance et le taux de faillites ou d'impayés anticipés, entre la valeur monétaire globale de la créance et le taux

de change anticipé. Ce processus informationnel de mise en rapport spéculatif assigne ainsi une valeur financière à chaque particule libérée de la relation financière particulière qui a nourri la masse de créances.

### ***Virtualisation***

Ces particules informationnelles valorisées seront ensuite recombinaisonnées à l'aide d'outils formalisés, afin de générer un ensemble de titres dits « structurés » ou « synthétiques » qui se rapportent à la masse de créance de manière différenciée. Par le jeu des combinaisons, on aura modifié trois caractéristiques clés de la masse de créances, soit le risque, l'échéance et finalement sa liquidité. Souvent, ces critères sont taillés sur mesure en fonction des besoins de demandeurs de titres, trésorerie d'entreprises, fonds de pensions, fonds mutuels et fonds du marché monétaire. Avant d'être lancés en circulation, ces titres feront l'objet d'une évaluation, étape décisive du processus de valorisation. Chaque titre doit en effet recevoir d'une entité tierce par rapport au trio créancier/débitteur/titriser, une notation ou « cote » qui représente le risque spécifique non plus d'une créance, mais le risque assigné à la masse de particules à partir desquelles a été construit le titre.

Par-delà la mécanique de l'évaluation, il importe de souligner le rôle symbolique de légitimation monopolisé par les agences de notation. Elles ont, en effet, pour fonction de marquer le titre afin que celui-ci puisse circuler parmi la communauté financière, cette marque confirmant pour la communauté la liquidité du titre en question. C'est donc dans ce moment spécifique que le titre acquiert ses propriétés d'indétermination et de réversibilité, précisément par le travail de virtualisation qui, dans le jargon des acteurs financiers, se nomme « ingénierie financière ».

### ***Circulation financière finale***

La dernière étape du procès de valorisation financière du titre est son entrée dans la sphère de circulation du marché des actifs financiers. Comme toute marchandise, l'actif en question recevra un prix distinct mais proche de sa valeur nominale, prix qui renvoie au processus auto-référentiel d'attribution de valeur en circulation propre au marché financier tel qu'il a été analysé par André Orléan, où la valeur dite « fondamentale », celle qui formellement correspond à l'acte spéculatif de formation du titre à partir des particules de dettes massifiées, fait elle-même l'objet d'un processus d'évaluation spéculatif au côté d'autres facteurs pris en compte par le marché. J'intitule ce moment « circulation financière finale », car en fait tout le long de la production du titre, il y a eu une circulation financière correspondant à chaque étape du processus. Ainsi,

l'entité juridique qui accumule des portefeuilles de créances et les massifie, finance cette activité en émettant des titres courts ou longs garantis par ces mêmes actifs qu'elle cherche à acheter; le travail d'abstraction, qui peut être fait par cette même entité ou une entreprise financière spécialisée, est lui aussi financé par l'émission de papier commercial ou par des prêts bancaires, avec un processus semblable pour l'étape de la virtualisation. Quand le titre ultime est lancé en circulation, l'ensemble de ces créances antérieures est annulé au profit de ces nouveaux titres, dont l'achat peut lui-même faire l'objet d'un financement bancaire par ligne de crédit. De surcroît, l'ensemble des acteurs de la chaîne de production de titres a négocié des lignes de crédit d'urgence avec ses banques, en cas de problème de refinancement de leurs activités et positions dans le marché. Les banques traditionnelles sont ainsi au cœur du processus de titrisation de leurs propres créances.

Chaque étape donne lieu aussi à la production de produits dérivés de types assurantiels censés protéger le procès d'un ensemble de risques, dont en particulier le risque de défaut de paiement, mais aussi le risque de choc de taux d'intérêt, le risque de taux de change, etc. Vendu par des assureurs spécialisés publics (tels que la SCHL ici au Canada) ou privés (AIG), cela donne lieu à une circulation financière sur un autre plan, mais liée au même processus.

