

La lettre du CEPN

Centre d'Economie de l'Université Paris Nord

N° 2 – décembre 2007

Sommaire

I - Questions et débats :

The Collapse of Securitization: From Sub-primes to Global Credit Crunch. Robert Guttman

II – Notes de Lecture:

Les déséquilibres financiers internationaux.
Jean Baptiste Gossé.

La question du logement. Fatiha Talahite.

III – Recherches et publications

IV – Agenda

Editorial

Ce deuxième numéro de la Lettre du CEPN est d'abord orienté vers l'actualité, à travers un court article de fond et deux notes de lecture. Robert Guttman, professeur à la Hofstra University, et actuellement professeur invité à l'Université Paris 13, nous présente tout d'abord le développement de la crise des « subprimes », et de ce qui pourrait être au-delà, selon ses propres termes, « la première crise systémique du nouveau régime d'accumulation tiré par la finance ». Deux notes de lecture complètent le tableau. Dans la première, Jean-Baptiste Gossé présente l'ouvrage de Anton Brender et Florence Pisani sur « Les déséquilibres financiers internationaux ». La seconde note pourra surprendre, elle est pourtant, à sa manière, également en phase avec l'actualité : Fatiha Talahite nous y rappelle quelques enseignements que l'on peut tirer de la relecture d'un écrit de Friedrich Engels sur une question aussi ancienne que le capitalisme et qu'il n'a jamais bien résolue (comme nous le montre la crise des

subprimes), la question du logement.

On trouvera ensuite des informations sur l'activité du laboratoire, et plus particulièrement les thèses soutenues ces trois derniers mois, et la liste des documents de travail 2007 du CEPN, qui peuvent être téléchargés sur le site. Sont données enfin des informations sur les séminaires et colloques, qui s'annoncent pour 2008, organisés par le CEPN, ou par d'autres équipes, sur des thèmes proches des axes de recherche du laboratoire, ainsi que des informations et liens utiles pour la collectivité des chercheurs.

N° ISSN en cours

Directeur de publication : Pascal Petit, directeur du CEPN

Rédacteur en chef : Olivier Weinstein

Comité de rédaction : Mamadou Camara, Nathalie Coutinet, George Menahem, Fatiha Talahite, Alexis Saloudjian.

Mise en page : Julie Tardy et Maha Ben Gadha



Maison des Sciences de l'Homme
Paris Nord

The Collapse of Securitization: From Subprimes to Global Credit Crunch

Robert Guttman,

Professeur à la Hofstra University, professeur invité à l'Université Paris 13.

While it is still too early to tell where the global credit crunch of '07 will lead us, this latest financial crisis is well worth analyzing. Acute crisis, with its ruptures, ripples, and shifts across time and space, reveals qualitative aspects of the system's *modus operandi* usually hidden under the veil of normalcy. Any closer look at what has transpired so far may well show this to have been the first systemic crisis of a new finance-led accumulation regime and as such an important stress test for an entire infrastructure of financial markets underpinning this regime¹.

1. The Housing Boom

The origins of the present crisis lay with the decade-long U.S. housing boom and its denouement in 2006. In the mid-1990s favorable demographic trends (e.g. population growth), economic conditions (e.g. interest rates, labor market), and socio-political forces (e.g. ideology of 'ownership society') came together to set off a boom in real estate that soon became a key pillar in the resurgence of the U.S. economy. Fuelling that expansion was the successful launch of a major financial innovation, [the securitization](#) of loans, which transformed the funding of investments in real estate.

The U.S. government, having long supported home ownership with various tax breaks and subsidies, also set up its own specialized lending institutions to assure a steady supply of funds to prospective home-owners. Two of these government-sponsored banks, known as [Fannie Mae](#) and [Freddie Mac](#), have grown into the nation's second- and third-largest lenders respectively, with a combined asset total in excess of \$5.2 trillion². They control about half of America's mortgage market by originating or buying, as well as [insuring and guaranteeing](#), such home-based loans.

¹ For more on the regulationists' concept of a finance-led accumulation regime see Aglietta (1998), R. Boyer (2002), D. Plihon (2003), or B. Coriat, P. Petit & G. Schméder (2006). The notion of systemic risk, associated with major financial crises, is discussed in M. Aglietta & P. Moutot (1993).

² To finance their operations Fannie Mae and Freddie Mac issue their own bonds, known as agency securities, which carry comparatively low rates because of implied government backing.

In the early 1980s these two quasi-public banks found an ingenious way to accelerate their funding capacity. They bundled mortgages into pools and then issued bonds that gave investors a claim on income flows from the underlying loan pool. Offering comparatively attractive yields, such [mortgage-backed securities](#) (MBS) were snapped up by a rapidly growing number of investors. Soon the commercial banks decided to enter the loan-securitization business themselves.

By repackaging their mortgage loans into marketable securities, banks could provide new intermediation services rich in fee income, transfer default risk, and recuperate loaned-out funds quickly to make new loans. Swamped with growing supplies of funds by investors hungry for the relatively attractive yields offered by these new instruments, banks went on a lending spree. In the late 1990s they boosted credit demand by making the refinancing of older mortgages (at lower rates and/or larger amounts) much easier while at the same time offering so-called [home-equity loans](#). Both of these innovations raised the borrowing capacity of American homeowners in line with rising housing prices, allowing them to cash in on their growing wealth without having to sell their home.

