

## ● Revues de presse

### Radar 15/12/11 - Eurocrise bancaire : dégâts collatéraux

15 décembre 2011

Les bons du trésor - jusqu'à alors réputés sans risques - sont utilisés sur les marchés monétaires interbancaires comme garantie déposée en gage (collatéral) pour sécuriser un prêt. Dans la période d'incertitude actuelle sur la dette des Etats, seuls les bons allemands - et dans une désormais moindre mesure, français - sont jugés vraiment sûrs. Mais ils sont en quantités largement insuffisantes pour servir de couverture à l'ensemble des refinancements qui s'effectuent quotidiennement entre établissements bancaires.

Cette absence de collatéraux de qualité en quantité suffisante menace donc la liquidité du système et peut dégénérer en crise systémique semblable à celle de 2008.

Cependant, la BCE continue bien évidemment d'accepter ces titres lors de ses opérations de refinancement des établissements bancaires.

C'est ce qui explique que l'émission espagnole du jour a rapporté 6 milliards au lieu des 3 prévus : les banques ont acheté ce qui leur permettra d'obtenir des fonds de la BCE.

Cette situation a donc pour effet de provoquer une reconversion massive des dettes interbancaires en dettes envers la BCE, qui en échange accumule les bons du trésor dont le privé ne veut plus.

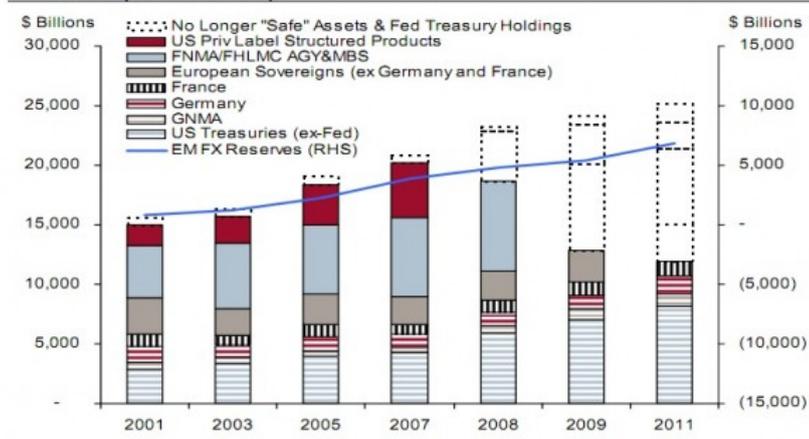
Ironiquement, elle aboutit également à ce que la BCE déclare vouloir éviter mordicus : un refinancement des Etats via le rachat (indirect en l'occurrence) de leur dette. Contre Info

**Mario Draghi s'inquiète de la pénurie de collatéraux qui commence à paralyser le système bancaire** (via FT Alphaville)

ECB'S DRAGHI SAYS SHORTAGES OF COLLATERAL ARE BEGINNING TO EMERGE IN SOME SEGMENTS OF THE FINANCIAL SYSTEM ESPECIALLY FOR THE SMALL AND MEDIUM SIZED BANKS 11:50 15Dec11

RTRS-ECB'S DRAGHI SAYS INTENSIFIED FINANCIAL MARKET TENSIONS CONTINUE TO Dampen ECONOMIC ACTIVITY IN THE EURO AREA ...

#### Exhibit 174: Shrinking universe of "safe" assets in the primary reserve currencies (USD and EUR)



Source: Federal Reserve, Haver Analytics®, Credit Suisse

Graphique : La pénurie mondiale d'actifs utilisables en collatéraux - Source Crédit suisse via [FT Alphaville](#)

### UN MONDE MALADE DE LA DETTE PRIVÉE

**L'obsession actuelle sur la dette publique méconnaît l'essentiel : nous avons assisté à un « supercycle » d'endettement du privé, qui a fait passer la dette des ménages et des entreprises à 300% du PIB dans les pays du G7, note M. Carney, Gouverneur de la Banque du Canada.**

**L'endettement public actuel n'est que second. C'est le résultat du déclenchement des bouées de sauvetage lors de l'éclatement de la bulle du crédit.**

**Comprendre la situation, c'est garder en tête trois déterminants majeurs :**

**I - la croissance nourrie à l'endettement du privé est terminée.**

**II - après les excès de la période précédente, le secteur privé est entré dans une longue phase de désendettement, c'est à dire de réduction de ses dépenses, donc de l'activité.**

**III - la phase de transition devant accompagner ce processus de liquidation de la dette requiert un pilotage politique macro-économique sur plusieurs fronts : restructuration des dettes (et donc du secteur bancaire), inflation, dépenses publiques qui sont seules à pouvoir soutenir l'activité durant la période.**

**Contrairement à ce que prétendent certains politiques qui confondent macro-économie et café du**

Mis à jour le : 15 décembre 2011 17:46



#### Actualité

##### Les Brèves ●

- ▶ [Draghi a tort ; le refus de monétiser va prolonger la crise \(Tim Duy\)](#)
- ▶ [Merkel a tort : ce ne sont pas les déficits publics qui ont provoqué la crise mais l'excès de crédit bancaire \(Robert Sidelsky, Project Syndicate\)](#)
- ▶ [Retour aux fondamentaux : En période de trappe à liquidité, la monétisation n'est pas inflationniste \(Krugman\)](#)
- ▶ [Immobilier : le prix de l'ancien multiplié par 3 depuis 1997 \(Graphique Crédit Agricole\)](#)
- ▶ [Irnalde : le taux de chômage continue d'augmenter et atteint 14,5% \(Central Statistics Office\)](#)
- ▶ [Nécessaire contrôle des mouvements de capitaux \(Gillian Tet, FT - Bank of England\)](#)
- ▶ [Willem Buiter : récession et chômage seront la nouvelle normalité en l'absence d'une méthode de désendettement du privé et du public qui s'affranchisse des règles du marché \(via FT Alphaville - Note C1\)](#)
- ▶ [Métriques : une estimation des nouveaux cours des monnaies nationales après un éclatement de l'euro \(Graphique et chiffres - Nomura via FT Alphaville\)](#)
- ▶ [Métriques : les Etats de l'eurozone devront refinancer 1100 mlds de dette en 2012 - les banques 660 en 6 mois \(Bloomberg\)](#)
- ▶ [Méthane : le feu sous la glace \(videos\)](#)

##### Les Articles ●

- [Juste une image : le PIB de l'eurozone, 3 ans après la crise](#)
- [Radar 15/12/11 - Eurocrise bancaire : dégâts collatéraux](#)
- [Radar 14/12/11 - Eurozone : un pacte d'instabilité et de stagnation, avertit Martin Wolf](#)
- [Schéma de réforme du système monétaire, par Jean Claude Werrebrouck](#)
- [Arctique : un déclin de la banquise sans précédent depuis 1450 ans, par Grant Foster](#)
- [Météo : 2011, nouvelle année de records historiques](#)
- [Emmanuel Todd : une nouvelle caste de riches a pris le pouvoir](#)

**commerce, non, le budget d'un Etat n'est pas comparable à celui d'un ménage. Et ce pour une raison fort simple : un ménage ne produit pas la monnaie qu'il utilise. Un Etat, si.**

**Cette vérité d'évidence est aujourd'hui frappée d'un tabou en Europe, alors qu'elle se traduit en acte aux USA, en Grande Bretagne et au Japon, où les banques nationales facilitent le financement du budget de l'Etat, interdisant de fait les attaques spéculatives sur la dette.**

**Pourtant, l'alternative est claire : faute de faire sauter cet interdit, l'Europe affaiblie va sombrer.**

**Mark Carney : Des économies malades de la dette privée**

These are trying times.

In our largest trading partner, households are undergoing a long process of balance-sheet repair. Partly as a consequence, American demand for Canadian exports is \$30 billion lower than normal.

In Europe, a renewed crisis is underway. An increasing number of countries are being forced to pay unsustainable rates on their borrowings. With a vicious deleveraging process taking hold in its banking sector, the euro area is sinking into recession. Given ties of trade, finance and confidence, the rest of the world is beginning to feel the effects.

Most fundamentally, current events mark a rupture. Advanced economies have steadily increased leverage (l'endettement - ndr) for decades. That era is now decisively over. The direction may be clear, but the magnitude and abruptness of the process are not. It could be long and orderly or it could be sharp and chaotic.

(...)

**USA**

Several factors drove a massive increase in American household leverage. Demographics have played a role, with the shape of the debt cycle tracking the progression of baby boomers through the workforce. The stagnation of middle-class real wages (itself the product of technology and globalisation) meant households had to borrow if they wanted to maintain consumption growth. Financial innovation made it easier to do so. And the ready supply of foreign capital from the global savings glut made it cheaper.

**EUROPE**

Europe's problems are partly a product of the initial success of the single currency. After its launch, cross-border lending exploded. Easy money fed booms, which flattered government fiscal positions and supported bank balance sheets.

Over time, competitiveness eroded. Euro-wide price stability masked large differences in national inflation rates. Unit labour costs in peripheral countries shot up relative to the core economies, particularly Germany. The resulting deterioration in competitiveness has made the continuation of past trends unsustainable. Growth models across Europe must radically change. (...)

**The Implications of Deleveraging**

As a result of deleveraging, the global economy risks entering a prolonged period of deficient demand. If mishandled, it could lead to debt deflation and disorderly defaults...

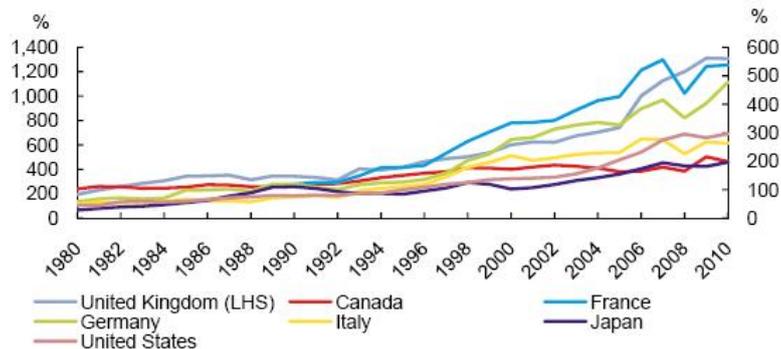
Europe is unlikely to return to its pre-crisis level of GDP until a full five years after the start of its last recession...