Finalement, compte tenu de la nature auto-référentielle du procès de valorisation financière, il est possible et fréquent que les titres ultimes soient en fait ré-intégrés dans la chaîne de titrisation à titre d'éléments de base d'une nouvelle masse à côté d'autres créances. C'est ce qu'on appelle la titrisation au carré. Ce ne sont plus, dès lors, les propriétés sociales et économiques des créances issues des relations sociales d'endettement qui sont réifiées en éléments de valeur recombinaisons; ce sont maintenant les propriétés de ces recombinaisons virtuelles qui constituent la matière valorisable.

La circulation financière finale implique ultimement le placement du titre dans un portefeuille d'investissement financier, sur la base d'une croyance dans sa valeur intrinsèque et sa liquidité, c'est-à-dire en tenant pour acquis l'indétermination du titre et la réversibilité du placement. Les fonds de placement, sous toutes leurs formes, jouent un rôle clé dans la structuration de cette circulation à titre d'acheteurs de ces produits réifiés. Il est donc possible, mais très ironique, qu'un même salarié soit d'un côté à l'origine d'une créance titrisée, sa marge de crédit hypothécaire par exemple et, de l'autre côté, qu'il soit investisseur par le biais d'une part de fonds commun de placement, dans un portefeuille de titres comportant une particule tirée de sa propre dette et de dettes analogues. Entre les deux se dresse un vaste ensemble organisationnel

dont l'instabilité, comme nous l'a montré la crise en 2008, peut détruire la valeur de son épargne d'un côté, et peut le chasser de son habitation de l'autre.

Or, que l'on observe le système du point de vue de l'épargne ou de l'endettement, on se rend compte que celui-ci repose *in fine* sur le flux de revenu réel qu'est le salaire du travailleur. C'est celui-ci qui valide l'engagement donnant une valeur au prêt initial, et c'est celui-ci qui, épargné, est absorbé sous la forme de placement et sert à l'achat des titres par le fonds, c'est-à-dire par ce financement final qui valide toute la chaîne de production. Ce système n'est donc pas déconnecté du procès d'accumulation de l'économie productive, il en dépend et se développe en le ponctionnant pour valider ses anticipations – ici c'est en capturant une part du flux de salaire, conforme au concept de « profit par expropriation » de Lapavistas.

\* \* \*

Au premier regard, ce qui frappe dans l'analyse des différents actifs qui correspondent empiriquement à ce nouveau capital financier massifié, en particulier les actifs titrisés, est la rapidité de l'expansion et de la contraction du volume de leur valeur lors des crises ou périodes d'euphorie. Pourtant, dans la longue durée sur plusieurs décennies, on remarque plutôt une croissance constante, certes avec des variations d'intensité, de ce volume en termes absolus et relatifs (par rapport au PIB par exemple). La même chose peut être dite pour l'ensemble des actifs dérivés : options, futures et *swaps* de tout genre.

En fait, et ceci est décisif pour comprendre la dynamique du régime d'accumulation financiarisé, sur le plan macro-économique le rapport entre la circulation du dérivé ou du titre et développement de la relation financière de masse sous-jacente s'est inversé. Pour prendre l'exemple de la titrisation du crédit à la consommation ou hypothécaire, si chaque octroi de crédit sur le plan micro-économique est gouverné par une convention de solvabilité, sur la plan macro-économique, c'est l'expansion de la capacité de générer et de lancer en circulation des titres se rapportant au crédit des ménages qui régulerait l'expansion du volume global de crédit plutôt que l'inverse. Les relations financières de masse sont le produit de la dynamique de circulation financière, et dont le principe général est de rendre liquide ce qui ne l'est pas.

Au début de cette étude, nous avons défini la réification comme « ce transfert d'effectivité de relations sociales entre des sujets vers des objets qui dérivent ainsi leur puissance et objectivité sociale de ses rapports sociaux sous-jacents en même temps qu'ils peuvent affecter les sujets depuis leur sphère d'existence propre ». L'inversion de causalité entre endettement et circulation de titres que nous venons de présenter est tout à fait conforme à