As the boom turned into a self-feeding bubble, from late 2004 to early 2006, banks accelerated innovation to target borrowers that would not have qualified in more normal market conditions. So-called piggy-backs, where borrowers take out a second loan to cover their down-payment, made it possible for homes to be bought entirely on debt, with no cash required of one's own. [Alt-A mortgages](#) offered funds at higher interest rates as compensation for not asking borrowers to comply with the usual standards of income, wealth, and credit-history verification. Most important, however, were so-called subprime mortgages given to households with unfavorable credit histories who would compensate for increased credit risk by paying higher rates. In 2006 nearly 40% of all new mortgages were of these non-traditional varieties. The subprime market alone saw 650 securitization deals worth \$539 billion.

The rapid take-off of piggy-backs, Alt-A's and subprimes was not least due to their investment-grade ratings by Moody or Standard & Poor's which allowed their inclusion in the loan pools prepared for securitization. Today we know that such high ratings were not based on objective assessment of default risks, but the result of a conflict of interest which saw these two

rating agencies earn lucrative consulting fees from advising banks how to compose loan pools that, once securitized, would earn high-enough ratings to be marketable (see A. Lucchetti and S. Ng, 2007). Nearly every single issue of MBS over the last three years thus ended up containing a bundle of subprimes carrying similarly or equally high ratings as the rest of the pool. Investors were lulled into believing that they were buying very safe securities. Now that the rating agencies have come under heavy criticism for their initial bias in favor of subprimes, they risk aggravating the crisis through the precisely opposite reaction of excessive downgrading which render those lower-rated securities ineligible for institutional investors (i.e. mutual funds, pension funds) and hence likely to default.

Moody and Standard & Poor's were not the only actors with a vested interest to downplay risks during the U.S. housing bubble. So did also the assessors, hired by banks to estimate the value of the real estate serving as the loan's collateral, the banks' top managers who paid less attention to the creditworthiness of borrowers now that credit risk could be transferred to buyers of MBS, and loan officers aggressively pursuing the higher commissions and rates earned on non-traditional mortgages. Attracting unsuspecting borrowers with very low interest rates, sometimes as low as 1% for the first couple of years, the subprime lenders often did not make it sufficiently clear that these so-called "teaser rates" would be reset relatively soon to much higher levels, up to 18%. Many borrowers never bothered to inform themselves properly about the terms of their mortgage, preferring instead to believe that they could refinance profitably before any reset would make the existing mortgage more expensive. It is worth noting here that key Democrats, notably Barack Obama in the Senate and Barney Frank in the House, are pushing to outlaw a variety of fraudulent practices which the current crisis has revealed to have become widespread in mortgage lending. Obama's bill wants fines paid into a fund set up to help subprime borrowers forestall foreclosure.

The housing bubble burst in mid-2006 when gradual tightening by the Fed, with seventeen consecutive interest-rate hikes over two years, finally started to bite. Housing sales, construction, mortgage lending, and home prices all started to fall precipitously. Amidst this pull-back it did not take long for many overextended subprime borrowers to show signs of stress. When the first major wave of resets towards much higher rates hit in early 2007, it was suddenly clear that perhaps as many as 20% of the subprimes faced likely default in the coming year or two – especially consi-

dering that resets would continue at very high levels throughout 2008. In June 2007 Moody and Standard & Poor's downgraded hundreds of securities based on subprime loans, many of them now below investment grade and hence suddenly no longer eligible for pension funds or mutual funds to invest in. The stage was set for a full-blown financial crisis.

2. The Breakdown of the Securitization Chain

As is typically the case with major financial crises, it is a single event which triggers a sudden shift of sentiment from euphoric greed to panicky fear and so causes a sharp pullback in the credit system. When BNP Paribas suspended two funds on 9 August, its unexpected announcement unleashed a worldwide chain reaction. The reason given for the suspension, an inability to price securitized loans properly in the face of widespread market disorder, revealed that these complex new securities could no longer be priced properly once their base had been impaired by losses. Nobody knows any longer what these securities are truly worth. Just as investors had downplayed, even ignored, inherent risks during the boom, they now went to the opposite extreme of exaggerating those very risks. It did not help that investors knew from the huge bulge of interest-rate resets scheduled over the coming year that the subprime crisis would persist throughout 2008 and early 2009.

If you cannot price securities, then you cannot trade them nor use them as collateral. The market for MBS has, at least for the time being, evaporated. And the spectacular implosion of that market has frozen a whole layer of even more securitized instruments, so-called [collateralized debt obligations](#) (CDOs). Rising from \$80 billion in 2002 to \$500 billion in 2007 in new issues, CDOs bundle different kinds of debt, including corporate bonds, mortgage-backed securities, and credit card debt. Those bundles are then sliced into tranches which represent different degrees of default risk and, when sold off as bonds, offer correspondingly higher yields for greater risk (a securitization practice known as [structured finance](#)).

The prospect of contagion by defaulting subprimes and sharply devalued MBS in their pool has broken the trust in CDOs whose complex and opaque nature makes it impossible to predict their behavior or figure their value under conditions of stress. As a result CDOs, even the higher-rated ones, have seen extreme declines in trading volume and have lost up to 80 percent of their presumed value over the last six

months. This has left the world's leading financial institutions exposed to potentially huge write-downs, such as the \$8-billion and \$11-billion losses announced by Merrill Lynch and Citibank respectively in short order at the end of October 2007. With an outstanding volume of subprime- and Alt-A-related CDOs totaling \$1.3 trillion, the loss-potential is enormous. As growing numbers of CDOs get downgraded by Moody or Standard & Poor's below the investment-grade threshold, they go into default mode and trigger forced asset sales by investors desperate to recover whatever portion of their investments can still be turned into cash. We have only just started that debt-deflation process.