**Graphiques**

Mouvements de capitaux

**Chart 4: Capital flows have expanded rapidly**

Gross foreign assets and liabilities as percentages of GDP, annual data



Source: International Monetary Fund International Financial Statistics, International Monetary Fund World Economic Outlook

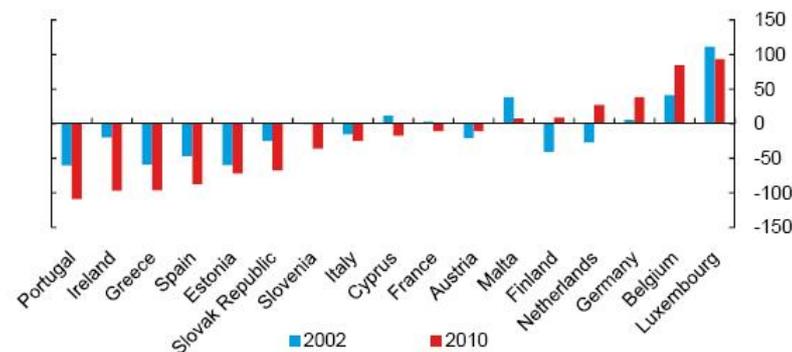
Last observation: 2010

**Accumulation des déséquilibres**

- Radar 9/12/11 - Eurocrise : une grave erreur de diagnostic, rappelle Martin Wolf
- Les politiques de rigueur vont détruire l'Eurozone, par Simon Tilford and Philip Whyte (VO)
- Une crise de désendettement global du secteur privé, Etude CitiGroup

### Chart 2: Euro-area imbalances have widened

Net international investment positions in 2002 and 2010, percentages of GDP



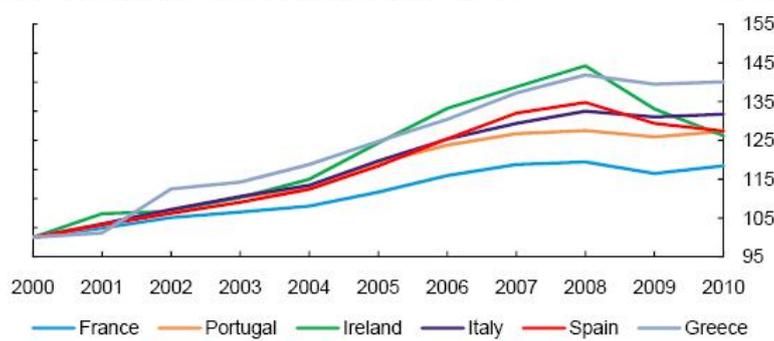
Sources: International Monetary Fund International Financial Statistics, International Monetary Fund World Economic Outlook

Last observation: 2010

Déflation salariale Allemande

### Chart 3: Unit labour costs in peripheral countries up, relative to core

Unit labour costs relative to Germany, annual data, 2000=100



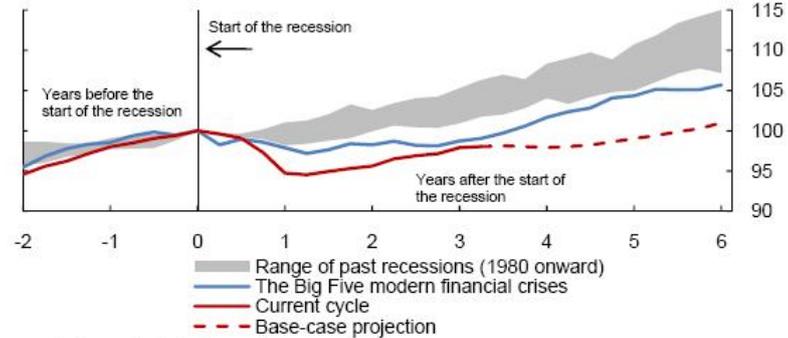
Sources: Deutsche Bundesbank, national statistics agencies

Last observation: 2010

Panne de croissance en europe

### Chart 7: Euro-area recovery was weak, is over

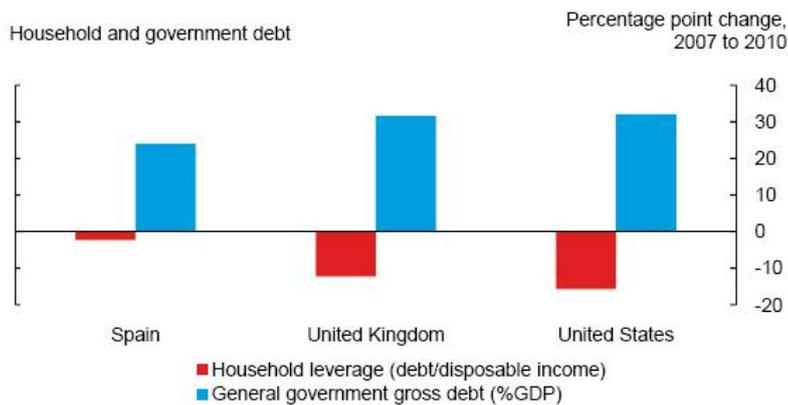
Euro-area real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises include Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992)  
Sources: Eurostat and Organisation for Economic Co-Operation and Development

L'endettement public permet le désendettement du privé

### Chart 8: Private deleveraging, public leveraging



Sources: Bank for International Settlements, IMF World Economic Outlook September 2011

### Radar 14/12/11 - Eurozone : un pacte d'instabilité et de stagnation, avertit Martin Wolf

14 décembre 2011

#### Martin Wolf : A disastrous failure at the summit

Les décisions prises lors du dernier sommet, loin de promettre « stabilité et croissance » comme l'ont affirmé Nicolas Sarkozy et Angela Merkel, vont provoquer des « récessions structurelles durables dans les pays vulnérables », et la monnaie unique va devenir synonyme de « baisses de salaires, de déflation et de récessions prolongées, » avertit l'éditorialiste du Financial Times.

La rigueur budgétaire, en l'absence d'une manne en provenance des exportations, se traduit mécaniquement par une réduction de l'activité du secteur privé. Il est donc « extrêmement difficile d'éliminer les déficits budgétaires » dans les pays qui sont structurellement financés par l'importation de capitaux, sans provoquer une récession prolongée si ces nations sont incapables d'améliorer rapidement leur compétitivité. Cette dernière étant relative par rapport à l'eurozone, cela nécessiterait soit une dégradation de la performance de l'Allemagne, soit que l'ensemble de la zone se transforme en une « méga-Allemagne », perspectives toutes deux aussi improbables.

La zone euro, conclut-il n'a aucun plan crédible pour corriger ses défauts structurels ». En l'absence d'une solidarité budgétaire il n'y aura aucun « mécanisme équilibré permettant un ajustement des économies de part et d'autre de la ligne qui sépare créditeurs et débiteurs »

#### Europe : un objectif de réduction des déficits intenable

La nouvelle mouture de la « loi d'airain » n'est tout simplement pas crédible. Depuis l'introduction de l'euro, seuls la Finlande, l'Estonie et le Luxembourg n'ont jamais dérogés aux critères de Maastricht...

#### Debt, as a percentage of GDP

■ Exceeds the limit set by the Stability and Growth Pact (60% of GDP)

Country	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
Austria	66.2	66.8	66.2	65.3	64.7	64.2	62.3	60.2	63.8	69.5	71.8
Belgium	107.8	106.5	103.4	98.4	94.0	92.0	88.0	84.1	89.3	95.9	96.2
Cyprus	59.6	61.2	65.1	69.7	70.9	69.4	64.7	58.8	48.9	58.5	61.5
Estonia	5.1	4.8	5.7	5.6	5	4.6	4.4	3.7	4.5	7.2	6.7
Finland	43.8	42.5	41.5	44.5	44.4	41.7	39.6	35.2	33.9	43.3	48.3
France	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	64.2	68.2	79	82.3
Germany	60.2	59.1	60.7	64.4	66.3	68.6	68.1	65.2	66.7	74.4	83.2
Greece	103.4	103.7	101.7	97.4	98.6	100.0	106.1	107.4	113.0	129.3	144.9
Ireland	37.5	35.2	31.9	30.7	29.4	27.2	24.7	24.8	44.2	65.2	92.5
Italy	108.5	108.2	105.1	103.9	103.4	105.4	106.1	103.1	105.8	115.5	118.4
Luxembourg	6.2	6.3	6.3	6.1	6.3	6.1	6.7	6.7	13.7	14.8	19.1
Malta	54.9	60.9	59.1	67.6	71.7	69.7	64.1	62.1	62.2	67.8	69.0
Netherlands	53.8	50.7	50.5	52.0	52.4	51.8	47.4	45.3	58.5	60.8	62.9
Portugal	48.5	51.2	53.8	55.9	57.6	62.8	63.9	68.3	71.6	83.0	93.3
Slovakia	50.3	48.9	43.4	42.4	41.5	34.2	30.5	29.6	27.8	35.5	41.0
Slovenia	26.3	26.5	27.8	27.2	27.3	26.7	26.4	23.1	21.9	35.3	38.8
Spain	59.4	55.6	52.6	48.8	46.3	43.1	39.6	36.2	40.1	53.8	61.0

Source: Eurostat

**Deficit, as a percentage of GDP**

■ Exceeds the limit set by the Stability and Growth Pact (-3% of GDP)