ce principe. Et comme nous l'avons vu en début d'article, la crise de 2007-2010, loin d'ébranler ce mode de reproduction élargie du capital financier liquide, a en fait consacré sa normalisation. En fait, le processus de normalisation de la titrisation accompagne depuis plusieurs décennies la normalisation de l'endettement des ménages salariés pour fin de consommation. Il y a ainsi une articulation structurelle entre le développement des actifs titrisés, l'expansion du crédit aux ménages salariés et la croissance de la consommation de masse. Le crédit aux ménages salariés est devenu une régulation essentielle de la demande effective, dans la mesure où les salaires des ménages ne progressent pas suffisamment pour valider la surproduction capitaliste de marchandises dans le capitalisme actuel. Au milieu du XX<sup>e</sup> siècle, la surproduction capitaliste a trouvé dans la surconsommation une régulation essentielle à la stabilité de l'accumulation, et tout porte à croire que dans le contexte de la financiarisation, le surendettement des ménages s'ajoute comme boucle supplémentaire. L'articulation entre production et consommation de masse a défini le salariat au XX<sup>e</sup> siècle, la finance de masse vient aujourd'hui transformer et redéfinir cette condition salariale.

## Conclusion

De ses analyses nous tirons trois conclusions. Une première concerne la façon dont la théorie critique du capitalisme avancé aborde la figure contemporaine du salariat. La seconde concerne plus largement la nature du capital financier liquide et comment une théorisation basée sur le concept d'interpénétration entre circulation financière et circulation industrielle s'avère selon nous plus féconde qu'une théorisation postulant la déconnexion de la finance. Et la troisième concerne l'usage des concepts de la théorie critique pour éclairer le capitalisme contemporain, non pas dans ses effets mais dans son fonctionnement, mode d'être et trajectoire.

La théorie critique du capitalisme avancé, qu'on retrouve sur le plan théorique dans les écrits par exemple de Herbert Marcuse, Raymond Williams ou de Guy Debord, et puis chez les écologistes radicaux tels que Ivan Illich, André Gorz ou Murray Bookchin, et en pratique dans la politique de la nouvelle gauche des années 1960, s'est démarquée des critiques du capitalisme classique en problématisant la condition salariale non pas seulement sous l'angle de la production, mais en y ajoutant une théorie critique de la consommation de masse<sup>50</sup>. Au cœur de ce travail critique se trouva la problématique philosophique de l'aliénation, jugée à l'époque comme plus fondamentale

50. Juliet Schor, «In Defense of Consumer Critique: Revisiting the Consumption Debates of the Twentieth Century», *The Annals Of The American Academy Of Political And Social Science*, vol. 611, n° 1, 2007, p. 16-30.

que la catégorie économique d'exploitation. La poursuite de ce projet critique aujourd'hui doit tenir compte de l'extension de cette problématique de l'aliénation par le processus de réification financière. Aux concepts classiques de massification et d'abstraction (au cœur par exemple des analyses de Marcuse dans « l'Homme unidimensionnel »), s'ajoute pour comprendre cette réification, celui de la virtualisation, et ils forment ensemble l'armature théorique permettant d'explorer l'ensemble des manifestations et processus de la finance liquide au centre du capitalisme contemporain.

Une des questions importantes soulevées par la finance de masse contemporaine concerne le statut des salariés à titre de détenteurs de droits sur des régimes de retraite ou des fonds de placements. Ces fonds et régimes sont devenus avec le temps parmi les plus importants détenteurs d'actifs financiers liquides dans les économies capitalistes avancées, autant des actifs titrisés résultant des récentes vagues d'innovation financières que des actifs plus classiques que sont les actions et les obligations. Cela veut dire très concrètement que ces institutions financières sont devenues propriétaires du capital actions et des dettes des grandes entreprises incorporées qui dominent la production dans le capitalisme avancé. Cela signifie-t-il pour autant que les salariés se confondent maintenant avec les capitalistes dans cette nouvelle économie financiarisée, que la distinction capital/travail ne tient plus pour une partie significative du salariat parce que ces travailleurs sont « propriétaires » de capital ?

Le cadre d'analyse que nous avons élaboré ici permet de conclure autrement, car plutôt que de comprendre le placement de masse comme une modalité de socialisation de la propriété du capital, nous pouvons le comprendre comme une relation financière réifiée, soit comme la réification de l'épargne salariale. La métamorphose de l'épargne des salariés en capital financier liquide par les fonds est telle qu'elle ne peut pas être interprétée uniquement par le biais de la théorie classique de l'institution moderne de la propriété. D'ailleurs l'institution principale sur laquelle est érigée cette relation financière de masse n'est pas la propriété, mais le « trust », la fiducie du « Common Law » anglo-saxon. Sans entrer dans les détails de l'analyse de cette relation<sup>51</sup> nous pouvons, tout de même, de manière indicative souligner comment le cadre interprétatif de la réification et la théorie de la finance de masse éclairent ce phénomène de manière critique<sup>52</sup>.

