



HAL
open science

La crise des subprime : lectures d'une crise multiscalaire

Guilhem Boulay

► **To cite this version:**

Guilhem Boulay. La crise des subprime : lectures d'une crise multiscalaire. Ghorra-Gobin C., Reghezza-Zitt M. (dirs.), 2016, Entre local et global : les territoires dans la mondialisation, p. 141-170, 2016. hal-01313514

HAL Id: hal-01313514

<https://hal.science/hal-01313514>

Submitted on 10 May 2016

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La crise des subprime : lectures d'une crise multiscalaire

« And, for a time, it “worked” » (Rick Perlstein, 2007, p. 63)

« Un des aspects heureux de cette crise est de rendre à nouveau audible la pensée hétérodoxe » (Samba Diop, 2009, p. 5)

C'est sous le deuxième mandat du président texan qu'a éclaté la plus profonde crise économique que le monde ait connue depuis 1929. La « crise de 2008 » en est d'ailleurs venue à contester à celle de 1929 l'usage du terme de « Grande récession ». Toutes deux sont apparues aux Etats-Unis et se sont très vite diffusées à l'échelle globale du fait de mécanismes d'interconnexion financière.

La crise globale de 2008 présente ceci d'intéressant qu'on a coutume d'en fixer l'origine dans une crise nationale, bien particulière, et qui l'a précédée d'un an : la « crise des subprime¹ ». Cette dernière présente en effet cette particularité, qui pourrait sembler paradoxale au vu de ses conséquences globales, d'être très ancrée dans un territoire et très dépendante de pratiques bancaires nationales. Les subprime sont la face la plus visible et médiatisée d'un marché immobilier étatsunien fondé sur le crédit hypothécaire. Or quoi de plus ancré territorialement qu'un bien ou un programme immobilier, exclusivement localisé et immobile par nature ?

Se pose donc la question du rapport entre des échelles globales et locales. La question est banale, et s'en saisir n'implique pas forcément de le faire en géographe, au sens où toutes les sciences sociales travaillent à des mailles plus ou moins larges. L'intérêt d'un objet comme la crise des subprime est qu'à travers la mise en perspective de différentes entrées théoriques, il est possible de distinguer des approches qui donnent un rôle plus ou moins important à l'espace.

Ce papier ne cherchera donc pas à donner une vue précise ou entière de la crise des subprime². Il se contentera dans un premier temps de définir et d'éclaircir le rôle de quelques instruments bancaires et financiers essentiels avant de se concentrer sur des lectures de la crise des subprime qui font référence. Relire conjointement les ouvrages de R.J. Shiller, J.E. Stiglitz et M.B. Aalbers permettra ainsi de mieux faire apparaître les clivages théoriques qui sous-tendent l'interprétation d'un objet aussi extraordinairement complexe.

¹ *Subprime crisis*, *Subprime mortgage crisis* dans la littérature anglophone. On parle souvent dans les médias de *Mortgage mess* ou de *Mortgage meltdown*.

² On renvoie pour cela à une page du site de la Federal Reserve Bank of New York (http://www.newyorkfed.org/research/global_economy/Crisis_Timeline.pdf)

Qu'est-ce que faire crédit à l'époque des *subprime* ?

Le système du crédit hypothécaire

Le crédit immobilier aux Etats-Unis relève quasi-exclusivement d'un système de prêt (loan, ou lending) fondé sur le mécanisme de l'hypothèque (mortgage). Cela revient à faire du bien emprunté le garant de l'emprunt, quand bien d'autres systèmes bancaires nationaux, qui ne méconnaissent pas pour autant le système hypothécaire, accordent plus d'importance aux caractéristiques de l'emprunteur. Les banquiers parlent alors d'« adossement » (Aalbers, 2012 a, p. 318), les juristes de « sûreté réelle » (c'est-à-dire attachée au bien).

Ce système est à la base d'une relation triangulaire entre prêteur, emprunteur et bien immobilier, que résume M. B. Aalbers :

It also became possible to borrow money based on the value of one's land. This is the basis for the formation of a mortgage market. A mortgage is "a conveyance of an interest in real property given as security for the payment of a debt" (Dennis and Pinkowish 2004: 386); it "gives a lender contingent property rights over an asset of the debtor, and in the event of default the lender may activate those rights" (Carruthers 2005: 365) » (Aalbers, 2012 b, p. 8)

Ce triptyque emprunteur, prêteur et donc bien immobilier est appelé circuit ou marché primaire du crédit. Fort simple dans son principe, il engage malgré tout une grande diversité de parties prenantes :

Mortgage brokers, mortgage bankers, credit unions, banks, and savings and loan institutions make up of the primary mortgage market. (Aalbers, 2012 a, p. 320)

La dérégulation du système bancaire

Ce système du crédit hypothécaire a connu depuis les années 1980 plusieurs phases de dérégulation. Ce mouvement structurel découle en partie de la volonté de s'affranchir d'un crédit rare et donc cher : selon la Federal Trade Commission, le taux moyen pour un prêt immobilier à taux fixe sur trente ans avait explosé durant les années 1970 (Engel, McCoy, 2011, p. 16), bloquant largement le marché. Dès 1980, d'importantes mesures de dérégulation sont approuvées, et rendues possibles par des innovations techniques permettant d'automatiser le *credit scoring*³. Il est impossible de développer ici toutes les étapes de cette dérégulation, très bien détaillées et expliqués par ailleurs (Gotham, 2012, p. 32 sq.). Notons simplement que cette politique dont les racines idéologiques, conservatrices, remontent au moins à la première guerre mondiale (Perlstein, 2007), fut constante, quel que fût le parti au pouvoir (Engel, McCoy, 2011, p. 149 sq. ; Schwartz, 2012, p. 66 sq.). Notons surtout que cette dérégulation⁴ est profondément politique et ne saurait se résumer à la posture facile d'une « autonomie de la finance vis-à-vis des

³ « *statistically based management tools for forecasting the outcome of extending credit to individuals. Credit scores are based on such common variables as occupation, length of employment, marital status, bank account, gender and geographical address, which are analyzed by computer systems and statistical methods in order to predict credit performance* » (Aalbers, 2012 a, p. 316).

⁴ Pour un résumé clair et efficace de cette dérégulation sur le moyen terme historique, cf. Diop, 2009, p. 8 sq.

Etats ». Elle correspond à un choix politique décidé et appuyé par le gouvernement à travers notamment le développement de Government-Sponsored Entreprises⁵ (Stiglitz, 2010, p. 55 sq. ; Aalbers, 2012 b, p. 8 et 9).