Not only have some of the world's leading banks been already hit hard by the collapse of the CDO market, but other institutions too will see large losses. Many insurance companies, for instance, have amassed significant CDO holdings, as have pension funds. Hedge funds too have been heavy buyers of these instruments, using their CDO holdings as collateral for additional debt to take on. Now that all kinds of financial markets have seen sharp corrections, the high degree of leverage used by these funds to boost returns on capital has backfired³. As falling securities prices have reduced the value of their holdings, hedge funds are forced to sell off assets, often their best ones, to meet their debt obligations. That puts enormous pressure on markets for stocks, bonds, structured-finance products, and currencies. The crisis has also blocked a large number of multi-billion-dollar deals which private-equity funds lined up over the past year in a frenzy of leveraged-buyout attacks that they sought to fund by issuing CDOs. While these losses will materialize gradually over a year or two, the troubles with CDOs have also had the more immediate impact of undermining yet another securitization layer – the market for asset-backed commercial paper (ABCPs). The disruption of the ABCPs in late August and early September 2007 cut off a crucial short-term funding tool for banks, hedge funds, and private-equity funds to leverage up their operations. This spill-over put its bigger cousin, the mainstream commercial-paper market, under pressure as well. With demand for funds there increasingly expensive or altogether unmet, banks suddenly faced a huge wave of client requests for immediate liquidity injections. Such funding requests exploded in the huge inter-bank market just when the

³ The leverage effect, using a lot of debt to keep one's own capital expended to a minimum when acquiring a portfolio, has the considerable advantage of boosting the return on capital for any given price movement, provided its direction is correctly anticipated. But just as it boost returns in reward- yielding situations, the same effect can magnify losses when bets go bad.

banks were gripped by fear and had their hands full with their own losses (including among conduits and special-purpose vehicles they had set up to manage their engagements in CDOs and other securitization products).

With the globally organized inter-bank market becoming quite disorderly in a hurry in late August 2007, central banks all over the world, in particular the European Central Bank and even the Federal Reserve, had to inject emergency funds on a massive scale for a couple of weeks to unblock that chain of interconnected markets. These unprecedented and coordinated "lender-of-last-resort" interventions of the top central banks, followed on September 18 by the Fed's surprisingly large interest-cut of half a percent, had the desired effect of calming the wide range of markets involved and so encourage actors there to return to more normal behavior. But the crisis is not over. All the central banks did was buy some time before the next wave of market panic hits.

3. The Global Growth Dynamic Unhinged

The ongoing credit crunch has raised the prospect of aggravating the U.S. housing downturn to the point where the American economy slips into recession. Key indicators, whether job creation, industrial orders, retail sales, or consumer confidence, already point to significant slowing. Just the near-disappearance of re-financings in the wake of falling home prices has taken a lot of wind out of the consumers' sails. With volume down by 25% and prices 10% lower from the peak, millions of homeowners are getting squeezed as the value of their equity serving as loan collateral falls below the amount of outstanding debt. As resets continue, defaults and foreclosures may spread from subprimes to Alt-A's and piggy-backs, finally to the primes. At this point the U.S. government predicts \$200 billion of losses in the \$3-trillion mortgage market and over 2 million foreclosures by early 2009. Even these scary numbers may be too low, unless banks resume normal lending practices. Over the last couple of months U.S. banks, no longer able to securitize new mortgages and facing large default losses, have significantly tightened their credit standards for mortgages (see F).

Given its size, any slowing of the U.S. economy affects the rest of the world. The United States has in the past two decades run large trade deficits with other advanced capitalist countries (Canada, European Union), emerging markets (Brazil, China, India, Russia), and commodity producers (OPEC) – totaling at this point about \$850 billion per year (or 6.5% of its GDP). Ame-

rican consumers, their spending levels raised (to an unprecedented 72% of GDP) by the decade-long housing boom, have become “buyers of the last resort” for the rest of the world. As the sudden reversal of their fortunes prompts Americans to spend less, other countries will feel pinched. The U.S. housing crisis not only undermines export-led growth in the rest of the world, but also threatens America’s creditors. The United States, like any other excess-spending country, has to borrow from abroad in order to finance its trade deficits – about \$2.5 billion every day. America now owes the rest of the world about \$3 trillion. Of course, the U.S. is not like any other debtor nation. Being the issuer of world money, with more dollars circulating abroad than at home thanks to chronic U.S. balance-of-payments deficits transferring funds to the rest of the world, the United States is in the advantageous position of being able to borrow from other nations in its own currency – a privilege I have elsewhere discussed as global seigniorage (see R. Guttman, 1994). That makes foreign debt much less of a burden, since it can be serviced just by issuing new dollars at home. Without external constraint, Americans can run their economy faster, borrow more, spend more, save less – to the point where the richest country in the world now has a negative personal savings rate of minus 2% of disposable household income.

Having increasingly eschewed the low yields of US Treasuries, foreign investors have gobbled up lots of higher-yielding MBS. Their heavy exposure to America’s mortgage-based securitization layers is now blowing up in their faces. Significant losses have been announced during the last few months all over the world, by a large number of different financial institutions, with new surprises every other day⁴. These losses have proven difficult to manage and digest. The new securitized instruments position investors several layers away from ultimate borrowers, making it difficult to assess their credit-worthiness and anticipate losses. No one knows when and where losses may arise in the pool. That systemic lack of predictability is made worse by the fact that most securitized assets are held off the books, in separate conduits and special-purpose entities. Institutional investors, from pension funds to hedge funds, try to counter the opaque nature of securitization instruments (e.g. CDOs, ABCPs) by using highly sophisticated computer models to price them. But these calculations are only

4 Just during its first month alone (August 2007) the crisis, besides forcing the suspension of two of BNP Paribas’ funds, also necessitated the rescues of German bank IKW and British mortgage lender Northern Rock and sharply higher loss provisions crimping profits of UBS, Deutsche Bank, HSBC, Barclays, Mackarie, and other lenders across the globe.

as good as the assumptions on which they are based. And those imply that there will always be another buyer willing to take on the risks embedded in the securitized pool of loans. In the midst of a crisis-induced panic such an assumption may evaporate rapidly into thin air, as we have witnessed already.