Country	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10
Austria	-1.7	0.0	-0.7	-1.5	-4.4	-1.7	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.4
Belgium	0.0	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-2.7	0.1	-0.3	-1.3	-5.8	-4.1
Cyprus	-2.3	-2.2	-4.4	-6.6	-4.1	-2.4	-1.2	3.5	0.9	-6.1	-5.3
Estonia	-0.2	-0.1	0.3	1.7	1.6	1.6	2.5	2.4	-2.9	-2.0	0.2
Finland	6.9	5.1	4.1	2.6	2.5	2.8	4.1	5.3	4.3	-2.5	-2.5
France	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.1
Germany	1.1	-3.1	-3.8	-4.2	-3.8	-3.3	-1.6	0.2	-0.1	-3.2	-4.3
Greece	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.8	-10.6
Ireland	4.7	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.3	-14.2	-31.3
Italy	-0.8	-3.1	-3.1	-3.6	-3.5	-4.4	-3.4	-1.6	-2.7	-5.4	-4.6
Luxembourg	6.0	6.1	2.1	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.7	3.0	-0.9	-1.1
Malta	-5.8	-6.4	-5.8	-9.2	-4.7	-2.9	-2.8	-2.4	-4.6	-3.7	-3.6
Netherlands	2.0	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.5	-5.6	-5.1
Portugal	-2.9	-4.3	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.6	-10.1	-9.8
Slovakia	-12.3	-6.5	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.7
Slovenia	-3.7	-4.0	-2.4	-2.7	-2.3	-1.5	-1.4	0.0	-1.9	-6.1	-5.8
Spain	-0.9	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.3

Source: Eurostat

Source : Eurostat, via FT Alphaville

**Kevin O'Rourke : un sommet mortel**

Depuis la crise de 2008, écrit Kevin O'Rourke, on a appris qu'une politique de réduction des dépenses publiques se traduit bien par une réduction de l'activité économique. Et depuis 2010, l'expérience menée à l'échelle européenne a démenti de façon concluante la thèse affirmant que la rigueur produit de la croissance. Août 2011 a été le mois où la production industrielle a le plus baissé depuis septembre 2009 et les exportations allemandes ont chuté brutalement en octobre.

L'autre leçon de cette crise, note-t-il, c'est que la baisse des salaires nominaux ne suffit pas à éliminer le chômage, même dans un pays « flexible » comme l'Irlande, où le taux de chômage atteint désormais 14,5%, avec pour résultat des revenus de l'Etat inférieurs de 1,6% aux prévisions.

Si cette méthode de dévaluation, reproduisant les tentatives funestes de l'époque de l'étalon or, ne réussit pas en Irlande, comment l'Europe peut-elle croire qu'elles pourrait résoudre la crise des pays en difficulté de l'eurozone, s'interroge-t-il.

L'UE ressemble aujourd'hui à un cas d'école illustrant les impasses d'une union monétaire. L'impossibilité de dévaluer pour restaurer l'équilibre des échanges impose un coût énorme, mais les efforts des gouvernements pour baisser les salaires ou réduire l'activité ne peuvent remplacer une dévaluation. Faire supporter la totalité du poids de l'ajustement aux pays déficitaires est une recette menant au désastre, met-il en garde.

En l'absence d'une union budgétaire assurant des transferts entre régions européennes, l'union monétaire ne peut fonctionner, rappelle-t-il, en prenant exemple sur une hypothétique récession en Louisiane, dont les effets seraient contrebalancés par les transferts en provenance de l'Etat central, jouant un rôle contra-cyclique de stabilisateurs. Au contraire de quoi, le dernier sommet européen a décidé de « constitutionnaliser » les sanctions imposées aux pays en difficulté, ce qui équivaut à mettre en place un mécanisme pro-cyclique d'amplification des récessions.

L'argument selon lequel cette décision était nécessaire pour sauver l'euro ne le convainc pas. L'élément déterminant, selon lui, serait une banque centrale ayant pour mission non pas uniquement l'inflation mais aussi l'emploi, la stabilité financière et la défense de la monnaie unique.

Kevin O'Rourke enseigne l'histoire économique à Oxford.

**Thomas Palley : l'euro a besoin d'une banque d'Etat**

The euro lacks a government banker, like the Federal Reserve or Bank of England, which helps finance budget deficits and keeps rates low on government debt. This explains why the US and UK can borrow at low rates and remain solvent, whereas Spain, which has a roughly similar deficit and debt profile, is under speculative attack.

The lack of a government banker reflects the euro's neoliberal birthmark. Neoliberalism aims to diminish the role of the state and enhance the power of the market, and this goal is reflected in neoliberal monetary theory which guided the euro's design. The theory argues central banks should control inflation, but there should be complete separation between the central bank and government finances.

By adopting this theory, the euro's architects intentionally changed the monetary/fiscal balance. Whereas previous national monetary systems ensured "fiscal dominance" as central banks served governments, the euro instituted "central bank dominance" by stripping governments of access to central bank help in managing public finances. This was done by creating a "detached" central bank that is prohibited from buying government debt. This is fundamentally different from an "independent" central bank which distances its decision-making from government, but is allowed to purchase government debt. The Federal Reserve and the Bank of England are both independent but not detached. The ECB is detached by design.

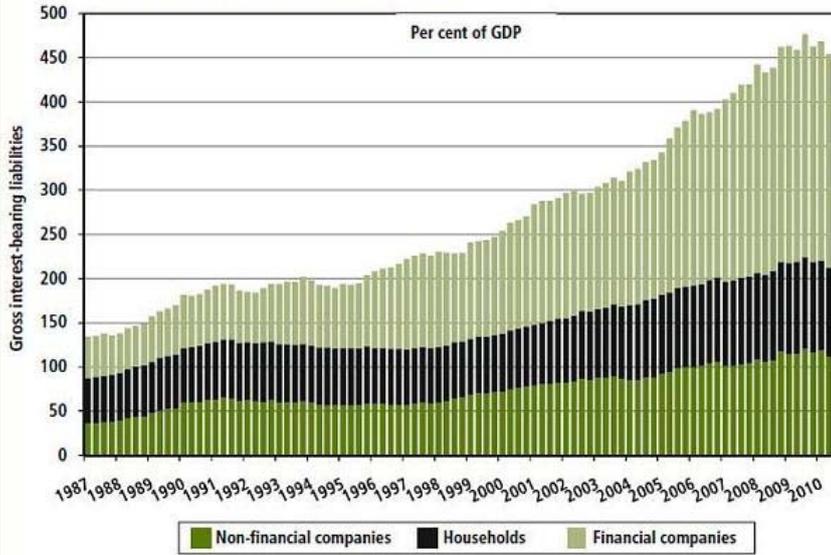
The consequences are enormous. Prior national banking systems made governments masters of the bond market. The euro's architecture makes bond markets master of national governments, and that is the problem.

The solution is to create a European Public Finance Authority (EPFA) that issues collectively guaranteed debt on behalf of eurozone governments which the ECB is allowed to buy. That would enable the ECB to manage governments' interest rates via open market operations, as does the Federal Reserve and Bank of England.

(...)

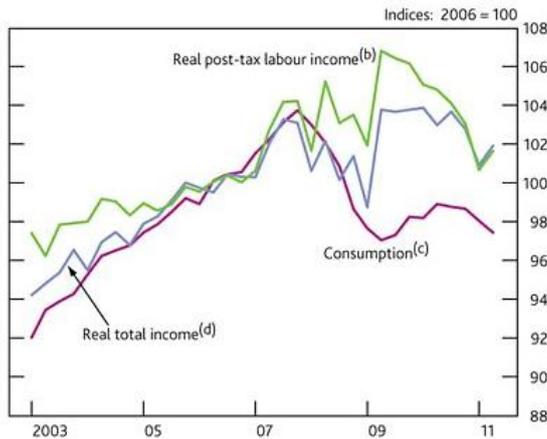
L'Exemple de la Grande Bretagne

Chart 1.1: Private sector debt in the UK



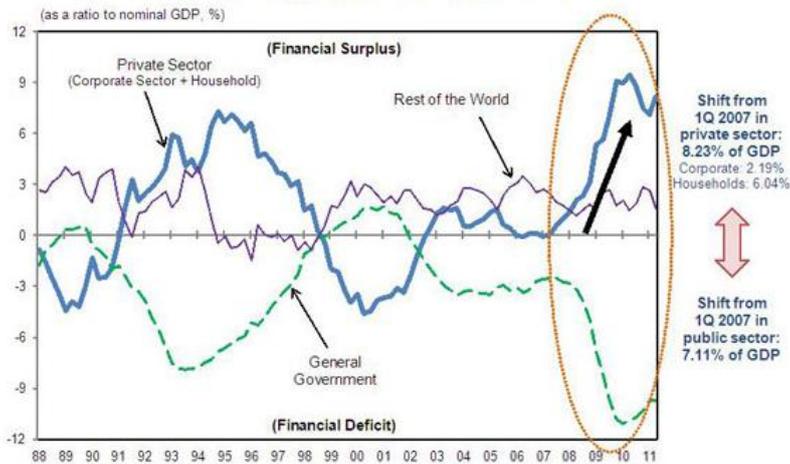
Source: Office for National Statistics.

Comment dégonfler une dette privée (hors secteur financier) dépassant les 200% de PIB ?



Des revenus stagnants, une consommation en baisse...

Financial Surplus or Deficit by Sector

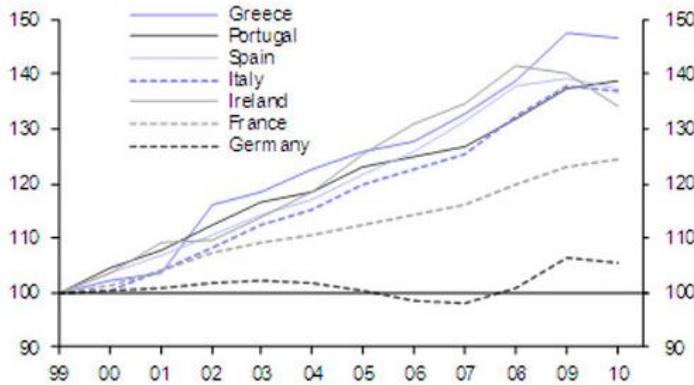


Note: For the latest figures, 4 quarter averages ending with 2Q/11' are used.  
Source: Office for National Statistics, UK

... mais un désendettement financé par les déficits publics.