Au final, la dérégulation a agi sur plusieurs variables clés de la politique du crédit qu'on peut résumer très brièvement :

- la concentration du secteur bancaire suite au décloisonnement des activités (broad banking) qu'avait imposé le Glass-Steagall Act de 1933, abrogé en 1999 par le Gramm-Leach-Bliley Act
- la permissivité accrue des autorités de contrôle quant aux règles dites prudentielles (ratio montant des prêts/fonds propres des banques ; conditions personnelles des prêts)
- la multiplication d'instruments financiers de plus en plus complexes
- la multiplication des intermédiaires sur le marché du crédit

Accessible et cher payé : le crédit prédateur

Dans un contexte de surabondance des liquidités suite notamment à l'explosion de la bulle internet en 2000, ces nouvelles conditions du crédit ouvraient de très fructueuses perspectives aux banques. Pour les réaliser, un autre ingrédient était nécessaire : un flux massif d'emprunteurs. Un des aspects fondamentaux de la crise vient de ce paradoxe : des populations – souvent des minorités ethniques – ayant longtemps revendiqué en vain un accès au crédit immobilier (Perlstein, 2007 ; Hernandez, 2012) ont « bénéficié » de pratiques inédites jusqu'alors :

The first iteration for subprime lending – coined predatory lending – began in the 1990s and was targeted at people who historically had been unable to get loans (...) These people were ready prey for a new class of brokers and lenders, who targeted unsophisticated borrowers (Engel, McCoy, 2011, p. 21)

S'en est suivie une prolifération de prêts divers et variés dont le succès fut foudroyant chez les populations les plus vulnérables. Ces prêts étaient en général juridiquement abusifs mais abrités derrière le principe du caveat emptor et surtout en totale conformité avec le mot d'ordre d'une Ownership Society promue par le gouvernement et les banques : « making home buying easier » (Perlstein, 2007, p. 61). Décrits dans nombre de travaux, les formules de ces crédits souvent proprement usuraires (ibid., p. 62 et 63 ; Stiglitz, 2010, p. 173 sq. ; Engel, McCoy, 2011, p. 21 sq.) étaient fort variées : prêts menteurs, ballons, à taux d'appel, à amortissement négatif, à taux variable, etc. Tous avaient pour caractéristique commune d'être très rémunérateurs pour les organismes prêteurs, et fort opaques pour les emprunteurs. Ils sont très vite devenus une part essentielle de l'activité bancaire étatsunienne :

⁵ Dans le domaine du crédit hypothécaire, les GSE les plus célèbres sont la Federal National Mortgage Association – souvent surnommée « Fannie Mae – et la Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac (cf. Jacquillat, Levy-Garboua, 2009, p. 42-43).

By 2005, such "NINJA" – No Income, No Job, and No Assets – were the subprime industry's standard, sold via astonishingly deceptive practices with utter impunity. (Perlstein, 2007, p. 63)

L'expression *subprime* qualifie à la fois ces prêts et les populations qui les souscrivent. En cela, les *subprime* sont devenus un marqueur très net de relations de domination.

Les *subprime* prennent leurs quartiers

L'étude de la discrimination spatio-raciale dans l'octroi du crédit immobilier aux Etats-Unis s'est longtemps concentrée sur le refus du crédit. La « révolution fondamentale » des *subprime* (Ortalo-Magné, 2011, p. 109) que l'on vient de décrire a réorienté ces dernières années la littérature dans la direction opposée, à savoir l'octroi préférentiel du crédit aux populations défavorisées (Wyly et al., 2012 ; Hernandez, 2012).

S. Sassen montre pour la ville de New York à la fois la croissance continue de la part des *subprime* dans le total des prêts immobiliers au cours de la première moitié des années 2000, et leur importance très variable selon les boroughs considérés (différentiels de plus de 1 à 30 entre le Bronx et Manhattan – Sassen, 2012, p. 83). À une échelle plus fine, on observe des quartiers extrêmement pénétrés par le crédit *subprime* qui représente presque la moitié du marché, comme c'est le cas à University Heights ou Jamaica pour New York en 2006 (ibid., p. 84) ou à Richards ou Southern Pacific pour Sacramento en 2004 (Hernandez, 2012, p. 209). Ce dernier auteur montre en outre clairement que cette part varie en fonction du taux de refus de crédit dit conventionnel.

Dans le contexte étatsunien, ce mécanisme est bien entendu intrinsèquement lié à la question raciale, dont plusieurs travaux ont montré qu'elle était clairement discriminatoire en matière d'offre de crédit, dans des proportions très largement significatives d'un point de vue statistique (Sassen, 2012 ; Wyly et al., 2012).

Une activité ni marginale ni exotique

Le caractère très récent de ce type de prêt et le fait qu'il soit très clairement orienté vers des populations jugées spécifiques peut pousser à le considérer comme un sous-produit du système de crédit, « non-traditionnel » dans le jargon bancaire. C'en est au contraire un rouage essentiel. Non pas seulement parce que des *subprime* furent accordés par des banques tout à fait établies⁶ mais aussi et surtout parce qu'ils ont joué un rôle central dans tout le système financier national, au point qu'on estime qu'en 2006, ils représentaient environ 21 % du total des prêts accordés aux Etats-Unis. Les prêts Alt-A, intermédiaires entre les *subprime* et les *prime* comptait pour 18 % de ce total (Jacquillat, Levy-Garboua, 2009, p. 30 ; Diop, 2009, p. 12).

⁶ En 2006, le principal prêteur *subprime* aux Etats-Unis était HSBC (Engel, McCoy, 2011, p. 205) et les cinq principales banques américaines ont toutes été impliquées dans la crise des *subprime* (Diop, 2009, p. 9).

Il convient ainsi de ne pas considérer ces prêts comme marginaux ou exceptionnels au sein du système économique étatsunien mais au contraire de comprendre qu'ils sont seulement une modalité supplémentaire d'extension du crédit. Modalité nécessaire à plusieurs titres : captation de commissions et d'intérêts pour les banques, développement d'une politique conservatrice fondée sur la propriété jugée responsabilisante, stratégie de croissance nationale enfin. Il est d'ailleurs frappant de constater que ce dernier aspect, mis en avant comme on pouvait s'y attendre par les néo-marxistes (Harvey, 2012, p. xv et xvi ; Sassen, 2012, p. 75), l'est aussi par des auteurs d'obédience théorique très différente (Stiglitz, 2010, p. 44 ; Engel, McCoy, 2011, *infra*). Les subprime ne sont ainsi pas du tout un à-côté de la finance mais bel et bien au élément essentiel au sein d'un système cherchant à valoriser d'immenses stocks de liquidités :

Lenders were desperate for new sources of mortgages. The “solution” was the expansion of the market through two techniques: risky new products called “non-traditional mortgages” and relaxed underwriting standards and loan terms, both of which were designed to qualify more borrowers (Engel, McCoy, 2011, p. 33)

Le rôle des subprime dans la crise de 2008 a d'ailleurs été très médiatisé uniquement parce que les prix immobiliers se sont effondrés, mais ils ne furent qu'un élément parmi d'autres de ce système économique. Si l'emploi qualifié avait été le premier marché à s'effondrer, les prêts étudiants auraient été ciblés à la place des subprime car les crédits hypothécaires immobiliers ne sont qu'une composante de la Credit Card Nation, pour reprendre le titre d'un ouvrage très célèbre outre-Atlantique (Manning, 2001). Quoi qu'il en soit, ce furent des instruments financiers dits « innovants » intrinsèquement liés au marché immobilier qui contribuèrent au déclenchement et à la diffusion mondiale d'une crise sans précédent.