While it is impossible to estimate aggregate losses from the credit crunch of 2007 at this point, we do know that they will be deep and take a year or two to unfold (see, for instance, G. Tett and P. Davies, 2007). Mortgage defaults could easily end up double or triple the \$100 billion they have cost already so far. Banks may have to write down half of their holdings in mortgage-backed securities, with possible losses exceeding \$500 billion of which the leading banks in the United States, Europe, and East Asia have barely recognized a third so far. Losses at so-called structured investment vehicles (SIVs), bank-controlled funds that use ABCPs and CDOs on both sides of their balance-sheet ledgers, already exceed \$100 billion and may deepen if, as now seems likely, a Treasury-supported bail-out plan fails to materialize⁵. Losses at other financial institutions are even harder to predict thanks to more ambiguous loss-accounting rules, especially as pertains to hedge funds, private-equity funds, and corporate pension funds.

While it is still early in the crisis, the destruction of bank capital in the wake of sharply lower share prices and large loss charges promises to be significant. Many of the world’s leading banks will end up seriously undercapitalized, hence in need to cut back their lending, suspend dividends, and rebuild capital. These recapitalization efforts will, if not actually triggering a recession, at least depress growth to very low (1-1.5%) levels for the next couple of years. More dangerous may be the negative mass-psychological impact of a seemingly never-ending series of loss announcements. The longer investors have reason to fear future large losses, the greater the erosion of their confidence and the more likely a recession thanks to mutually feeding lending and spending cutbacks.

4. Finance-Led Capitalism at a Crossroads

The credit crunch of 2007 raises a number of troubling questions about the modus operandi of the new finance-dominated accumulation regime. At the heart of this regime are the banks and the financial markets they support. Both

5 See D. Henry (2007) for more details on the Treasury-favored rescue fund that would use \$80 billion to buy up a chunk of the \$350 billion SIV assets.

Questions et débats

of these are now in distress. Bankers must ask themselves how they ended up footing such a huge bill for so much folly. As they ponder this question, they would do well to reconsider the universal-banking model which the world's leading money-center banks have pursued over the last couple of decades following the removal of long-standing restrictions on banking activities (as in the European Commission's Second Banking Directive of 1989 and America's Financial Services Modernization Act of 1999). Combining commercial banking, investment banking (securities), fund management, and insurance, such integration has made it much easier for banks to introduce new financial products, organize markets for those instruments, and direct tons of liquidity towards those markets. The worst-hit banks will be those most exposed to the high-risk segments of the multi-layered securitization pyramid which they engaged in to compensate for lackluster performance in other areas of universal banking, as has happened to Citibank, Merrill Lynch, UBS, Deutsche Bank, Barclays and others (in contrast to, say, better-balanced JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Credit Suisse, or BNP Paribas). Notwithstanding those individual performance differences, it is dangerous to let our credit system be organized by institutions that do everything under one roof. You need effective in-house "fire-walls" to keep different activities at proper arm's length. Otherwise the temptation for market manipulation in the throngs of asset bubbles becomes irresistible. We have seen too many of our banks guilty of such excess. Normal checks and balances, supposedly carried out by an army of regulators, assessors, rating agencies, intra-firm auditors, and institutional shareholders, did not work adequately to prevent the crisis we are now facing.

Another troubling question, which the ongoing crisis has put into sharper focus, concerns the costs and benefits of financial innovation, a major factor in our story. Representing nothing more than modifications in the terms of contractual promises, new financial products are easily launched. But their ephemeric nature also preempts their protection by intellectual property rights and renders them easily copied. The fleeting nature of the "first-comer" advantage makes for a very short life cycle in financial-product development. Banks are therefore under constant pressure to come up with new ideas. Until now we have generally looked at financial innovation as a positive force. New channels of financial intermediation, such as securitization, derivatives, and structured finance, have helped mobilize a huge community of investors on a global scale and thereby give Americans and other debtors access

to cheap funds from all corners of the world. Such easy access to debt has decoupled income and spending by consumers, hence allowed for a more stable growth pattern. We have only had two recessions in the last twenty-five years, both of them shallow and short (1990-91, 2000-01). But now we are also facing the potentially huge costs of financial innovation exposing unsuspecting investors to risks that are ill understood and to losses that remain hidden off the book until they explode with full force into your face. Combining complexity and opacity, securitization instruments (e.g. MBS, CDOs, ABCPs) have shown themselves vulnerable to sudden market paralysis. And they all have trading platforms involving huge amounts of debt that is used by market players for rapid expansion. Such leveraging is a recipe for great volatility, with any major market disturbance threatening to trigger self-feeding waves of forced asset liquidations in panic selling. Markets are connected, and crises thus spread rapidly from one locus of acute instability to others. It is in retrospect not so surprising that an obscure layer of the U.S. mortgage market could end up paralyzing the inter-bank market, the nerve center of the global economy.

All this raises the question of the regulatory framework aimed at the structure and behavioral norms of the banking system. We now know that the checks and balances of private actors watching each other failed as everyone jumped on the bandwagon of euphoria and greed during the bubble years. We need to set clearer rules for those actors with check-and-balance responsibilities, as is currently being discussed in the U.S. Congress pertaining to mortgage brokers and lenders. And we need more effective government enforcement of those rules. It is also obvious that the globalized nature of finance requires a globally coordinated regulatory response. Unfortunately, the crisis has revealed the limitations of a major effort currently under way in this direction – worldwide implementation of the new capital-adequacy requirements for banks under the auspices of the Bank for International Settlements (BIS), known as Basel II. This new system of supervised self-regulation lets banks determine their own minimum capitalization levels in return for using the most advanced and increasingly sophisticated methods to measure risks⁶.