La réalité de la Dés-Union européenne

## Chart 1: Whole Economy Unit Labour Costs (1999=100)



Pour digérer les coûts induits par la réunification, l'Allemagne a pratiqué une politique de « déflation salariale compétitive », lui donnant un avantage comparatif au détriment des pays de l'Union. Mettre en pratique « l'exemple allemand » signifie s'engager dans une spirale baissière des salaires et de l'activité qui va plonger l'Europe dans la récession.

Source des graphiques : **BBC**

### Radar 9/12/11 - Eurocrise : une grave erreur de diagnostic, rappelle Martin Wolf

9 décembre 2011

Ce ne sont ni la dette, ni les déficits publics qui sont la véritable cause de la crise actuelle, mais les déficits de la balance courante, souligne - encore une fois - Martin Wolf, l'éditorialiste du Financial Times.

Comparant les pays de l'eurozone sur ces trois critères, il démontre sans difficulté que le bien fondé de l'obsession actuelle sur l'équilibre des comptes publics ne résiste pas à l'examen des faits. A titre d'exemple, sur la période 1997-2007, l'endettement de l'Espagne était comparable à celui de l'Allemagne, et les comptes publics excédentaires. Mais durant cette décennie, qui a vu enfler une bulle immobilière, les ménages se sont massivement endettés, financés par l'étranger, créant ainsi une prospérité en trompe l'oeil, basée sur le crédit et la surévaluation d'actifs.

Les ajustements macroéconomiques nécessaires pour résorber les déséquilibres nécessitent « une économie de l'eurozone florissante, une inflation plus élevée et une relance du crédit dans les pays dégagant un surplus », note Martin Wolf. Mais les politiques d'austérité, porteuses de récession, vont au contraire aggraver la situation.

#### Merkozy failed to save the eurozone

...

consider average current account deficits over 1999-2007. On this measure, the most vulnerable countries were Estonia, Portugal, Greece, Spain, Ireland and Italy. So we have a useful indicator, at last. This, then, is a balance of payments crisis. In 2008, private financing of external imbalances suffered "sudden stops" : private credit was cut off. Ever since, official sources have been engaged as financiers. The European System of Central Banks has played a huge role as lender of last resort to the banks...

If the most powerful country in the eurozone refuses to recognise the nature of the crisis, the eurozone has no chance of either remedying it or preventing a recurrence.

Yes, the ECB might paper over the cracks. In the short run, such intervention is even indispensable, since time is needed for external adjustments. Ultimately, however, external adjustment is crucial. That is far more important than fiscal austerity.

In the absence of external adjustment, the fiscal cuts imposed on fragile members will just cause prolonged and deep recessions. Once the role of external adjustment is recognised, the core issue becomes not fiscal austerity but needed shifts in competitiveness. If one rules out exits, this requires a buoyant eurozone economy, higher inflation and vigorous credit expansion in surplus countries. All of this now seems inconceivable. That is why markets are right to be so cautious.

The failure to recognise that a currency union is vulnerable to balance of payments crises, in the absence of fiscal and financial integration, makes a recurrence almost certain. Worse, focusing on fiscal austerity guarantees that the response to crises will be fiercely pro-cyclical, as we see so clearly.

#### Le « miracle » irlandais revisité

Extrait de Lost Decades : The Making of America's Debt Crisis and the Long Recovery, ouvrage de **Menzie Chinn**, reproduit par Matthex Yglesias, Slate.

Irish borrowing turned the country into a major financial center and created a housing bubble that put all others to shame. Between 1997 and 2007 the average house price in Dublin shot up from \$115,000 to \$550,000.

This was remarkable for a medium-size city in a small country with an ample supply of buildable land. By 2007, the average house in Dublin cost two and a half times as much as the median house in America's metropolitan areas, and substantially more than the median house in the New York metropolitan area.

Most of this housing bubble was financed abroad-the net indebtedness of Irish banks to the rest of the world went from 10 percent of GDP in 2003 to 60 percent in early 2008.40

And it was accomplished without any unusual financial developments-no subprime mortgages, no novel approach to securitization. It was just an old-fashioned housing bubble, fueled by old-fashioned foreign borrowing.

**CitiGroup prévoit pour l'Europe une récession pire que celle du Japon** (via FT Alphaville)

Our economists believe the sovereign debt and banking crises are causing a renewed recession in the Euro Area. Beginning in 4Q 2012 [Sic], they forecast real GDP to contract for 6 consecutive quarters.

It is expected to be an especially protracted recession. Not even in Japan, during its lost decades, did real GDP decline for 6 consecutive quarters.

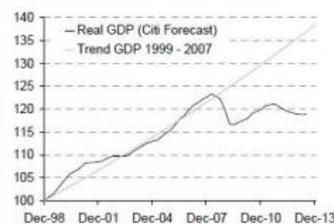
Our economists' Euro Zone forecasts imply real GDP will be some way below the trend established during the first 10 years of Euro inception (Figure 3) and not get back to previous peak levels for many years to come.

Figure 2. Euro Zone Real GDP (Citi F'cast)



Source: Eurostat, CIRA

Figure 3. Euro Zone Real GDP Way Off Trend



Source: Eurostat, CIRA

**Radars 17/11/2011 - Eurozone : l'effondrement**

17 novembre 2011

**La contagion de la panique sur toutes les obligations souveraines hors celles de l'Allemagne se propage à une vitesse qui rend de jour en jour - d'heure en heure, faudrait-il écrire - plus difficile une reprise en main de la situation.**

**La hausse brutale des taux de l'ensemble de l'eurozone indique que depuis ces derniers jours nombre d'établissements financiers tentent de se débarrasser des obligations souveraines qui jusqu'à présent constituaient pourtant leurs actifs les plus liquides et les plus sûrs, servant également de garantie (collatéraux) lors des crédits concédés entre établissements.**

**Chart for FRANCE VS GERMAN 10-YEAR SPREA (.FRGER10:IND)**



**Différentiel des taux Français et Allemands à 10 ans - Bloomberg**

**Comme lors de la crise de 2008, les mécanismes du système amplifient les désordres. Car la crise des souveraines, en désorganisant le marché des « repos », en mettant sous tension les émetteurs de CDS, va rapidement provoquer une crise de liquidité dans le système financier européen, puis transatlantique.**

**Il existait pourtant une solution à même de mettre un terme à la crise de confiance croissante, mais elle n'a pas été utilisée à temps : la fixation par la BCE d'un taux maximum pour les Etats de l'eurozone.**

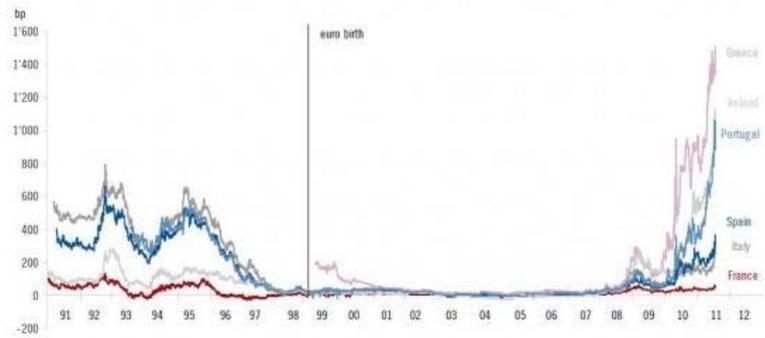
**Concrètement, une telle mesure impliquait que la BCE se soit engagée à soutenir un cours plancher des obligations c'est-à-dire à se substituer aux acquéreurs privés si nécessaire. Loin d'être le précurseur de tous les excès, cette annonce, en garantissant la valeur des actifs en circulation, aurait mis un terme immédiat aux spéculations et anticipations à la baisse, sans pour autant impliquer une monétisation massive : personne ne joue contre un institut d'émission dans sa propre monnaie.**

**La BCE n'a certes pas le droit d'intervenir lors des émissions, mais un gentleman agreement - explicite ou implicite - avec les grands établissements européens peut permettre de contourner cette contrainte, en organisant un circuit court de rétrocession.**

Spreads above levels prevailing before the euro's birth



Euro area: Sovereign spreads vs. 10Y Bunds



Pictet Decision time for monetary union 5

**Faute d'avoir agi à temps, cette option devrait maintenant être appliquée dans l'urgence - et sur des volumes sans commune mesure avec ceux qui étaient requis il y a encore quinze jours, sans quoi les forces de désagrégation à l'œuvre emporteront tout sur leur passage, à commencer par l'Italie, qui sera incapable de refinancer les 300 milliards arrivant à maturité cette année, avec pour conséquence une cascade de faillites bancaires, puis une dépression majeure.**

**Quant aux politiques français - de Nicolas Sarkozy dont l'agenda est toujours aussi chargé d'excursions de candidat non déclaré, à une gauche fort occupée à négocier des sièges - ils n'ont semble-t-il pas pris la mesure de l'implosion qui se déroule sous nos yeux. Contre Info**

**Summary Conclusions**

**The Tipping Point**

- Markets have lost confidence in the EU's institutional structures and framework
- Italy represents a critical new and dangerous phase of the crisis (the "Tipping Point")
- Italy and Spain have € 300 bn and € 120 bn of 2012 issuance (€ 930 billion combined over next 3 years)
  - Italian sovereign bond market is broken
- The "stakes" have never been higher (including the fate of the Euro itself)
- Politics has become "the" obstacle: All 5 "peripheral" countries have had leadership change in 2011
- The economy (recession) has become "the" unknown variable
- Continued Euro bank sector de-leveraging likely under almost any scenario (over \$2 trillion estimate for next 18 months)
- Longer term, external (current account) deficits matter more than fiscal deficits

**Deutsche Bank : Point de basculement**

**Ndlr : Le dernier point évoqué est capital : les déséquilibres des balances courantes traduisent un problème fondamental de l'union - jamais abordé par les traités qui ne se préoccupent que des déficits publics - alors que l'endettement massif du secteur privé durant la dernière période est passé sous silence. Et pour cause. Car penser cette question requiert de penser le profit monétaire et son usage, qui sont un point aveugle de l'école économique dominante.**

**Krugman : Eurogeddon**

Paul Krugman reproduit sur son blog le graphique Bloomberg ci-dessus et renvoie vers un article du FT titré **Eurozone bonds hit by mass sell-off** [les obligations européennes ébranlées par des ventes massives] qui indique que :

des "ventes massives" ont eu lieu mardi, sur les obligations non seulement espagnoles et italiennes mais aussi françaises, autrichiennes, hollandaises et finlandaises.