Une crise forcément systémique

Fonder une économie sur le marché immobilier

La crise des subprime est indissociable de l'utilisation massive d'un ensemble de techniques financières parfois très anciennes dans leur principe mais dont le développement récent en fait l'innovation financière la plus marquante du second XXème siècle (Lautier, Simon, 2009, p. 3). Deux processus, très imbriqués, jouent un rôle fondamental : les produits dérivés – derivative(s) (product(s)) – et la titrisation – securitization⁷. La définition d'un produit dérivé est relativement simple dans son principe :

⁷ Il ne sera pas possible ici d'explicitier l'intégralité des composantes de ces systèmes financiers très complexes. On renvoie pour cela à deux courts lexiques très clairs (Jacquillat, Levy-Garboua, 2009 ; Lautier, Simon, 2009). Concernant non plus le lexique lui-même mais l'insertion de ces instruments financiers complexes dans le système économique et immobilier américain, le troisième chapitre de *The Subprime Virus* (Engel, McCoy, 2011, p. 43 *sq.*) constitue une remarquable synthèse.

Les produits dérivés sont des instruments financiers dont le prix dépend (dérive, pourrait-on dire) de la valeur d'un autre actif que l'on appelle un sous-jacent. (...) Dans certains cas, le sous-jacent est lui-même un produit dérivé ; sont alors négociés des produits dérivés à la puissance deux (ibid., p. 3 et 4).

La titrisation est elle aussi une opération dont le principe est simple⁸ :

La titrisation consiste à transformer des crédits bancaires en titres financiers. La technique de titrisation, développée depuis le début des années 1980 par les banques d'investissement, permet de rendre échangeables et donc plus liquides des actifs qui, sans cela, seraient « illiquides » jusqu'à leur échéance. (...) En général, les crédits titrisés le sont à travers des fonds, et donnent lieu à des notations par des agences (Jacquillat, Levy-Garboua, 2009, p. 25)

La combinaison de ces deux opérations de base fonde l'utilisation des *subprime* comme base du développement de marchés financiers colossaux à la croissance extrêmement rapide durant les années 2000. Cette situation découle du fait que l'immobilier a pour double caractéristique de concentrer beaucoup de valeur mais que cette dernière est plus difficilement échangeable sur les marchés que celle d'autres actifs. En termes financiers, elle est bien moins liquide. Dans ces conditions, la titrisation a permis de multiplier les produits financiers, donc les marchés, fondés sur des actifs – les créances hypothécaires – abondants mais sinon peu mobilisables car peu liquides.

Dans le cas des *subprime*, ce processus s'est appuyé principalement sur un type particulier d'ABS⁹ : les RMBS – Residential Mortgage Backed Securities – dont le rendement dépend de la qualité des sous-jacents (en l'occurrence, la probabilité de remboursement des crédits immobiliers souscrits par les emprunteurs). La diffusion de ces produits dérivés et titrisés se fait à travers des instruments dits synthétiques, ou structurés, qui combinent dans des SPV – Special Purpose Vehicles – plusieurs crédits hypothécaires découpés en tranches plus ou moins risquées. Les plus risquées (dites *equity*) sont aussi les plus rémunératrices mais leur remboursement est conditionné au remboursement des tranches supérieures, moins risquées et rémunératrices¹⁰ (dites *senior* et *mezzanine*) (Jacquillat, Levy-Garboua, 2009, p. 36). Ces tranches sont notées par les agences de notation.

Le propre de la dérivation est qu'elle permet de créer des marchés en se fondant sur n'importe quel sous-jacent. La crise des *subprime* n'a pas échappé à ce principe et très vite, des produits dérivés de produits dérivés sont apparus : les fameux CDO¹¹ « au carré » ou « au cube », selon le nombre de dérivations successives. Ces produits ont été particulièrement pointés du doigt car

⁸ On en trouvera une explication plus détaillée mais très claire sur la page <http://www.fimarkets.com/pages/titrisation.php>

⁹ *Asset Backed Securities*, c'est-à-dire titre, ou valeur mobilière, adossé(e) à des actifs sous-jacents (on parle aussi de collatéralisation pour désigner cet adossement à un portefeuille d'actifs).

¹⁰ Ce système de remboursement en cascade est dit *waterfall*.

¹¹ *Collateralized Debt Obligation* qui s'adossent à plusieurs actifs (des RMBS pour ce qui nous intéresse, mais les actifs peuvent être de nature très différente) qu'ils synthétisent et redécoupent en tranches.

leurs modalités de notation sont très ambiguës : composés de la même tranche de plusieurs RMBS12, ils furent ensuite redécoupés et notés de la même manière que les RMBS auxquels ils s'adossaient. En d'autres termes, les tranches moyennement notées des RMBS étaient synthétisées et redécoupées dans des CDO, puis notées de la meilleure à la pire note : une partie des sous-jacents précédemment notée BBB se retrouvait notée AAA (ibid., p. 37). Ces types de produits, qualifiés de « toxiques » a posteriori ont gagné en importance au cours des années 2000 : en 2005, les trois quarts des prêts subprime avaient été titrisés (Diop, 2009, p. 14).

Déringoler d'une pyramide inversée

Par-delà la complexité des techniques financières et la diversité des acteurs intermédiaires impliqués, le principal est donc de retenir qu'une part croissante du marché s'adosse au secteur immobilier, et plus précisément au crédit hypothécaire. Le système de la dérivation¹³ est donc comparable à une pyramide inversée : on démultiplie les marchés en faisant de produits adossés à des sous-jacents les sous-jacents d'autres produits. La base de cette pyramide inversée est donc l'ensemble des créances hypothécaires qui seront ensuite dérivées « au carré », « au cube », etc. En d'autres termes, le retour sur investissement pour tous les acheteurs de ces produits est fonction de la capacité de remboursement des crédits immobiliers souscrits, qu'ils soient prime ou pas.

A ce mécanisme trivial et pourtant perdu de vue au cours des dérivations successives se combine une dynamique propre à l'échelle des emprunteurs immobiliers eux-mêmes. La difficulté à rembourser les crédits subprime a en effet alimenté la croissance de mécanismes assimilables à des systèmes de Ponzi¹⁴ via le développement du refinancement : les crédits subprime ayant pour particularité de présenter des taux variables, ils deviennent au bout de deux ou trois ans très difficiles à rembourser. Les ménages endettés se tournent donc vers un surendettement, au sens le plus littéral du terme : ils empruntent pour rembourser un emprunt préalable (refinancing). Cette opération est en effet concevable en temps de hausse des prix immobiliers : le système hypothécaire fait qu'on prend pour gage d'un prêt un bien dont la valeur augmente¹⁵. En revanche, en cas de retournement des prix, la situation d'un ménage empire brusquement s'il ne

¹² Notamment de la tranche *Mezzanine* qui se vendait moins bien que les tranches sûres (*Senior*) et les tranches très spéculatives (*Equity*).

¹³ Dont on rappelle qu'il existe pour de multiples créances qui, prises individuellement, génèrent trop de coûts de transactions pour justifier un second marché mais qui, titrisées et synthétisées, se prêtent fort bien à l'échange : prêts étudiants, crédits à la consommation, prêts automobiles, encours de cartes de crédit, etc.