Unfortunately, banks have seen the actual multiplier dynamic of the credit crunch fall outside

⁶ Basel II seeks to encourage rapid progress by banks in terms of managing default risk, market risk (applying to price fluctuations in markets for securities, derivatives, and currencies), as well as operational risks.

the range of scenarios captured by their risk-assessment models. In other words, bankers could not imagine a crisis dynamic like that. Their models project measurable outcomes, hence assume that there is always someone else willing to buy at some price when you are willing to sell. These models thus take the possibility of risk transfer as a given, provided the price is right. But the crisis has shown us that, once even relatively limited impairments have put into doubt the viability of the base underpinning the layers of securitized products, there is no way to price these claims reasonably, hence no market for them. What are risk-measurement models worth, once all your risk-transfer mechanisms are blocked in a generalized collapse of market confidence?

Long periods of stability, such as the one we have just gone through, breed their own financial fragility by encouraging debtors to take on too much debt and creditors to underestimate risks⁷. The credit crunch of 2007 may well be a warning that once again, as in the late 1960s, we have arrived at a crossroads where a “golden” period gives way to much more turbulence. If this is true, then the questions pertaining to the re-regulation of finance will certainly gain urgency. How can the monetary authorities combine their triple role of regulating banks, managing crises as lenders of last resort, and conducting monetary policy? How can they do this effectively while under pressure from the investor community for tough anti-inflation policies during normal times and massive liquidity injections during periods of crisis? Will the central banks be able to cooperate effectively in the face of typically global crises? What are the needed reforms of the BIS, the International Monetary Fund, the World Bank, and other multilateral institutions so that they may contribute productively to the stability of our economic system? And how can these institutional reforms be put into place in coherent fashion while our international monetary system is moving from six decades of dollar domination to a more multi-polar system where several currencies – the US dollar, the euro, soon perhaps also China’s yuan – compete for global leadership and, with it, the benefit of seigniorage? The slow fuse of the US subprime debacle may give us plenty of opportunity to seek responses to these questions eventually.

References:

Aglietta, M. (1998). *Le Capitalisme de Demain*. Fondation Saint Simon: Paris.

Aglietta, M., P. Moutot (1993). “Le risque de système et sa prévention,” *Cahiers Economiques et Monétaires*, n° 41.

Boyer, R. (2002). *La croissance, début du siècle. De l’octet au gène*, Albin Michel: Paris.

Coriat, B., P. Petit, G. Schméder (eds) (2006). *The Hardship of Nations - Exploring the Paths of Modern Capitalism*, Edward Elgar: Cheltenham (UK).

Greenspan, A. and J. Kennedy (2007). “Sources and Uses of Equity Extracted from Homes”. *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-20. Federal Reserve Board: Washington, D.C.

Guttman, R. (1994). *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*. M.E. Sharpe: Armonk (NY).

Henry, D. (2007). *Dangerous Waters for a Bailout*. *Business Week*, October 18, 2007.

Lucchetti, A. and S. Ng (2007). *Credit and Blame: How Rating Firms’ Calls Fueled Subprime Mess*. *Wall Street Journal*, August 15, p. A1.

Norris, F. and E. Dash (2007). *In a Credit Crisis, Large Mortgages Grow Costly*. *New York Times*, August 12, p. A1.

Minsky, H. (1964). “Longer Waves in Financial Relations: Financial factors in more severe depressions,” *American Economic Review*, 54(3), 324-335.

Minsky, H. (1982). *Can ‘It’ Happen Again?* M.E. Sharpe: Armonk (NY).

Plihon, D. (2003). *Le Nouveau Capitalisme*. *Collection Repères*, La Découverte: Paris.

Tett, G. and P. Davies (2007). *What’s the damage? Why banks are only starting to uncover their subprime losses*. *Financial Times*, November 4, p. A1.

⁷ This is a key argument in the theory of H. Minsky (1964, 1982).

Les déséquilibres financiers internationaux

Anton Brender et Florence Pisani, Collection Repères, La Découverte, 2007¹.

Jean-Baptiste Gossé.

Au printemps dernier, La Découverte publiait « Les déséquilibres financiers internationaux » (DFI) de Brender et Pisani. L'ouvrage permet de faire le point sur cette question qui anime les forums internationaux depuis plusieurs années. Il paraît à la veille de la crise des subprimes après laquelle les doutes sur la solvabilité des ménages et sur la soutenabilité du déficit courant des États-Unis ont été renforcés. Bien que le risque lié au crédit hypothécaire ait été traité, nous verrons qu'il a été quelque peu minimisé. Avant de revenir sur ce point, commençons par un aperçu du contenu de ce livre.

Il est organisé autour de trois grandes parties. Dans la première, les auteurs font la genèse des DFI depuis 1945 et proposent une comparaison entre la globalisation d'avant 1914 et celle d'aujourd'hui. Ils montrent que la libéralisation financière a généré une forte croissance des positions nettes extérieures. Les DFI des deux ères de globalisation sont de même ampleur mais la taille des bilans a atteint un niveau record aujourd'hui et la soutenabilité des déséquilibres s'en trouve modifiée.