Les taux italiens et espagnols sont au delà de ce qui permettrait à ces pays de se désendetter.

"Tout le monde est en train de liquider [ses positions] sur les obligations de l'eurozone... Tout le monde se rue vers la sortie", déclare un trader d'une banque américaine.

Krugman signale également un papier d'Ed Harrison sur la perspective d'un défaut de l'Italie, dont il déclare partager la plupart des vues.

« Si les préjugés et une fausse prudence l'emportent, le monde va prendre un tournant majeur vers le pire », conclut-il.

**Ed Harrison : Italian default scenarios ...**

Should the ECB go all-in or not ? There aren't a lot of options.

No one is going to buy Italian bonds at a low yield without a backstop, irrespective of austerity now that the insolvency genie is out of the bottle. With a backstop, some people will.

An Italian default equals the insolvency of the Italian banking system. An Italian default means massive losses for German and Dutch banks and beyond. Any scenario in which there is an Italian default leads to a Depression with a capital 'D'.

The question is a political one and, hence, unpredictable. The Germans (and Dutch) either allow the backstop or face Depression. It's as simple as that.

...

**Money View : vers une crise globale de liquidité**

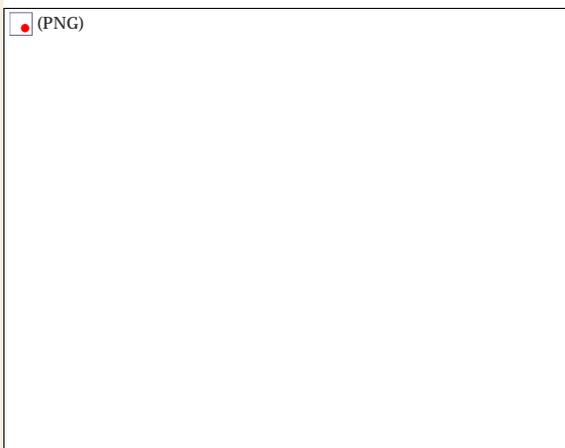
A week ago, Mark Carney, chairman of the Financial Stability Board, warned of emerging global consequences of the escalating eurozone crisis. The problem, he said, is contraction of global liquidity.

What he is worried about, apparently, is disruption of the global funding system as continental European banks retrench. In normal times, these global banks serve as funding intermediaries .... Trouble for these banks means trouble for global credit markets.

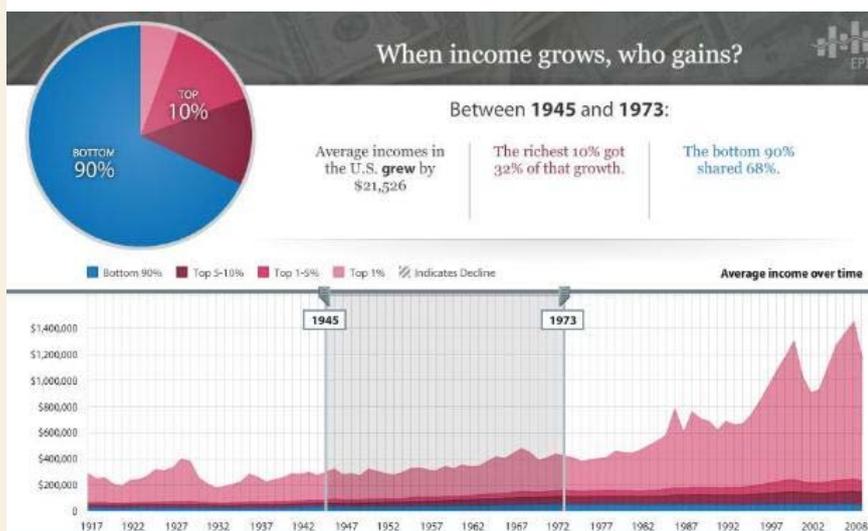
The underlying problem, as everybody knows, is sovereign debt. Once considered riskfree, and accepted at par by the ECB as collateral, today sovereign debt is anything but. Timid purchases by the ECB have perhaps stemmed disorderly rout, but orderly rout is still rout.

**Radars 18/10/11 : un jour, les pauvres en seront réduits à manger les riches**

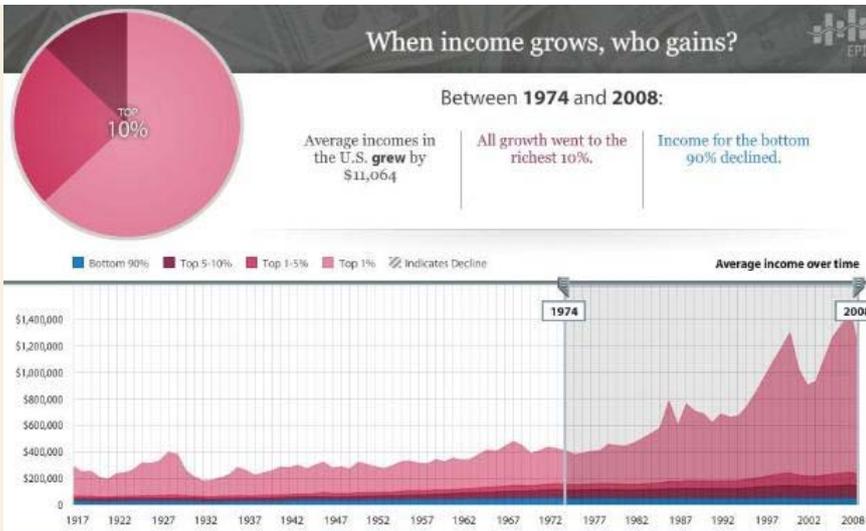
18 octobre 2011



**Des trente glorieuses aux trente piteuses**



Aux USA, de 1945 à 1973, les gains de croissance se sont répartis ainsi : 32% sont allés aux 10% les plus riches et 68% au reste de la population.

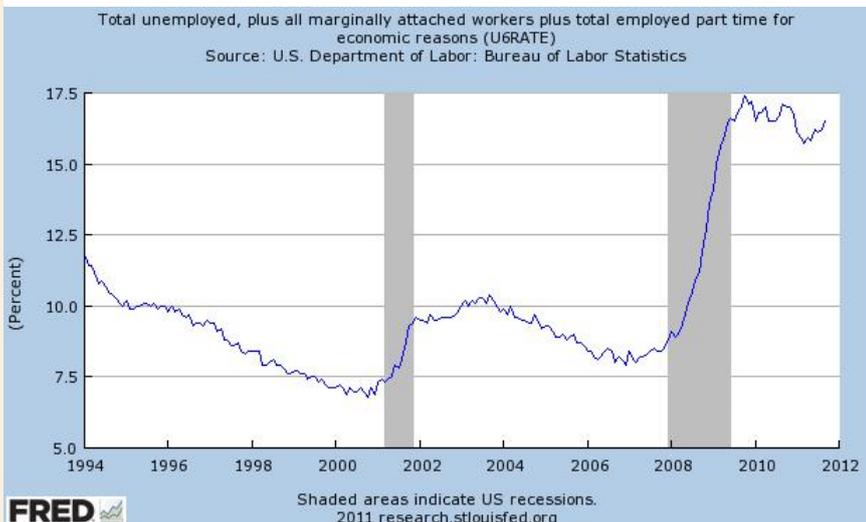


Entre 1974 et 2008, tous les gains de croissance sont allés aux 10% les plus riches. Les revenus des autres 90% de la population ont baissé.

Source : [graphique interactif](#) Working America (Economic Policy Institute), établi à partir des [données](#) (XLS) de l'étude d'[Emmanuel Saez](#) (Université de Berkeley)