¹⁴ On parle aussi de finance à la Ponzi, ou de pyramide de Ponzi. Le terme désigne un montage financier, frauduleux, où les clients sont rémunérés grâce aux dépôts de nouveaux clients (cas de l'affaire Madoff, par exemple). Dans ce système, l'établissement ne dispose pas d'assez de fonds propres pour rémunérer ses clients, et la viabilité du système est donc dépendante de l'entrée continue de nouveaux entrants.

¹⁵ J.E. Stiglitz rappelle d'ailleurs que les biens immobiliers furent plus largement assimilés à « distributeur de billets » permettant de nombreux emprunts. A leur plus haut, ces extractions hypothécaires des ménages se sont élevées à 7% du PIB (Stiglitz, 2010, p. 41).

peut plus rembourser car le solde hypothécaire est supérieur à la valeur de marché de la maison saisie¹⁶ :

By spring 2007, it was official: the United States was in a housing bust (...) For borrowers facing difficulty making monthly payments, failing home prices severely limited their options. One way out was to refinance into a cheaper mortgage, but that became harder as home values dropped, often below the balance on borrower's mortgages (...) Another solution was to pay off the loan by selling the home, but falling home prices eliminated that option for many people as well (Engel, McCoy, 2011, p. 70)

Le nombre de ménages soumis à cette situation sans issue a progressivement augmenté puis stagné jusqu'en 2011 :

Avec la poursuite de la dévalorisation des biens immobiliers à la fin de 2008 et au début de 2009, le nombre des saisies à prévoir ne cessait d'augmenter. Une estimation qui au début paraissait élevée – un cinquième des prêts hypothécaires allaient se retrouver « sous l'eau¹⁷ » – était devenue prudente¹⁸ (Stiglitz, 2010, p. 193)

Les deux mécanismes principaux de la crise des *subprime* sont donc intrinsèquement conditionnés par les grandes mesures de dérégulation bancaire évoquées plus haut : le décloisonnement des activités banales et d'investissement favorise la dérivation (qui utilise sur les marchés investisseurs des crédits ménages) tandis que le relâchement des ratios prudentiels favorise le surendettement des ménages. La dérégulation a aussi favorisé la diffusion de la crise à travers un modèle bancaire au nom révélateur.

Le modèle originate-to-distribute et la diffusion de la crise des *subprime*

Avec la dérégulation, les banques changent de modèle de gestion du tout au tout. Dans les années 1980 débute une transition du modèle *Originate-to-hold* au modèle *Originate-to-distribute* (OTD), qui finira dans les années 1990 par se généraliser (Bord, Santos, 2012). La nouveauté fondamentale consiste pour les banques à revendre sur le marché leurs créances. Concrètement, cette opération correspond à la titrisation (cf. supra) : les créances sont titrisées via des SPV qui en deviennent de facto les propriétaires, même si moyennant commission les banques les gèrent pour eux. Ce faisant, les banques extraient donc de leur bilan ces créances et en font porter le risque aux porteurs de fonds (Jacquillat, Levy-Garboua, 2009, p. 32-33). Ce système, outre les avantages en matière de liquéfaction d'actifs exposés plus haut, représente une aubaine pour les

¹⁶ Rappelons en effet que dans le cadre du crédit hypothécaire, en cas de non-paiement, la banque se « rembourse » en se saisissant du bien – on parle en anglais de *foreclosure*. Cet aspect de la crise très violent est bien documenté (par exemple Stiglitz, 2010, p. 161 *sq.* ; Newman, 2012).

¹⁷ *Under water* – expression du jargon bancaire nord-américain (note de l'auteur).

¹⁸ La situation s'est progressivement améliorée mais selon les derniers chiffres disponibles (premier trimestre 2014), plus de 12 % des ménages ont encore un *negative equity* et plus de 20 % sont en situation de vulnérabilité très préoccupante (<http://www.corelogic.com/research/negative-equity/corelogic-q1-2014-equity-report.pdf>)

banques : elles améliorent leurs bilans, en retirent des commissions et redistribuent un risque qu'elles étaient alors les seules à courir.

Ce système est intrinsèquement solidaire d'une globalisation financière qui facilite des échanges financiers transnationaux, massifs et rapides. La liquéfaction des créances immobilières a eu pour conséquence de globaliser la crise, les Etats-Unis s'endettant auprès d'autres pays très riches en épargne et exportant ensuite près d'un quart de leurs prêts hypothécaires (Stiglitz, 2010, p. 71). Parmi les premières banques à éprouver de sérieuses difficultés du fait de l'effondrement du marché immobilier américain et donc des créances dès lors qualifiées de « pourries », plusieurs étaient étrangères¹⁹ (Engel, McCoy, 2011, p. 80). Les banques n'étaient en outre pas les seules détentrices de produits dérivés des *subprime* réutilisés pour le prêt :

Large institutions, including hedge funds, state and local governments, insurance companies, pension funds, and major corporations, owned subprime bonds that they had pledged as security for loans (ibid., p. 75)

La toxicité des produits fut autant en cause que la méfiance entre banques, aboutissant à un resserrement drastique du crédit et donc à une très forte réduction de l'activité économique :

Nous avons déjà eu des krachs boursiers, des resserrements du crédit, des crises de l'immobilier, des ajustements de stocks. Mais jamais depuis la Grande Dépression tout cela ne s'était produit simultanément. Et jamais l'ouragan n'avait franchi l'Atlantique et le Pacifique si rapidement ni en prenant tant de force. Si tout semblait s'effondrer en même temps, il y avait toutefois une source commune : les prêts imprudents du secteur financier, dont s'était nourrie la bulle qui avait fini par éclater. (Stiglitz, 2010, p. 81)

C'est en ce sens que la crise des *subprime* est dite systémique : elle a impulsé une crise proprement mondiale qui a touché même les économies les plus prospères, les plus en croissance ou les plus soutenues²⁰. R. J. Shiller la qualifie de « précipitateur » de la crise financière et économique globale (Shiller, 2012, p. xi) :

As the worldwide crisis as evolved, concern has shifted from subprime loans toward government debt, and the latest phase in the crisis (...), called the European sovereign debt crisis, has taken center stage. But the circumstance that produced the subprime crisis is still the fundamental cause of our later troubles. (ibid.)

Lectures de la crise

Shiller : une lecture fondamentaliste de la bulle immobilière

R. J. Shiller est un économiste particulièrement reconnu dans le champ de l'étude des marchés d'actifs. Spécialiste de la finance et de l'instabilité des marchés, auteur « nobélisé » de plusieurs

¹⁹ BNP Paribas, IKB Deutsche Industriebank AG, NIBC, Northern Rock, etc.