La deuxième partie explique la configuration actuelle des DFI. L'approche développée ici s'inspire fortement du Saving Glut de Bernanke : (1) la pression déflationniste générée par la hausse des prix du pétrole et (2) la force récessive créée par le besoin des pays émergents d'accumuler des excédents courants ont été contrebalancées par (3) l'endettement des pays dotés d'un système financier moderne. Les États-Unis ont été contraint de s'endetter pour sauver la croissance mondiale. L'endettement des ménages américains a absorbé ces pressions déflationnistes – et non le déficit public comme on l'entend parfois – car il est très réactif à la politique monétaire de la Federal Reserve. En revanche, l'endettement des ménages européens a été plus faible et a progressé moins rapidement pour deux raisons : l'absence d'objectif de croissance de la BCE et la faiblesse de l'unification du secteur bancaire en Europe qui rend la transmission de la politique monétaire très hétérogène au sein de l'Union. Dans les années 2000, l'essentiel de l'ajustement s'est donc opéré via les ménages américains.

Dans la troisième partie, Brender et Pisani identifient les forces et les faiblesses des déséquilibres actuels. Avec la poursuite de la globalisation – l'augmentation du stock d'actifs étrangers

– l'ajustement du déficit courant américain devrait être de plus en plus facile en raison de (1) la multiplication des gains liés au différentiel de rendement entre actif et passif et de (2) l'efficacité accrue d'une dépréciation du dollar avec l'effet de valorisation jouant sur un actif en devises étrangères plus grand. L'économie américaine présente donc des caractéristiques spéciales qui permettent à la fois de reculer le seuil d'ajustement et de le faciliter. Les auteurs montrent très clairement que ni une augmentation de la propension à dépenser du reste du monde, ni la recomposition du portefeuille d'actifs étrangers de certains pays ne constituent de sérieux risques. Le principal danger serait que le monde dans son ensemble se mette à douter de la solvabilité des États-Unis et refuse de continuer à leur prêter. L'inquiétude se porterait alors sur les ménages américains qui sont le maillon le plus faible. Brender et Pisani estiment que les investisseurs internationaux ne devraient pas s'inquiéter de la situation de ces agents car : (1) les ménages ne s'endettent pas directement auprès des agents étrangers et (2) leurs taux de défaut sont à des niveaux historiquement bas.

Depuis la parution de cet ouvrage la crise des subprimes est survenue. Elle amène à reconsidérer ce dernier point. En effet, le défaut d'une portion significative des ménages américains pourrait provoquer la faillite d'acteurs américains empruntant à l'étranger et accélérer le dégonflement des déséquilibres actuels. L'atterrissage en douceur est toujours le scénario le plus probable mais cette crise a perturbé la confiance des investisseurs internationaux.

Aux États-Unis, la baisse de l'endettement des ménages est inéluctable, seul le tempo reste à définir, et ni les entreprises, ni l'État ne semblent en mesure d'augmenter leur endettement. La création d'infrastructures sociales et le développement du système financier en Asie permettront sans doute de réduire les pressions déflationnistes – et la nécessité pour l'occident d'accepter des déficits courants – mais il s'agit d'un processus long. En attendant l'augmentation de l'absorption asiatique, la zone euro pourrait jouer un rôle. Il faudrait alors parvenir à réformer la construction monétaire européenne pour améliorer l'impact de la politique monétaire sur l'endettement des ménages.

De plus, alors que l'essentiel des DFI des années 2000 est lié aux politiques actives de demande cherchant le plein-emploi aux États-Unis et en Asie, les auteurs rappellent que la zone euro est la seule des grandes zones économiques à ne pas avoir comme objectif explicite le maintien du plein-emploi. Ils terminent sur le constat suivant : « Comment la Banque centrale et les autorités européennes pourront-elles s'opposer efficacement à une volonté des américains ou des japonais d'affaiblir leur monnaie ? Rien n'a été vraiment prévu pour y parvenir ». Ce livre invite une fois encore à prendre conscience des défauts de la construction européenne.

¹ Une version anglaise préfacée par Olivier Blanchard est parue sous le titre : « Global Imbalances : Is the World Economy Really at Risk? ».

La question du logement

de Friedrich Engels (1887) .

Fatiha Talahite.

La crise des subprimes au Etats-Unis, avec ses répercussions en Europe et dans le monde, se présente d'abord sous l'aspect d'une crise financière. Mais derrière, il y a une question aussi ancienne que le capitalisme : La question du logement. C'est aussi le titre d'un ouvrage de Friedrich Engels, publié en 1887¹. Sa relecture sera l'occasion de se demander ce qu'il reste aujourd'hui de l'analyse faite par Engels il y a cent vingt ans et quel est le chemin parcouru depuis dans le traitement de la question du logement. Car malgré les nombreuses solutions expérimentées - dont certaines déjà mises en œuvre et en débat à l'époque, comme l'accession des bas revenus à la propriété - le capitalisme contemporain n'a toujours pas résolu la question du logement. L'ouvrage est la reprise de trois articles écrits en 1872 par Engels pour le *Volksstaat*², en réponse à une série d'articles anonymes³ parus dans le même journal. Dans cette polémique, c'est aux idées de Proudhon qu'il s'attaque. C'est aussi l'occasion pour lui de préciser sa position sur le sujet.

Engels considère que la « crise aiguë » du logement est un « symptôme de la révolution industrielle », transition plus ou moins rapide et brutale selon les pays. Mais le capitalisme une fois installé ne résout pas la question du logement, au contraire. Ainsi, « en Angleterre, depuis soixante ans et plus, la construction simultanée de logements ouvriers à côté de toute grande fabrique rurale a été de règle. (...) Beaucoup de ces villages industriels sont devenus le centre autour duquel s'est ensuite agglomérée une cité industrielle avec tous les maux qu'elle entraîne. Ces colonies n'ont donc pas réglé la question du logement, ce sont elles au contraire qui, dans leur localité, l'ont créée ».