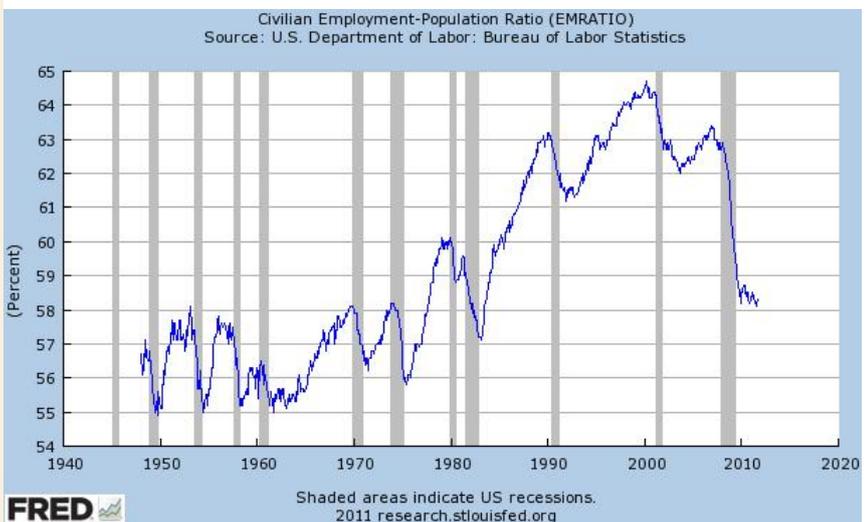
### USA : Etat des lieux

#### Chômage + temps partiel contraint



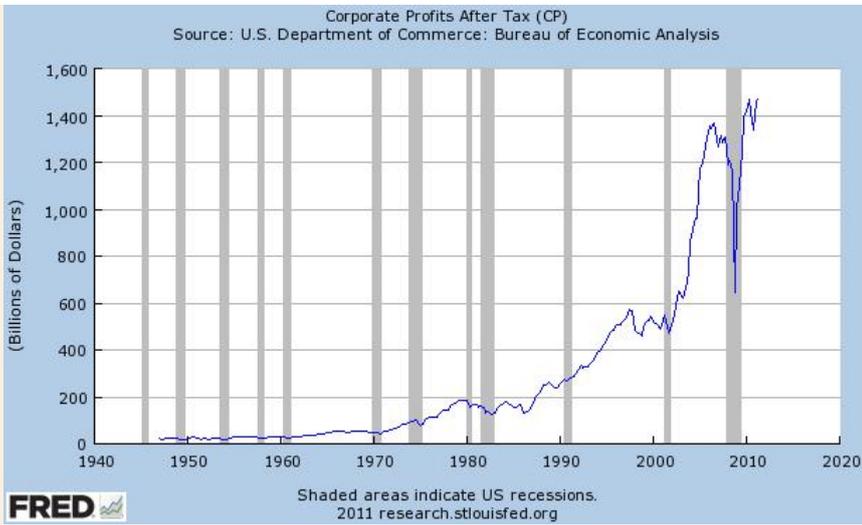
Source : Fed

#### Taux d'emploi



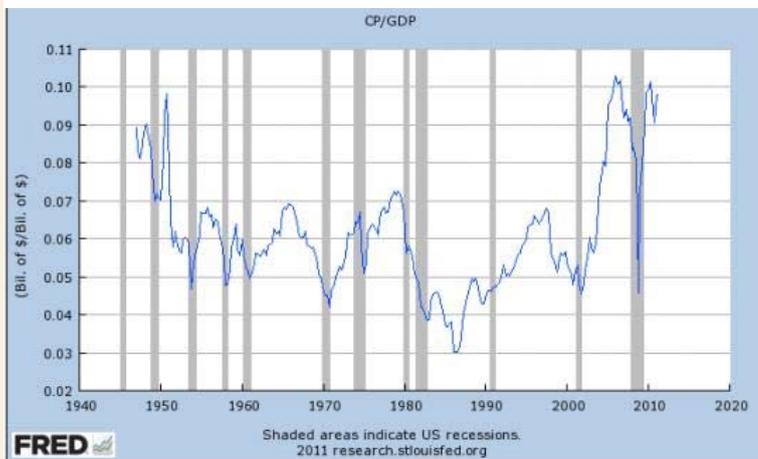
Source

#### Profits après impôts - milliards de dollars



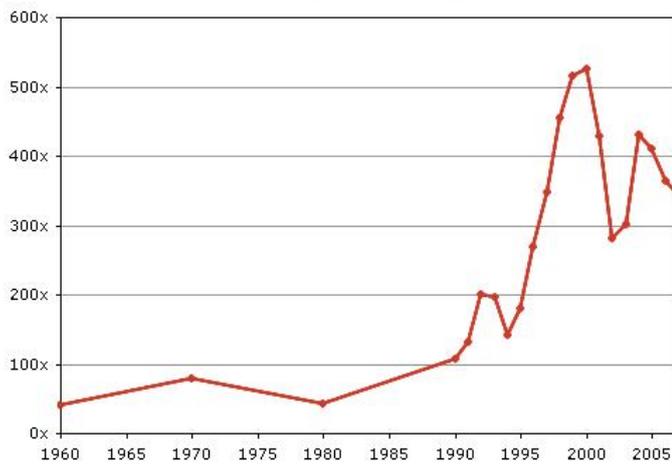
Source

Ratio profits / PIB



Rémunération des Chefs d'entreprises exprimée en multiples du salaire moyen

Figure 8: CEOs' pay as a multiple of the average worker's pay, 1960-2007

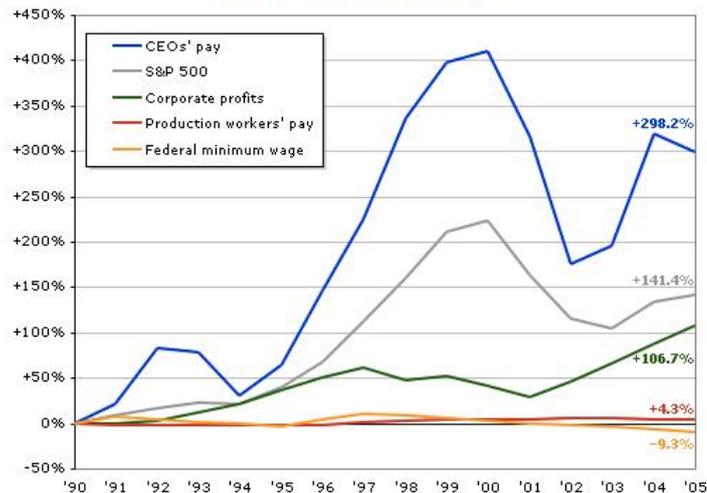


Source: *Executive Excess 2008*, the 15th Annual CEO Compensation Survey from the Institute for Policy Studies and United for a Fair Economy.

Source

Rémunération dirigeants- Indice boursier S&P Profits - Salaire moyen - Salaire minimum

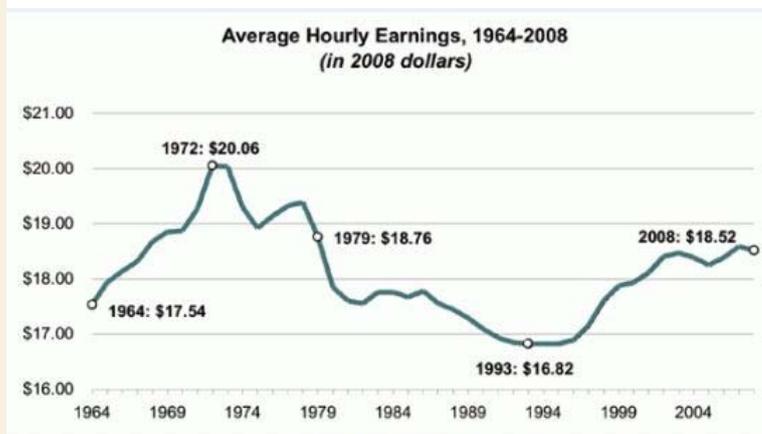
**Figure 9: CEOs' average pay, production workers' average pay, the S&P 500 Index, corporate profits, and the federal minimum wage, 1990-2005**  
(all figures adjusted for inflation)



Source: *Executive Excess 2006*, the 13th Annual CEO Compensation Survey from the Institute for Policy Studies and United for a Fair Economy.

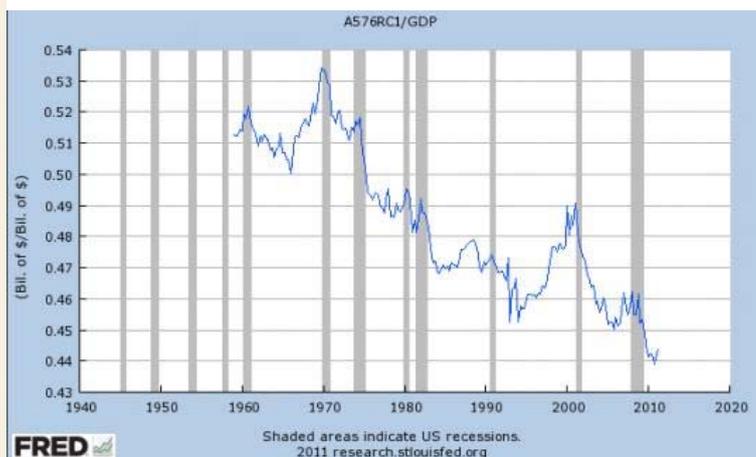
**Source**

Salaire horaire moyen - dollars constants - base 2008

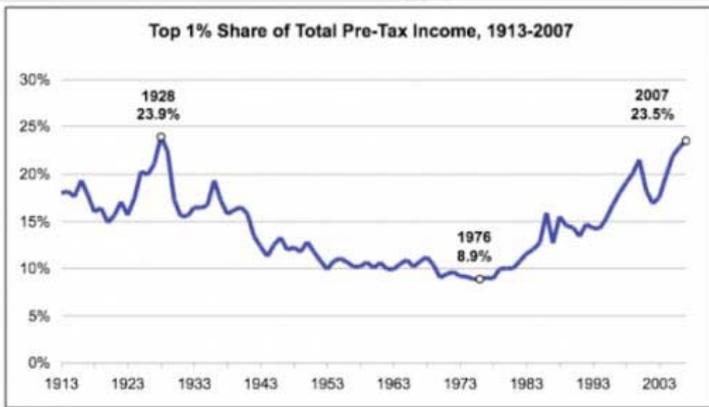


Source: Bureau of Labor Statistics, [Current Employment Statistics](#), Average Hourly Earnings in 982 Dollars. Converted to 2008 dollars with CPI-U.