²⁰ Les cas les plus emblématiques cités par J. E. Stiglitz étant la Chine (*ibid.*, p. 72) et l'Islande (*ibid.*, p. 74 *sq.*).

best-sellers dont *Irrational Exuberance* (Shiller, 2005), il est aussi connu dans le mundillo des études immobilières pour être à l'origine du plus célèbre indice des prix immobiliers des Etats-Unis, maintenant publié par Standard & Poor's : le Case-Shiller Home Price Index. Dès 2008, il a publié un livre largement salué par la critique, et réédité en 2012 : *The Subprime Solution* (Shiller, 2012)²¹. Bien que se réclamant d'une manière tout à fait neuve de penser l'économie et la finance, ce livre est extrêmement représentatif de l'avatar actuel de l'économie politique dominante, souvent qualifiée de standard ou d'orthodoxe²². Au prisme de concepts centraux depuis la fin des années 1970, Shiller propose à la fois une interprétation de la crise des *subprime* et une série de préconisations visant à réduire le risque de survenue de telles crises.

Tout l'ouvrage de Shiller s'articule autour du concept de bulle, immobilière en l'occurrence (Boulay, Buhot, 2013, p. 92-93). La thèse centrale de Shiller est que la bulle est au fondement de la crise des *subprime* et de ses conséquences globales :

The subprime crisis, as it was called, was in essence the bursting of a real estate bubble. This remains true from today's perspective, event though other subsequent events have captured attention. (Shiller, 2012, p. X)

Dans la ligne de ses travaux les plus célèbres (Shiller, 2005, notamment p. 147 sq.), la crise est pour l'économiste de Yale à analyser en tant que résultat d'un mécanisme psychologique, et non en tant que résultat d'un mode de régulation :

This bubble, and the psychology that lay behind it, was the ultimate cause of the crisis. Financial innovation was not the primary or ultimate cause of this bubble, as so many have concluded. (Shiller, 2012, p. X)

The ultimate cause of the global financial crisis is the psychology of the real estate bubble (...) Accounts of the crisis often seem instead to place the ultimate blame entirely on such factors as growing dishonesty among mortgage lenders; increasing greed among securitizers, hedge funds, and rating agencies; or the mistakes of former Federal Reserve chairman Alan Greenspan. (ibid., p. 4)

Théoriquement, cette insistance sur la « psychologie » est fondamentale à plus titre. D'un point de vue logique, elle implique tout d'abord de poser le caractère premier de la volatilité des prix. Les prix varient – fortement – du fait de croyances socialement ancrées – en l'occurrence, le « mythe » (ibid., p. 69 sq.) de la croissance indéfinie des prix immobiliers. Selon Shiller, c'est le partage de cette croyance qui induit une régulation laxiste (*loose policy*), et non cette dernière qui créerait les conditions d'une hausse des prix :

²¹ Cette section reprend certains des éléments parus dans une recension pour le compte de la revue *Etudes Foncières* (Boulay, 2012 b)

²² Il n'est bien entendu pas possible ici de résumer les développements récents de ce courant de l'économie. On renvoie plutôt à un ouvrage court mais dense et riche (Cahuc, 1998) ainsi qu'à un dictionnaire en tout point remarquable (Guerrien, Gun, 2012).

These other factors [les éléments de la loose policy] were themselves substantially a product of the bubble, and not exogeneous factors that caused the bubble. (ibid., p. 48)

The lack of urgency among regulators in doing their job must ultimately have originated in their inability to believe that there could ever be a housing crisis of the proportions we are seeing today (ibid., p. 51)

A l'appui de sa thèse, Shiller fait notamment remarquer que la faiblesse historique des taux d'intérêt, très régulièrement pointée du doigt pour son rôle dans la hausse des prix, n'est pas calquée sur le déroulement de la hausse des taux (ibid., p. 49).

Mais au-delà de cette querelle sur les facteurs de la crise, le plus intéressant dans le recours au concept de bulle est qu'il engage une conception du prix et de son rôle dans la vie sociale. Pour Shiller, parler de bulle revient à évaluer les erreurs de jugement des parties du marché, qui se trompent²³ sur la valeur fondamentale des biens qu'ils échangent. Ce recours au concept de *mispricing* est central chez Shiller, tant dans son analyse de la crise que dans les solutions qu'il préconise. Il témoigne d'une croyance en un juste prix, qui serait le reflet d'une valeur déterminée par les « fondamentaux » du marché (Guerrien, 2002, p. 223 ; Boulay, Buhot, 2013, p. 86), comme l'évolution démographique, l'évolution des coûts de construction ou les taux d'intérêt à long terme (Shiller, 2012, p. 39). Dès lors, quand la courbe des prix immobiliers s'éloigne de celle des facteurs dont on pose qu'ils les déterminent, il y a bulle. Et cette bulle est précisément psychologique en ce qu'elle n'est rien d'autre que la croyance en un nouvel équilibre (ibid., p. 55 sq.), dont il est vrai que Shiller ne la partagea jamais.

Ces articulations théoriques fondent également les préconisations de Shiller quant à la marche à suivre pour ne plus risquer de tels épisodes. En accord avec les développements de la nouvelle micro-économie depuis la fin des années 1970²⁴, il prône le développement d'une information de qualité sur les prix immobiliers et les fondamentaux qui devraient les déterminer afin de limiter les risques de bulle :

Promoting an improved information infrastructure – the knowledge base used by people and firms to manage their financial affairs – is not only good policy but also good economics (ibid., p. 121)

Puisque cette information de qualité est selon Shiller censée favoriser la prise de bonnes décisions, elle est pour lui indissociable de la promotion d'une éducation financière²⁵, seule à même de limiter le risque d'erreur de la part des ménages et des investisseurs. Très scientifique

²³ Nous employons ces termes à dessein, qui se retrouvent tout au long de l'ouvrage de Shiller, par exemple p. XIII, XVI, 56, 75, 76 ou 141.

²⁴ Que l'on peut très schématiquement résumer à la prise en compte du rôle de l'imperfection de l'information (asymétrique, incomplète, frauduleuse, etc.) dans l'inefficience et les défaillances des marchés (*market failures*, souvent traduit en français par *échecs du marché*).

²⁵ Le thème de la « démocratisation financière » (ibid., p. 115 sq.) est un classique de l'économie standard, que l'on retrouve dans les agendas de nombre d'organisations globales comme dans les ouvrages des promoteurs des systèmes complets de marché (H. De Soto en constitue une très bonne illustration dans le domaine foncier-immobilier).

(*ibid.*, p. 117 sq.), Shiller charge le progrès technologique de mener à bien cette évolution, qui doit être pour lui une réforme institutionnelle gage de stabilité :

this knowledge [la psychologie, la neurobiologie, etc.] is now being applied to finance and economics. We have a much better grasp of how and why people make economic errors, and of how we restructure institutions to help avoid these errors (ibid., p. 119)

Enfin, puisque la diffusion d'information et de savoirs financiers est selon Shiller la garantie de la fin du *mispricing*, il est possible – et souhaitable²⁶ – de continuer à développer les techniques financières responsables selon d'autres de la crise. La boucle est bouclée : on se rappelle en effet qu'il faisait des dérives financières les conséquences de mauvais jugements sur les prix, et non la cause de la crise.

Stiglitz : une lecture ambiguë de la dérégulation

Joseph E. Stiglitz appartient sans aucun doute au cercle des économistes les plus réputés des quarante dernières années. Ses travaux couvrent un spectre thématique extrêmement large mais sont marqués par un intérêt permanent pour les limites du modèle de concurrence pure et parfaite sous-tendant la théorie néo-classique de l'équilibre général.