.....  
51. Voir pour cela M. Lefrançois, « Les fonds communs de placement canadiens... », *op. cit.*

52. Afin de simplifier l'exposé nous nous concentrons essentiellement sur les fonds communs de placement, les *hedges fund* ainsi que les régimes de retraite où seules les cotisations sont déterminées, le cas plus complexes des fonds de pension à bénéfices déterminés seront évoqués mais compte tenu de leur complexité cela demanderait de plus longs développements. Voir à ce sujet Mathieu St-Onge, *La métamorphose des fonds de*

L'épargne classique est une relation bilatérale entre un sujet et une banque, elle fait du déposant un créancier de la banque, celui-là accumule un droit futur sur une quantité déterminée de richesse sociale par le biais d'un droit de tirage de moyens de paiement dont la liquidité et la valeur nominale sont garanties par l'État. Cette relation se distingue aisément de l'acquisition individuelle sur un marché d'un titre financier telle qu'une action ou une obligation, dépense qui fait de l'acquéreur un « investisseur » plutôt qu'un épargnant. L'individu en question est propriétaire du titre et peut exercer les droits d'actionnaire ou de créancier que cela implique sur l'entité à laquelle se rapporte le titre. L'épargne de masse organisée autour du système des fonds fusionne investissement et épargne mais dans une nouvelle structure réifiée. La réification prend la forme de la conversion de l'épargne en un portefeuille de titres, dont l'épargnant n'est pas propriétaire, mais qui existe en lui-même comme chose du fonds, sous le contrôle d'un gestionnaire tiers, par rapport à l'épargnant-investisseur et par rapport à l'entité économique à laquelle se rapporte le titre. Le processus de réification suit les mêmes moments logiques que la titrisation de créances.

### ***Massification***

En effet, le fonds se constitue en absorbant un flux d'épargne, flux déterminé et limité dans le cas des fonds fermés de types « hedge fund » (on verse l'argent une fois pour toutes), flux déterminé mais illimité dans le cas des fonds de pension où la cotisation est fixée par le rapport salarial, flux indéterminé et illimité dans le cas des fonds communs de placement. Dans ce dernier cas, en plus, la capture du flux d'épargne repose sur des dispositifs de publicité de masse. De ce flux d'épargne capturée apparaît une masse d'argent à transformer en capital financier.

### ***Abstraction***

C'est justement cette masse d'argent épargné qui fait l'objet d'un processus d'abstraction radicalement différent de la relation d'épargne bancaire (basée sur l'institution de l'obligation financière entre créancier et débiteur) et de la relation d'investissement financier classique (basée sur l'institution de la propriété d'instruments financiers) dans le fonds, en particulier parce qu'il se base sur l'institution du trust. Ainsi chaque déposant cède dans le cadre d'une relation fiduciaire une quantité d'argent épargné à placer, il renonce ainsi à son argent en tant qu'argent, sans devenir propriétaire des titres finan-

---

*pension dans le contexte de la financiarisation du capitalisme avancé: le cas du Canada, Mémoire de maîtrise (sociologie), Université du Québec à Montréal, 2011.*

ciers dans lesquels celui-ci se métamorphosera, il reçoit plutôt un droit sur le fonds, dans le cas des fonds de placement, celui-ci prend la forme d'un nombre déterminé d'unités, chaque unité a une valeur nominale qui correspond à la fraction qu'elle représente de la valeur globale du portefeuille si celui-ci était liquidé et que tous les actifs du portefeuille étaient vendus à leur valeur courante.