Part des salaires dans le PIB

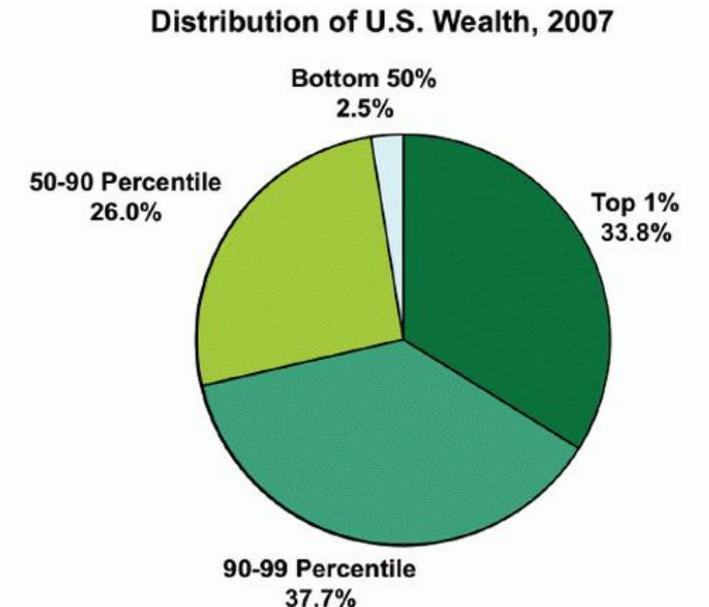


Part du revenu total captée par les 1% les plus riches



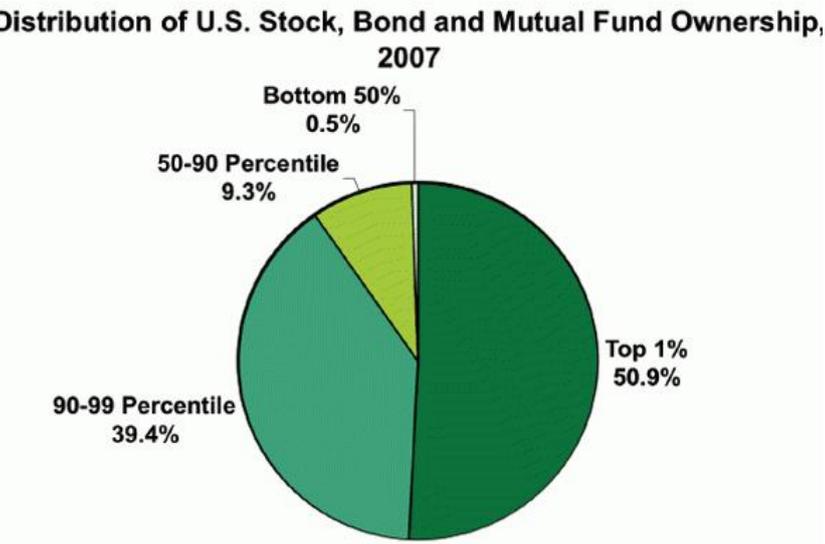
Source: Thomas Piketty and Emmanuel Saez, "Income Inequality in the United States, 1913-1998," *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 2003. Updated to 2007 at <http://emlab.berkeley.edu/users/saez>.

Répartition du patrimoine



Source : Institute for Policy Studies

Répartition des patrimoines financiers



Source : Institute for Policy Studies

Coefficient Gini (indice des inégalités)

**Table 7: Income equality in selected countries**

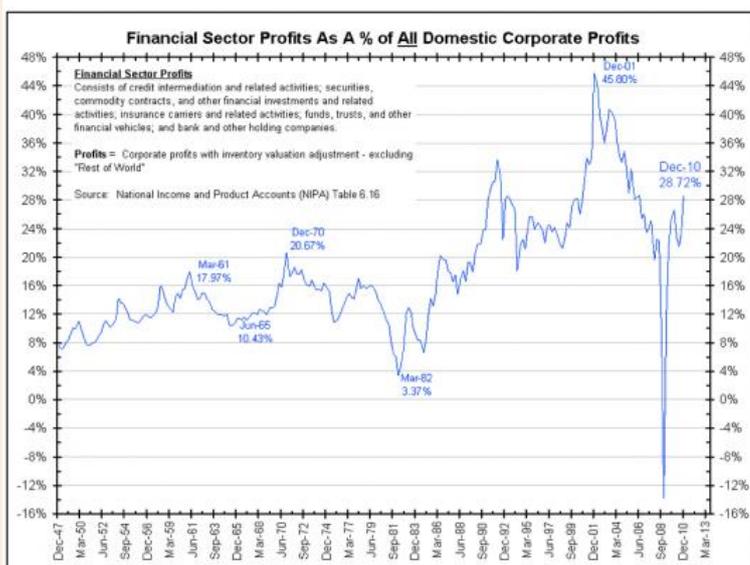
Country/Overall Rank	Gini Coefficient
1. Sweden	23.0
2. Norway	25.0
8. Austria	26.0
10. Germany	27.0
17. Denmark	29.0
25. Australia	30.5
34. Italy	32.0
35. Canada	32.1
37. France	32.7
42. Switzerland	33.7
43. United Kingdom	34.0
45. Egypt	34.4
56. India	36.8
61. Japan	38.1
68. Israel	39.2
81. China	41.5
82. Russia	42.3
90. Iran	44.5
93. United States	45.0
107. Mexico	48.2
125. Brazil	56.7
133. South Africa	65.0

Note: These figures reflect family/household income, not individual income.

Source: Central Intelligence Agency (2010).

**Source**

**Part des établissements financiers dans les profits du privé**



**Radars 10/09/11 : La banquise arctique atteint un minimum historique**

10 septembre 2011

Les scientifiques de l'université de Brême analysent chaque jour les données transmises par le capteur AMSR-E embarqué sur le satellite Aqua de la NASA.

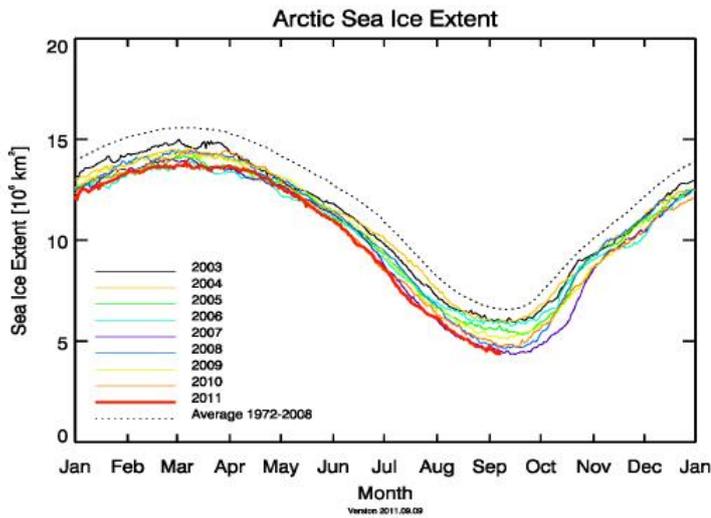
Le 8 septembre, ils ont mesuré une étendue de la banquise de 4,24 millions de km<sup>2</sup>, inférieure au minimum historique de septembre 2007. Ce niveau, observent-ils, n'a sans doute jamais été atteint depuis la période de **l'optimum climatique de l'Holocène**, il y a 8000 ans de cela.

Ils rappellent également que les passages du Nord-Ouest et du Nord-Est sont tous deux largement ouverts, situation jamais observée avant 2008.

En complément, nous proposons une série de liens permettant de suivre jour par jour l'évolution de la banquise en cette fin de saison de fonte.

**Dr. Georg Heygster, université de Brême**

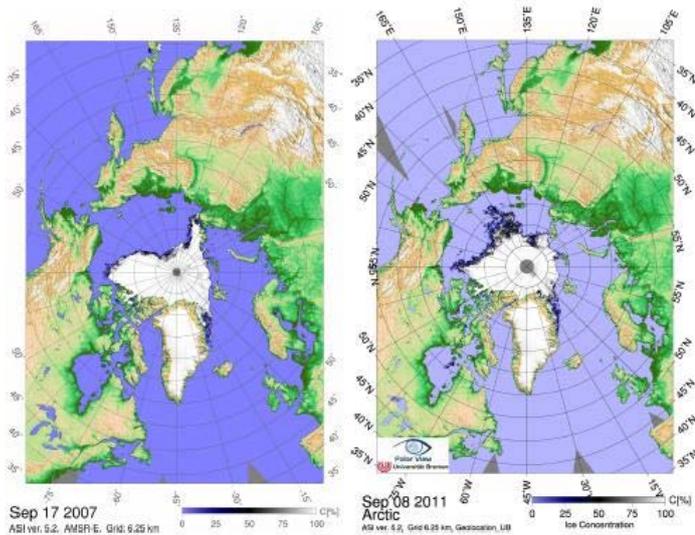
Alerting message from the Arctic : The extent of the Arctic sea ice has reached on Sep. 8 with 4.240 million km<sup>2</sup> a new historic minimum.



Physicists of the University of Bremen now confirm the apprehension existing since July 2011 that the ice melt in the Arctic could further proceed and even exceed the previous historic minimum of 2007. It seems to be clear that this is a further consequence of the man-made global warming with global consequences. (...)

The work group of Georg Heygster at the University of Bremen observes since many years the the sea ice at both poles. With the support of the ESA/GMES project Polar View, daily maps of the sea ice extent are publicly provided at <http://www.iup.uni-bremen.de/seaiice/amstr/>. The retreat of the summerly sea ice since 1972 amount to 50%. (...)

The extent of the Arctic sea ice shows a pronounced yearly cycle, with about 15 million km<sup>2</sup> in March and five million km<sup>2</sup> in September. In 2007 however, it was only 4.267 million km<sup>2</sup>, the previous smallest value since start of satellite observations in 1972, and most probably since the last climate optimum about 8000 years ago. The current value is 27,000 km<sup>2</sup> or 0.6% lower and could even be undercut in the next weeks. The ice maps of the University of Bremen show also that in this year, the Northwest and Northeast passages are simultaneously ice free.



This had happened for the first time in 2008, and in 2009 the German shipping company Beluga has traveled it commercially for the first time. Recently, it was crossed in the record time of 8 days only by a tanker, traveling from Houston, Texas to Map Ta Phut, Thailand. (...)

Observation of the last years show further, that the sea ice thickness reduces, so that the total mass of Arctic sea ice decreases even more drastically than the sea ice extent.

Source : Université de Brême - [Arctic sea ice extent small as never before](#)

Version originale du communiqué de presse de l'université de Brême - [Meereisflächen in der Arktis so klein wie nie](#)

National Snow and Ice Data Center : [étendue de la banquise](#)

Université de Brême : [cartes de la banquise](#)

Artic.io : [image satellite du bassin Arctique](#)

NASA : [mosaïque d'images satellite de l'Arctique](#) , résolution entre 4km et 250m

Nb : Ces sites effectuent une mise à jour quotidienne

**Radars 27 mai 2011 : Financer l'avenir sans creuser la dette**

27 mai 2011

*Revue de presse, document, vidéos*

**Les Echos - 25 mai 2011**

L'ex-fondation Nicolas Hulot propose un ensemble de propositions économiques pour inventer un nouvel outil de financement afin de transformer la société.

Prenant le contre-pied de l'orthodoxie ambiante sur la réduction de la dette et la lutte contre les déficits, elle propose un plan massif d'investissement de 600 milliards d'euros.

(...)