On peut grossièrement distinguer deux modalités d'insistance sur les échecs du marché au cours de la carrière de Stiglitz. La première est très représentative de la nouvelle microéconomie (Cahuc, 1998), et consiste avant tout en un relâchement des grandes hypothèses néo-classiques. Ce sont avant tout ses travaux (menés de pair avec George A. Akerlof) sur l'imperfection de l'information qui furent reconnus et lui valurent le « Nobel ». La seconde période, postérieure à ses expériences d'expert dans de grandes institutions nationales et internationales (administration Clinton, Banque Mondiale), est nettement plus marquée par une critique de la dérégulation financière et de la croissance des inégalités. À ce titre, le livre qu'il a consacré à la crise des *subprime*, incroyablement documenté et de lecture très aisée (Stiglitz, 2010), est très représentatif de la carrière de Stiglitz. D'un point de vue théorique, cela ne va pas, selon nous, sans une certaine dissonance entre l'utilisation d'outils conceptuels très néo-classiques et la revendication d'un programme qualifié – abusivement ? – de keynésien. Toute l'ambiguïté de ce livre passionnant tient donc dans la révolte qu'inspire à l'auteur un système économique dont l'économie orthodoxe est selon lui complice... et qu'il analyse malgré tout au prisme de concepts orthodoxes.

Stiglitz envisage avant tout la crise des *subprime* sous l'angle de l'instabilité chronique des économies capitalistes, inévitable en l'absence d'intervention étatiques et de régulation internationale :

²⁶ Il promeut à plusieurs reprises la titrisation et la dérivation, gages selon lui d'une meilleure répartition des risques et donc d'une solidité supérieure de l'économie (par exemple p. 25, 75, 149, 150, 153).

Boulay G., 2016, « La crise des *subprime* : lectures d'une crise multiscalaire », in Ghorra-Gobin C., Reghezza-Zitt M. (dirs.), 2016, *Entre local et global : les territoires dans la mondialisation*, p. 141-170

Dans les vingt-cinq dernières années, notre système financier, ce mécanisme prétendument capable de s'autoréguler, a été sauvé de multiples fois par l'Etat. De sa survie, nous avons tiré une fausse leçon : qu'il fonctionnait tout seul (ibid., p. 13)

Au-delà de ses répercussions immenses, la crise des *subprime* est pour Stiglitz somme toute banale dans son principe et dans son mécanisme :

Cette crise apparaît identique à beaucoup de celles qui l'avaient précédée, aux Etats-Unis comme à l'étranger. Il y avait une bulle, et elle a éclaté, en apportant la dévastation dans son sillage. Cette bulle était alimentée par des prêts douteux des banques, qui acceptaient pour nantissement des actifs dont la valeur était gonflée par la bulle (...) D'où la grande question (...) : comment et pourquoi avons-nous laissé ce mécanisme se reproduire une fois de plus, et à si grande échelle » (ibid., p. 20)

Stiglitz pointe donc les mêmes mécanismes que Shiller, et accorde lui aussi une place centrale au concept de bulle. Tous les deux estiment qu'il est nécessaire de reconnecter les prix immobiliers avec le niveau des fondamentaux (croissance économique, démographique, coûts de la construction, etc.). En revanche, leur maniement de la notion de bulle diverge fortement, à la fois du point de vue des séquences causales qu'ils identifient et du point de vue des raisons de la déconnexion entre fondamentaux et prix immobiliers qu'ils avancent. On a vu que pour ce dernier la bulle était première, et intégralement conceptualisable comme un phénomène « psychologique » (Shiller, 2012, p. x). Si Stiglitz souscrit lui aussi aux phénomènes de *mispricing* du risque (Stiglitz, 2010, p. 49-50, p. 57), il en fait en revanche la conséquence du développement d'un modèle politique :

La crise actuelle a révélé des vices fondamentaux du système capitaliste, ou du moins de la variante du capitalisme qui a émergé aux Etats-Unis dans les dernières décennies du XXème siècle » (p. 25)

Ce système est « vicieux » en ce qu'il dépend de l'endettement des ménages, lui-même à la base du gonflement de la bulle immobilière :

Sans la bulle, la demande globale (...) aurait été faible, en partie à cause de la montée des inégalités aux Etats-Unis et dans le reste du monde, qui transférait de l'argent de ceux qui l'auraient dépensé vers ceux qui ne le faisaient pas (ibid., p. 69)

Si Shiller et Stiglitz partagent le même socle méthodologique, ils ont donc une lecture totalement opposée de phénomènes qu'ils conceptualisent de manière identique. C'est donc, en dernière instance, les inégalités qui sont à la source de la crise actuelle²⁷, favorisée par la *loose policy*, la trop faible régulation du marché et donc des pratiques financières condamnables (ibid., p. 18 sq., p. 47 sq.).

²⁷ Stiglitz a publié peu après un autre best-seller au titre révélateur : *Le prix de l'inégalité* (Stiglitz, 2012).

Contrairement à Shiller qui estimait que le système avait failli du fait que le système de marché était incomplet, et qu'il fallait donc poursuivre et approfondir la liquéfaction du marché immobilier, Stiglitz appelle de ses vœux un retour de l'État dans le jeu des marchés financiers (ibid., p. 373 sq.). Mais toute l'ambiguïté (l'intérêt ?) de son ouvrage réside dans le fait qu'il débouche sur cette conclusion qualifiée de « keynésienne » (ibid., p. 67) suite à une réflexion intégralement fondée sur des concepts intrinsèquement orthodoxes et donc individualistes méthodologiques :

Les marchés livrés à eux-mêmes sont clairement voués à l'échec – à l'échec répété. Il y a à cela de nombreuses raisons, mais deux d'entre elles ont des affinités particulières avec le secteur financier : la question de l' "agent" (...) et l'importance accrue des "externalités" (ibid., p. 59)

Aujourd'hui, le problème de l'aléa moral est plus grave, et de très loin, qu'il ne l'a jamais été. Les problèmes d'agence et les externalités²⁸ signifient que l'Etat a un rôle à jouer (ibid., p. 65)

A notre sens, c'est dans ce paradoxe que réside le caractère fascinant de ce livre qui, sous des abords très « grand public », cache en fait une tension où le syncrétisme le dispute à l'ambiguïté, voire à l'aporie. Alors que Stiglitz, révolté par la crise des subprime au point d'employer le terme d'exploitation (ibid., p. 63), en vient à réclamer contre Shiller une re-régulation du secteur bancaire et financier, il le fait dans le même cadre théorique que ce dernier, c'est-à-dire en réfléchissant au design d'un marché efficace, c'est-à-dire capable d'organiser la société par la discipline des comportements individuels :

L'État a un rôle important à jouer : il ne doit pas seulement empêcher l'exploitation de l'irrationalité des gens mais aussi les aider à prendre de meilleures décisions » (ibid., p. 448)

Aalbers : une lecture néo-marxiste de la production de la ville

Si la lecture de Stiglitz, par rapport à celle de Shiller, correspondait à une prise en compte accrue, bien qu'ambiguë, de la structure profondément inégalitaire du modèle capitaliste, cette dernière est explicitement au cœur de l'ouvrage édité par Manuel B. Aalbers²⁹. Ce géographe spécialiste du lien entre crédit immobilier et production de la ville³⁰ aborde ses problématiques européennes et nord-américaines via une entrée résolument néo-marxiste (ou radicale dans le vocabulaire anglophone). Malgré des parcours ou des méthodes différentes, les auteurs de ce livre

²⁸ On ne peut expliciter tous les termes techniques – centraux dans l'économie néo-classique – cités ici (système complet de marchés, agence, externalités ou aléa moral). On renvoie aux ouvrages de référence déjà cités (Cahuc, 1998 ; Guerrien, Gun, 2012).