Pour Engels, « la crise du logement ne réside pas dans le fait universel que la classe ouvrière est mal logée. Toutes les classes opprimées de tous les temps ont à peu près également touchées. ». Il l'explique d'abord par la nécessité pour le capital de disposer d'une force de travail libre de toute attache. Pour lui, la question du logement ne peut avoir de véritable solution dans le capitalisme. « Comment donc résoudre la crise du logement ? Dans notre société actuelle, comme toute autre question sociale : en établissant graduellement un équilibre économique entre l'offre et la demande.

Cette solution qui n'empêche pas le problème de se reposer sans cesse n'en est donc pas une ».

« Il existe deux systèmes de logements ouvriers, écrit-il, celui du cottage, où chaque famille ouvrière a sa petite maison avec si possible un jardinet comme en Angleterre, et celui de la caserne avec de grands bâtiments contenant de nombreux logements ouvriers, comme à Paris, Vienne, etc. (...) C'est le système de cottage qui serait le seul indiqué, le seul, dans lequel le travailleur pourrait acquérir la propriété de sa maison (...) mais le système de cottage est irréalisable précisément dans les centres où sévit la crise du logement, à savoir dans les grandes villes, à cause de la cherté des terrains ». Dans les grandes villes en effet, le phénomène de la rente urbaine fait monter le prix des loyers : « l'extension des grandes villes modernes confère au terrain dans certains quartiers, surtout dans ceux situés au centre, une valeur artificielle, croissant parfois dans d'énormes proportions ; les constructions qui y sont édifiées, au lieu de rehausser cette valeur, l'abaissent plutôt, parce qu'elles ne répondent plus aux conditions nouvelles ; on les démolit donc et on les remplace par d'autres (...), surtout pour les logements ouvriers qui sont situés au centre et dont le loyer, même dans les maisons surpeuplées, ne peut jamais, ou du moins qu'avec une certaine lenteur, dépasser un certain maximum. On les démolit et à leur place on construit des boutiques, des grands magasins, des bâtiments publics. A Paris, le bonapartisme avec son baron Haussmann a exploité au suprême degré cette tendance, pour le plus grand profit de la spéculation et de l'enrichissement privé (...). Il en résulte que les travailleurs sont refoulés du centre ville vers la périphérie, que les logements ouvriers, d'une façon générale les petits appartements, deviennent rares et chers et que souvent même ils sont introuvables ; car dans ces conditions, l'industrie du bâtiment, pour qui les appartements à loyer élevé offrent à la spéculation un champ beaucoup plus vaste, ne construira jamais qu'exceptionnellement des logements ouvriers ». En effet, « les loyers doivent couvrir également l'augmentation de la valeur du terrain sur lequel s'élève la maison ainsi qu'une partie de ces loyers représente la rente foncière ». Concernant l'Allemagne, Engels admet qu'« en aucun pays, il n'existe autant de travailleurs salariés qui sont propriétaires de leur logement, mais aussi d'un jardin ou d'un champ ». Mais explique-t-il, c'est parce que l'Allemagne « a fait tardivement son entrée dans le marché mondial ». En réalité, ce qui est en train de se produire dans ce pays, c'est « la transformation de tous les petits propriétaires ruraux en travailleurs industriels à domicile (...), l'extension de la révolution industrielle à la campagne (...). Comme en Irlande pour la rente du propriétaire foncier, en Allemagne les intérêts de

1 Les citations en français sont tirées de Friedrich Engels, *La question du logement*, Editions sociales, 1976. Pour le texte intégral en Anglais, voir <http://www.marxists.org/archive/marx/works/1872/housing-question/index.htm>.

2 Organe central du parti social -démocrate allemand.

3 L'identité de l'auteur - le Dr Mülleberg - fut connue plus tard, lorsqu'il signa sa réponse à Engels.

l'usurier hypothécaire ne peuvent être payés par le rendement du sol, mais uniquement par le salaire du paysan-industriel ».

Cependant, reconnaît Engels, dans le capitalisme, la question du logement ne touche pas seulement la classe ouvrière : « si cette crise du logement fait tant parler d'elle, c'est qu'elle n'est pas limitée à la classe ouvrière, mais qu'elle atteint également la petite bourgeoisie ». Cet aspect de la question est au centre de sa polémique avec les proudhoniens, qu'il accuse d'adopter le point de vue de la petite bourgeoisie⁴. « Proudhon proposait de transformer les locataires en acheteurs à tempérament ; de cette façon, le loyer payé annuellement serait considéré comme un acompte sur la valeur du logement et, au bout d'un certain temps, le locataire en deviendrait propriétaire ». Mais, remarque Engels, « dans la mesure où cette solution proudhonienne de la question du logement renferme des éléments rationnels, pratiquement utilisables, elle est déjà appliquée de nos jours, cette application n'étant point, il est vrai, 'enfantée par l'idée révolutionnaire' mais par la grande bourgeoisie elle-même ». Ainsi, « cette solution que Proudhon estimait très révolutionnaire, est de nos jours pratiquée dans tous les pays par des sociétés de spéculateurs qui, en élevant le prix de location, se font payer 2 ou 3 fois la valeur des immeubles. M. Dollfus et d'autres grands fabricants du Nord-Est de la France ont appliqué ce système pour extraire de l'argent, mais avec, en plus, une arrière-pensée politique ». En effet, « les dirigeants les plus intelligents des classes dominantes se sont constamment efforcés d'accroître le nombre de petits propriétaires pour se constituer une armée contre le prolétariat. (...) M. Dollfus et ses collègues, en vendant à leurs ouvriers de petits logements payables par annuités, cherchèrent à étouffer chez les travailleurs tout esprit révolutionnaire, les enchaînant du même coup avec ce titre de propriété à la fabrique dans laquelle ils travaillaient ; ainsi le plan de Proudhon, loin d'apporter un soulagement à la classe ouvrière, se retournait directement contre elle ».