**Interview d'Alain Grandjean****Fondation pour la nature et l'homme : Financer l'avenir sans creuser la dette**

Source (pdf)

Depuis le lancement du Pacte écologique en 2006, la Fondation pour la Nature et l'Homme développe une activité de think tank qui se manifeste par l'élaboration de propositions pour initier la métamorphose de notre société et par leur portage dans le débat public. En juin 2009, la Fondation a lancé son nouveau positionnement « Evolution : Chapitre 2 ». L'objectif : se concentrer sur la recherche de solution en creusant davantage les liens entre enjeux écologiques, sociaux, économiques et institutionnels.

Cinq axes de travail ont pour cela été identifiés parmi lesquels « le financement du long terme ».

Un an de travail et l'implication de plusieurs contributeurs externes à la Fondation ont permis d'écrire la présente note qui a été soumise au débat lors d'un séminaire de réflexion le 30 mars 2011.

Rédaction : Marion Cohen, Alain Grandjean

Contributeurs : Nicolas Bouleau, François Carlier, Julien Dourgnon Gabriel Galand, Gaël Giraud, Jean-Luc Gréau, André-Jacques Holbecq, Medhi Ouchallal, Stéphanie Roy.

Remerciements : la Fondation pour la Nature et l'Homme tient à remercier l'ensemble des contributeurs ainsi que toutes les personnes qui ont accepté de relire ce document et de l'enrichir par leurs critiques et commentaires qu'elles soient en accord ou non avec la proposition présentée ici : Yoland Bresson, Patrick Criqui, Denis Dupré, Jean Gadrey, Christian Gomez, Pablo Grandjean, Patrick Herter, Jean-Marc Jancovici, Jean Jégu, Joseph Leddet, Pierre-Yves Longaretti, Alain Quinet, François Rachline, Henri Sterdyniak, Alain Trannoy, Jean-Claude Werrebrouck.

**PREAMBULE**

Notre modèle de développement se révèle intenable car il mine les conditions même d'existence de l'humanité. Alors que nous atteignons les limites écologiques de notre planète, l'économie actuelle est incapable d'anticiper cette évolution.

Bien au contraire, la recherche exclusive de la croissance des biens matériels accentue le phénomène. Réchauffement climatique, désertification, épuisement accéléré des stocks de ressources naturelles fossiles et renouvelables, dégradation des écosystèmes et des services écologiques que nous en tirons, tous les rapports convergent (voir encadré). Nous sommes en train de détruire le socle naturel dont nous dépendons. Notre modèle économique se révèle également insoutenable socialement tant la misère continue à côtoyer l'opulence en dépit de décennies de croissance.

La récente crise financière a, de plus, démontré sa profonde instabilité intrinsèque. L'humanité se trouve à un moment clef de son histoire : celui de la transition, de la bifurcation vers une société qui, loin de se focaliser principalement sur l'opulence matérielle, tendrait à la recherche de l'épanouissement humain dans les limites écologiques. Pour cela, la construction d'un autre modèle macro-économique est nécessaire.

La présente note a pour objet de proposer un des aspects de la transition : les modalités de financement d'un plan d'investissement dans la transition. Pour cela, il faudra « décongeler » le débat sur le monnaie qui constitue un enjeu démocratiques majeur après 40 ans de pensée unique sur le sujet.

...

**Quand l'activité financière passe avant l'avenir économique, social et écologique**

...

Avec du recul, il est paradoxal que l'absence d'un outil, l'argent, paralyse à ce point les actions destinées à préserver notre avenir. Peut être, est-ce parce que nous avons oublié qu'il s'agissait d'un simple outil, d'un moyen et non d'une fin ?

...

Les règles monétaires qui rendent aujourd'hui impossibles le financement des investissements de long terme, n'ont pas résisté lorsqu'il s'est agi de sauver les acteurs du système bancaire et financier. Fin octobre 2008, les Etats avaient déboursé près de 7 000 milliards de \$3 à cet effet. La logique du « too big too fail » a conduit les autorités publiques à accorder un soutien illimité aux banques et à utiliser des outils dits « non conventionnels ». La plupart des grands principes de la politique monétaire ont, ainsi, été mis de côté pour sauver le système financier.

Pourquoi ce vent de non conformisme est-il abandonné quand vient le tour de la dette publique ?

#### **Redonner à l'Etat son autonomie financière pour mener une politique d'investissement de grande ampleur : permettre l'emprunt à la banque centrale**

Afin de redonner aux Etats les moyens d'investir pour l'intérêt général, la Fondation pour la Nature et l'Homme propose d'adopter des méthodes non conventionnelles semblables à celles utilisées pour sauver les acteurs du système financier.

En pratique, il s'agit de redonner aux Etats la possibilité de faire ce que font les banques privées : emprunter à taux nul ou très faible à la banque centrale.<sup>5</sup> Cette pratique couramment utilisée dans le monde et notamment aux Etats-Unis est interdite dans la zone euro depuis le traité de Maastricht. ... Si le contexte d'exception a été invoqué pour sauver le système financier, ne peut-on utiliser ce même argument pour sortir du marasme économique et préserver l'environnement dont nous dépendons tous ?

#### **La proposition : les emprunts à la banque centrale, troisième voie de financement des Etats**

... Concrètement, il s'agit de permettre aux Etats européens de se financer auprès de leur banque ... il est possible, sans révision des traités, de mettre en place un dispositif proche qui s'inspire des actions entreprises par la Banque Centrale Européenne (BCE) depuis le printemps 2010. Sous la menace d'une nouvelle crise bancaire, elle a racheté aux banques des dizaines de milliards de titres gouvernementaux de pays en difficulté. ...

Notre proposition relève de la même logique. La BCE et les banques centrales nationales ont le droit de racheter des titres d'Etat s'ils leurs sont présentés par des banques dans le cadre d'opérations de refinancement. Cette disposition s'applique également pour les établissements publics de crédit. Nous proposons que l'Etat passe par un établissement public de crédit qui servirait d'intermédiaire avec la banque centrale. ...

#### **Encadrer le dispositif et cantonner son emploi aux investissements de la transition**

Cet outil de financement public serait disponible dans une enveloppe annuelle limitée quantitativement et pour des projets satisfaisant des critères prédéfinis, de manière à ce que les collectivités publiques concernées ne puissent en abuser. Le contrôle de cette faculté de financement par des organes de l'Etat démocratiquement élus apparaît comme un gage de respect des règles de la démocratie et de la république. ...

...

#### **Quels montants ? Quels délais ?**

Nous proposons qu'une enveloppe globale de 600 milliards d'euros soit débloquée au cours des 10 prochaines années pour investir dans la transition économique, écologique et sociale. Ce montant (de l'ordre de 3% du PIB / an) est cohérent avec plusieurs rapports récents portant sur les investissements de transition.

#### **EXEMPLES D'INVESTISSEMENTS À RÉALISER**

- ▶ Investir pour réduire la consommation de ressources
- ▶ Substituer des « technologies propres » aux technologies conventionnelles
- ▶ Investir dans la préservation et la restauration des écosystèmes.

#### **Résorber un déficit historique - celui de 900 000 logements.**

...

L'histoire de ces trente dernières années montre que le seul recours au marché, et aux incitations fiscales envers les particuliers, n'a pas permis de résorber le déficit. Les pouvoirs publics doivent donc assumer ce rattrapage. Il faudrait à minima réduire de 500 000 logements le déficit historique ce qui coûterait environ 100 milliards<sup>54</sup> d'euros sur 10 ans. Ces créations devront être orientées, en priorité, vers le logement social, contribuer à la re-densification de l'habitat afin de ne pas consommer davantage d'espace et obéir à des normes de performance énergétique élevées.

...

#### **La rénovation thermique de l'ancien : s'y mettre vraiment**

...

Le coût de réhabilitation des 800 000 logements sociaux les plus énergivores a été estimé à 12 milliards d'euros.<sup>60</sup> Afin d'accélérer le processus, il conviendrait de prévoir une enveloppe financière de ce montant pour réaliser les prêts afin de rénover 140 000 logements par an pendant 5 ans.

...

#### **La création monétaire d'origine publique est-elle nécessairement inflationniste ?**

Le postulat de base est ici que si l'Etat pouvait de nouveau emprunter à la banque centrale, il ne saurait pas se limiter. Notre proposition vise précisément à limiter strictement le recours à la banque centrale pour financer un programme d'investissement défini. A l'opposé, quand le secteur privé créerait la monnaie, les fonds seraient bien orientés vers les activités économiques. Pourquoi la monnaie créée par les pouvoirs publics, si elle l'est dans les mêmes quantités que la « monnaie privée », serait-elle plus inflationniste ?

(...)

TABLES RONDES



La transition écologique et sociale de nos sociétés nécessite des investissements aujourd'hui non financés, que ce soit par le secteur privé dominé par le court terme ou par le secteur public, privé de moyens. La Fondation propose de recourir à une troisième source de financement pour que les Etats soient en mesure d'investir dans l'avenir : l'emprunt à la banque centrale.

À l'occasion de ce séminaire de réflexion et de travail, la Fondation souhaite proposer à une dizaine d'experts d'échanger et de débattre de sa proposition " Financer l'avenir sans creuser la dette".

Avec la participation de :

- ▶ Nicolas Bouleau, Directeur de recherches à l'école des ponts, chercheur associé au CIRED
- ▶ François Carlier, professeur associé d'économie à l'Université de Paris Sud
- ▶ Jean Gadrey, Professeur émérite d'économie à l'Université Lille1
- ▶ Gaël Giraud, Chargé de recherches en économie au CNRS ; membre de l'Ecole d'Economie de Paris
- ▶ Didier Janci, Directeur du Département Etudes, Planification Stratégique et Développement Durable de la CDC
- ▶ Patrick Herter, Président Financière Roche Noire et Gérant PROXEUS
- ▶ Dominique Plihon, Professeur d'économie financière à l'Université Paris XIII
- ▶ Alain Trannoy Directeur d'étude à l'EHESS, Directeur de recherche au GREQ-AM

#### Minutes du séminaire

I



**Table ronde 1 : Financer le long terme**