²⁹ Cette section reprend certains des éléments parus dans une recension pour le compte de la revue *Etudes Foncières* (Boulay, 2012 a)

³⁰ Son livre *Place, Exclusion, and Mortgage Markets* (Aalbers, 2011) a été très remarqué par la communauté et l'a placé parmi les grands spécialistes mondiaux du champ.

revendiquent ainsi tous un socle commun, marqué notamment par H. Lefebvre et D. Harvey, qui signe d'ailleurs la préface de générale de l'ouvrage.

Assis sur de tels fondements, l'ouvrage revendique évidemment une approche alternative à celle de l'économie standard (Dymski, 2012 a, p. 151) dont relève pleinement Shiller et qui influence très fortement Stiglitz. Dans un paragraphe mentionnant explicitement le premier, on lit ainsi :

Economists, in turn, have tended to depict the core problem as failed economic mechanisms. (...) Breakdowns in market mechanisms then can be traced to design problems involving improper reward-punishment criteria in one or more parts of this sequence (Dymski, 2012 b, p. 294)

Tous les auteurs de l'ouvrage adoptent dès lors une attitude opposée à celle des économistes standard en ciblant deux aspects particuliers. Tout d'abord, ils rejettent la réduction de la crise des *subprime* à un simple dysfonctionnement – amendable – du marché³¹. Ce faisant, ils brocardent donc aussi Stiglitz dont l'objectif théorique est de construire une architecture des marchés débarrassée d'« incitations perverses » (Stiglitz, 2010, p. 57) et donc à même de remplir la fonction sociale d'allocation juste des ressources (Stiglitz, 2010, p. 47-49). Deuxièmement, ils dénoncent également le caractère fondamentalement individualiste méthodologique de l'économie standard :

Economists prefer to develop explanations based on the motivations, constrained choices, and incentives of participants interacting in markets. Some begin with the premise that agents supplying and demanding good can achieve socially optimal allocations autarchically; others postulate that government regulations and mandates may be needed to generate social optima (Dymski, 2012 a, p. 165)

En accord avec le corpus théorique auquel ils se rattachent – fondamentalement holiste et attentif aux dynamiques macroéconomiques, les auteurs de l'ouvrage vont délaissier les asymétries d'information et les échecs du marché au profit d'une étude de l'encastrement du marché hypothécaire dans le mouvement global de financiarisation (Newman, 2012, p. 220). Ils sont particulièrement attentifs à deux aspects de cet encastrement des marchés : le rôle des inégalités d'une part, la lecture harveyienne de la connexion mouvements macroéconomiques-production de la ville d'autre part :

The evidence shows that race and geography influenced capital flows in a way that cannot be explained by traditional neo-classical market forces (Hernandez, 2012, p. 211)

Surpluses of money capital in one place can easily be absorbed, therefore, by the building of a new geographical landscape for production, consumption and daily life elsewhere. This does require, of course, adequate techniques of mediation in financial markets and the advent of securitization and various other financial instruments after 1980 or so certainly created new speculative possibilities (Harvey, 2012, p. xvii-xviii)

³¹ Ce que D. Harvey appelle « *[the] seek[ing] [of] a programmatic solution to the malfunctioning, the inequalities, the discriminations, and the like* » (Harvey, 2012, p. xviii)

Dès lors, tout l'enjeu du livre édité par Aalbers est de montrer comment se combinent processus économiques nationaux et globaux et inégalités locales pour produire la ville à l'époque des *subprime*. Cette combinaison est théoriquement appréhendée dans un cadre purement harveyien, qui présente pour nous l'intérêt d'être intrinsèquement géographique en ce qu'il fait de l'espace un opérateur de la crise, et plus largement du capitalisme. Comme Shiller ou Stiglitz, les auteurs utilisent les concepts de titrisation et de financiarisation. En revanche, ils les lient explicitement à l'espace : pour reprendre le titre d'un des chapitres de l'ouvrage, à travers la titrisation, il s'est agi de « créer de la liquidité en dépit de l'ancrage spatial » (Gotham, 2012, p. 25). Cette liquéfaction des actifs immobiliers, qui renvoie bien à une dynamique historique et non à une qualité intrinsèque aux biens (ibid., p. 27), s'insère dans une dynamique globalisée de financiarisation. Cette dernière est conceptualisée comme un cas paradigmatique de *capital switching* du circuit primaire vers le circuit secondaire³² (Harvey, 2012, p. i sq.). Le rôle croissant du circuit secondaire (c'est-à-dire de la finance) dans la création de plus-value est ici directement lié à la production de l'espace. C'est à cette étape de la réflexion que la rupture théorique avec les lectures précédemment exposées est définitive, en engageant notamment une réflexion proprement géographique. Pour Shiller et Stiglitz, et même si cela reste implicite, l'espace est pris en compte dans la conceptualisation de la titrisation : liquéfier un bien immobilier, donc immobile par nature, consiste à rendre possible des échanges de propriété à distance. Le rôle de l'espace s'arrête ici. Chez les contributeurs de *Subprime Cities*, en revanche, l'espace déjà aménagé et structuré est à la source de sa production en cours et à venir :

Henri Lefebvre and David Harvey drew attention to the physical landscape and built environment as a source of and barrier to capital accumulation. As a contingent process of socio-spatial restructuring, capitalist development thereby has to negotiate a “knif-edge path” between preserving the fixed social structures that underpinned and supported past capital investments and destroying these structures in order to create new opportunities for investment. (Gotham, 2012, p. 26)

C'est donc dans ce cadre théorique que se justifie la grande attention portée aux inégalités dans la ville, et notamment aux héritages du *redlining* qui avait historiquement donné lieu à un sous-investissement chronique dans les quartiers pauvres centraux ou péri-centraux :

The urban is the site of racial and ethnic inequalities in housing that can be exploited by brokers and other local actors who have knowledge of these geographies of inequality. (...) The old geography of place-based financial exclusion (redlining) has not disappeared, but has been replaced – and to a large extent reproduced – by a new geography of predatory lending and overinclusion (Aalbers, 2012 b, p. 6)

Dans une perspective néo-marxiste, cette exploitation des inégalités héritées à travers le développement du marché des *subprime* consiste ainsi en des processus assimilables à des processus d'extraction capitaliste ou d'accumulation par dépossession :

³² Il n'est pas possible de développer ici les concepts fondamentaux de *capital switching* et de *spatial fix*. Centraux dans la construction de Harvey qui vise à montrer que l'espace aurait été nécessaire à Marx pour pleinement démontrer son système, ils sont exposés notamment dans le 13ème chapitre de son maître-ouvrage, *The Limits to Capital* (Harvey, 2006, p. 413 sq.)