### ***Virtualisation***

La prochaine étape du processus de réification voit la métamorphose réelle de la masse d'argent absorbée par le fonds en un portefeuille de titres par le placement de l'argent sur les marchés financiers et monétaires où celui-ci sert à acheter des titres. Le portefeuille de titre est construit selon une logique spécifique à chaque fonds (son « style ») en fonction du rapport qu'il établit avec la diversité des titres en circulation ainsi qu'avec le mouvement général de la circulation financière. Mouvant et plastique, le portefeuille qui a cette logique *sui generis* spécifique répond à une logique plus générale constitutive de la relation financière de placement, soit la recherche de rendement. C'est ici que les fonds se démarquent radicalement du comportement de l'investisseur capitaliste tel qu'impliqué dans la thèse sur la socialisation de la propriété capitaliste. Ceux qui gèrent et contrôlent les fonds pour leurs fiduciaires ne cherchent pas à contrôler le capital productif, chaque salarié qui a contribué au fonds a cédé au gestionnaire la puissance spécifique qui découle de la relation de propriété d'un titre financier, mais celle-ci est exercée par le gestionnaire avec pour unique finalité l'accroissement de la valeur du fonds, c'est-à-dire la reproduction élargie selon la logique A-A' du capital financier ainsi constitué en portefeuille. La virtualisation est ainsi cette étape où l'épargne devenue capital financier se matérialise en portefeuille et agit sur les marchés, affecte depuis ce lieu l'économie de production de biens et services. Le gestionnaire du portefeuille achète, vend et ainsi sanctionne positivement ou négativement les entreprises ou autres entités (États par exemple) auxquelles se rapportent les titres. Ils peuvent prétendre orienter l'investissement productif et de manière plus générale le niveau et la direction de la production économique.

### ***Circulation finale***

La dernière étape du procès de réification de l'épargne est le moment de la circulation financière finale qui ici se présente comme le flux de revenu inverse au flux d'épargne, flux qui valide les plus-values qu'enregistre le portefeuille au moment de la virtualisation. Si dans un premier temps la réifica-

tion de l'épargne de masse génère un flux de revenu allant des salaires vers les marchés financiers par la médiation des fonds et de leurs portefeuilles, ce dernier moment implique le mouvement inverse, des marchés vers les épargnants, que ce flux prennent la forme finale d'une part de rendement dans le cas d'un fonds commun de placement ou d'une rente fixée à l'avance dans le cas d'un régime de retraite. Cette validation est en même temps un moment où une part significative des rendements est appropriée et absorbée par la structure de gestion du fonds comme revenu propre, c'est-à-dire rémunération de ces services de gestion.

On ne peut expliquer l'origine du flux d'argent qui validera les plus-values financières du fonds comme résultant uniquement d'un jeu à sommes nulles entre investisseurs financiers, les gains des uns sont les pertes des autres. *In fine*, la validation de ces plus-values repose sur une ponction de revenus générés par l'économie de production de biens et services non financiers. La circulation financière finale dans le cas de la relation de placement de masse est donc un de ces mécanismes spécifiques de validation qui connectent directement circulation industrielle et circulation financière. Outre l'intérêt payé par les États ou les entreprises sur leurs obligations et papier commercial, ainsi que les intérêts que paient les ménages, notons le rachat massif d'actions par les entreprises incorporées comme méthode pour réaliser leur valeur à même le profit industriel, le paiement plus évident de dividende, mais à un niveau qui ne correspond pas aux profits de l'entreprise (comme le veut la théorie financière classique) mais aux attentes des marchés (ce qui implique que certaines entreprises emprunteront pour maintenir des dividendes élevés en cas de conjoncture difficile) et finalement les frais, gains et pertes, découlant de l'exposition de ces mêmes entreprises à divers types de produits dérivés.

Et donc si oui, une fraction importante du salariat bénéficie des plus-values financières qu'accumulent les fonds, cela ne fait pas d'eux des capitalistes, au contraire leur épargne réifiée et massifiée engendre une vaste superstructure organisationnelle qui se reproduit par la métamorphose de leur épargne en capital financier et qui se reproduit par la reproduction élargie de ce capital financier sous la forme de portefeuilles de titres qui agissent sur le développement économique. Si nous récusons ainsi la thèse de la socialisation financière de la propriété capitaliste, quels effets macro-économiques significatifs ces fonds ont-ils dans une économie financiarisée? Leur impact sur les entreprises productives a été bien documenté: court termisme, déso-

rientation de la stratégie industrielle, dégradation du rapport salarial, explosion des revenus des hautes directions<sup>53</sup>.