Boulay G., 2016, « La crise des *subprime* : lectures d'une crise multiscalaire », in Ghorra-Gobin C., Reghezza-Zitt M. (dirs.), 2016, *Entre local et global : les territoires dans la mondialisation*, p. 141-170

The financialization of mortgage markets demands that not just homes but also homeowners become viewed as financially exploitable (ibid., p. 10)

Subprime lending exploits the legal and regulatory loopholes created and justified by risk-based pricing in order to provide profitable opportunities to extract class-monopoly rent (Wyly et al., 2012, p. 243)

En ce sens, et même s'ils en reconnaissent la très forte intensité, tous les auteurs du livre s'accordent à dire que l'épisode des subprime ne fut qu'une figure particulière de la production capitaliste et inégalitaire de la ville (par exemple : Harvey, 2012, p. xvi ; Aalbers, 2012 b, p. 5 ; Sassen, 2012, p. 75).

Conclusion

En guise de conclusion, on dira que la crise des subprime a eu le mérite de favoriser l'énonciation et la clarification de positions théoriques très tranchées. Les liens indéniables entre le courant mainstream de l'économie académique et des choix politiques très concrets de dérégulation a posé question. Tous les auteurs dont on a présenté ici la lecture de la crise reconnaissent ce lien. Cela ne préjuge pas de leurs positions : Stiglitz le dénonce tandis que Shiller le promeut – sur des bases qu'il estime nouvelles il est vrai. M.B. Aalbers note d'ailleurs que le développement de la crise est concomitant d'une période qui a vu, sans doute sous l'effet du recul relatif des approches ricardiennes et marxistes, les sciences sociales se désengager des problématiques financières et économiques. La performativité propre au discours économiques qu'on qualifiera rapidement de « libéral » est ainsi une justification supplémentaire pour encourager les géographes à se saisir des théories d'économie politique, nécessaires à la compréhension de bien des dynamiques structurelles actuellement à l'œuvre.

Bibliographie

Aalbers M.B., 2011, *Place, Exclusion, and Mortgage Markets*, Wiley-Blackwell, 256 p.

Aalbers M.B. (ed.), 2012 a, *Subprime Cities, The Political Economy of Mortgage Markets*, Wiley-Blackwell, 360 p.

Aalbers M.B., 2012 b, « Subprime Cities and the Twin Crises », in Aalbers M.B. (ed.), 2012 a, p. 3-23

Bord V.M., Santos J., « The Rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation », in *FBRNY Economic Policy Review*, 18 (2), p. 21-34

Boulay G., 2012 a, recension de Aalbers M.B. (ed.), 2012 a, in *Etudes Foncières*, n°158, p. 78-79

Boulay G., 2012 b, recension de Shiller R.J., 2012, in *Etudes Foncières*, n° 160, p. 76

Boulay G., 2016, « La crise des *subprime* : lectures d'une crise multiscalaire », in Ghorra-Gobin C., Reghezza-Zitt M. (dirs.), 2016, *Entre local et global : les territoires dans la mondialisation*, p. 141-170

Boulay G., Buhot C. (dirs.), 2013, *Les mots du foncier, dictionnaire critique*, adef, 180 p.

Cahuc. P., 1998, *La nouvelle microéconomie*, La Découverte, 121 p.

Carruthers B.G., 2005, « The sociology of money and credit », in Smelser N.J., Swedberg R. (eds.), 2005, p. 355-378

Dennis M.W., Pinkowish T.J., 2004, *Residential Mortgage Lending. Principles and Practices*, Thomson South-Western

Diop S. 2009, « La crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky », in *Revue de la régulation*, 5 (1), URL : <http://regulation.revues.org/7510>

Dymski G.A., 2012 a, « The Reinvention of Banking and the Subprime Crisis: On the Origins of Subprime Loans, and How Economists Missed the Crisis », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. 151-184

Dymski G.A., 2012 b, « Subprime Crisis and Urban Problematic », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. 293-314

Engel K.C., McCoy P.A., 2011, *The Subprime Virus: Reckless Credit, Regulatory Failure, and Next Steps*, Oxford University Press USA, 368 p.

Gotham K.F., 2012, « Creating Liquidity out of Spatial Fixity: The Secondary Circuit of Capital and the Restructuring of the US Housing Finance System », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. 25-52

Guerrien B., 2002, *Dictionnaire d'analyse économique*, La Découverte, 568 p.

Guerrien B., Gun O., 2012, *Dictionnaire d'analyse économique*, La Découverte, 570 p.

Harvey D., 2006, *The Limits to Capital*, Verso, 478 p.

Harvey D., 2012, « Foreword: The Urban Roots of the Financial Crisis », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. i-xix

Hernandez J., 2012, « Redlining Revisited: Mortgage Lending Patterns in Sacramento 1930-2004 », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. 187-218

Jacquillat B., Levy-Garboua V., 2009, *Les 100 mots de la crise financière*, PUF, 127 p.

Lautier D., Simon Y., 2009, *Les 100 mots des marchés dérivés*, PUF, 127 p.

Manning R.D., 2011, *Credit Card Nation*, Basic Books, 406 p.

Newman K., 2012, « The New Economy and the City: Foreclosures in Essex County New Jersey », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. 219-241

Ortalo-Magné F., 2011, « Crédit immobilier : quels enseignements tirer de la crise des *subprime* ? », in *Regards croisés sur l'économie*, 9 (1), p. 108-116

Boulay G., 2016, « La crise des *subprime* : lectures d'une crise multiscalaire », in Ghorra-Gobin C., Reghezza-Zitt M. (dirs.), 2016, *Entre local et global : les territoires dans la mondialisation*, p. 141-170

Perlstein R., 2007, « The Conservative Politics of Homeownership », in *Revue française d'études américaines*, 113 (3), p. 59-64

Sassen S., « Expanding the Terrain for Global Capital: When Local Housing Becomes an Electronic Instrument », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. 74-96

Schwartz H., « Finance and the State in the Housing Bubble », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. 53-73

Shiller R.J., 2005, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 336 p.

Shiller R.J., 2012, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton University Press, 208 p.

Smelser N.J., Swedberg R. (eds.), 2005, *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton University Press, 752 p.

Stiglitz J.E., 2010, *Le triomphe de la cupidité*, Actes Sud, 516 p.

Stiglitz J.E., 2012, *Le prix de l'inégalité, Les liens qui libèrent*, 540 p.

Wyly E., Moos M., Hammel D.J., 2012, « Race, Class, and Rent in America's Subprime Cities », in Aalbers M.B. (ed.), 2012, p. 242-289

Webographie

<http://www.corelogic.com/>

<http://www.fmarkets.com/>

<http://www.newyorkfed.org/>