La perspective de la réification et de la massification élaborée ici permet d'ajouter à cela l'effet suivant : l'existence de ces structures réifiées engendre une demande en constante croissance pour de nouveaux titres financiers, qui plus est, la logique de gestion de ce capital financier obéissant au principe de la gestion par portefeuille engendre une pression constante pour la diversification des types de titres, condition de possibilité pour créer des portefeuilles différenciés selon des styles et en même temps « équilibrés ». Une nouvelle inversion s'opère ici, analogue à celle identifiée dans le cas de la titrisation et même articulée à cette dernière. En effet, la prévisibilité d'un flux constant d'épargne massifiable engendre une production de masse de titres de plus en plus diversifiés et complexes. Et comme nous l'avons vu, c'est cette production de titres qui engendre une pression pour la production de relations financières d'endettement de masse parmi les ménages. Entre 2001 et 2006, ce circuit s'arrima à une bulle dans le marché immobilier résidentiel américain qui éclata lors de la crise de 2008. Le dispositif de réification à l'origine de la finance de masse s'est détaché depuis de cette ancrage particulier, mais rien n'indique que ces mécanismes de base ont été désamorçés, au contraire nous avons montré qu'il s'agit d'une régulation centrale au régime d'accumulation financiarisée.

Alors que les analyses de la financiarisation portent souvent sur des phénomènes économiques spectaculaires et exotiques comme les grandes manoeuvres spéculatives des traders sur les marchés des places financières globalisés, l'approche adoptée ici comme développement d'un régime d'accumulation où prédomine les régulations économiques exercées par la finance de masse, nous amène à privilégier comme objet de départ de nos analyses des pratiques économiques et sociales du quotidien, aussi banales et ordinaires que l'achat à crédit ou le versement d'une part de salaire dans un fonds de placement. En fait, il s'agit d'expliquer comment les premières ont pour assises réelles et effectives ces dernières.

Baran et Sweezy, dans leur ouvrage classique *Monopoly Capital (Capitalisme Monopolistique)* ont proposé de comprendre que la seconde massification du capitalisme avancé, l'avènement de la consommation de masse propre au XX<sup>e</sup> siècle, résultait d'une interpénétration entre production et circulation de marchandise, où les deux ensembles donnèrent naissance à un capital défini par sa puissance organisationnelle et sa capacité à subsumer

53. Ozgur Orhangazi, « Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003 », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, n° 6, 2008, p.863-886.

le marché. Leur objectif était de dépasser les apories d'une théorie critique du capitalisme où production et circulation étaient radicalement disjointes, compte tenu de la structure concurrentielle de capitalisme classique de la modernité. Leur révision impliqua de rompre avec d'importants pans de cette théorie marxiste du capitalisme, dont la théorie de la valeur dans sa forme classique.

Nous croyons que la prise en compte de ce que nous nommons une troisième massification du capitalisme avancé implique de tenir compte d'une nouvelle interpénétration, cette fois entre circulation industrielle et circulation financière, la finance de masse se constitue par prise en charge, encadrement et médiation de relations et moments de cette circulation. Une telle perspective implique de considérer que toute appréhension critique du capitalisme qui distingue le bon capitalisme industriel du mauvais capitalisme financier place la théorie dans une impasse. L'analyse en termes de régime d'accumulation financiarisée implique plutôt, en partant de ce principe d'interpénétration, d'étudier le capitalisme avancé comme une totalité.

Finalement, dernier élément de cette conclusion, nous avons pu, nous l'espérons, montrer en quoi la mobilisation de certaines catégories classiques de la théorie critique peuvent éclairer des aspects centraux du capitalisme avancé. La théorie critique, particulièrement dans sa variante francfortienne, a contribué à réactualiser des concepts importants du XX<sup>e</sup> siècle : aliénation et réification, mais l'application de ces catégories s'est trop souvent cantonnée dans les marges de l'économie capitaliste, examinant les effets et problèmes sociaux engendrés par son développement. Nous croyons avoir montré l'intérêt d'une mobilisation de cette univers conceptuel riche en potentiel critique pour la compréhension des dynamiques d'accumulation en tant que tel.