Engels cite un certain Mr Sax, « bourgeois philanthrope », qui voulait « faire de l'ouvrier (...) un capitaliste par l'acquisition de sa propre maisonnette », mais qui disait que, « comme les patrons doivent pouvoir disposer du logement pour le remplaçant de l'ouvrier, au cas où celui-là viendrait à être licencié, alors il faudrait un accord verbal qui prévoit la révocabilité de la propriété ! ». La réponse d'Engels est économique : « le capital donne le pouvoir de disposer du travail non payé d'autrui. La petite maison du travailleur ne devient donc du capital que s'il la loue à un tiers et alors s'approprie, sous forme de loyer, une part du travail de ce tiers. En l'habitant lui-même, il empêche justement que cette maison devienne

du capital (...). Le travailleur qui possède une maisonnette d'une valeur de mille thalers n'est plus, il est vrai, un prolétaire, mais il faut être M. Sax pour l'appeler un capitaliste ». Il poursuit : « supposons que, dans une région donnée, ce soit devenu la règle que chaque ouvrier possède sa propre maisonnette. Dans ce cas, la classe ouvrière de cette région est logée gratis ; les frais de logement n'entrent plus dans la valeur de sa force de travail. Mais toute diminution des frais de production de la force de travail, c'est-à-dire tout abaissement un peu durable du prix des moyens de subsistance de l'ouvrier, revient (...) à exercer une pression sur la valeur de la force de travail qui entraîne finalement une baisse correspondante du salaire. Celui-ci donc tomberait de la force économisée en moyenne sur le loyer courant, ce qui veut dire que le travailleur paierait le loyer de sa propre maison, non pas comme précédemment sous la forme d'une somme d'argent remise au propriétaire, mais sous la forme du travail non payé exécuté pour le compte du fabricant qui l'emploie. De cette manière, les économies investies par le travailleur dans sa petite maison deviendraient bien dans une certaine mesure du capital...non pour lui, mais pour le capitaliste, son employeur. Mülleberg proposait de réviser la législation concernant la construction et de libérer les industries du bâtiment, afin de construire à meilleur marché. En Angleterre, rétorque Engels, « cette législation est réduite au minimum, les industries du bâtiment sont libres comme l'air, et cependant la crise du logement existe. De plus, on y construit maintenant à si bon marché que les maisons tremblent au passage d'une charrette et que journallement il en est qui s'effondrent ». Le docteur préconisait également le recours à l'Etat pour édifier de « véritables constructions modernes [des casernes' dit Engels] et accorder des prêts aux représentations communales, aux sociétés et aussi aux particuliers dans le but d'améliorer les habitations pour les ouvriers' ». C'est déjà fait en Angleterre, réplique Engels, avec le Public Work Loan Act, et pourtant on peut dire que celui-ci « n'existe que sur le papier », tant les réalisations sont dérisoires en regard des besoins en logements ouvriers. Quant aux prêts aux particuliers, il se demande « de quel crédit peut bien avoir besoin le travailleur, si ce n'est du crédit à la petite semaine ou de celui du Mont de piété ? Et s'il lui est accordé gratuitement ou contre intérêts, même si ce sont des intérêts usuraires comme ceux du Mont de piété, quelle est pour lui la différence », puisque de toutes façons, le profit qu'il pourrait en tirer ferait tomber le prix de sa force de travail ? « Un travailleur pris isolément, peut à l'occasion vendre sa petite maison, [mais] en cas de grève sérieuse ou de crise industrielle généralisée, toutes les maisons appartenant aux travailleurs touchés devraient fatalement être mises en vente et par conséquent ne trouveraient pas d'acquéreurs ou alors il faudrait s'en défaire à un prix très inférieur à celui payé à l'achat ».

4 Marx et Engels reprochent aux socialistes utopiques, dont Proudhon, de ne pas tenir compte des lois objectives de l'économie capitaliste. Voir Karl Marx, Misère de la philosophie, 1847.

Soutenances de thèses:

Cyriac Guillaumin a soutenue le lundi 26 novembre à l'université Paris 13 sa thèse de doctorat en sciences économiques : "*La formation d'une zone monétaire en Asie de l'Est: une application de la théorie des zones monétaires optimales*".

Le jury était composé de : Virginie Coudert (directeur de thèse); Cécile Couharde; Cuong Le Van (directeur de thèse); Jacques Mazier; Valérie Mignon (rapporteur); Alain Sand (rapporteur).

Jean-Stéphane Mésonnier a soutenu le 6 décembre à l'université Paris 13 sa thèse de doctorat en sciences économiques: "*Taux d'intérêt naturel et politique monétaire : quatre essais*".

Le jury était composé de : Damien Besancenot, Professeur à l'Université Paris 13, Christian Bordes, Professeur à l'Université Paris 1 (Rapporteur), Jérôme De Boyer des Roches, Maître de Conférences à l'Université Paris, Valérie Mignon, Professeur à l'Université Paris 10 (Rapporteur), Dominique Plihon, Professeur à l'Université Paris 13 (directeur de thèse), Jean-Paul Pollin, Professeur à l'Université d'Orléans.

Antoine Rémond a soutenu le 6 décembre à l'université Paris 13 sa thèse de doctorat en sciences économiques: "*L'épargne salariale dans le capitalisme financier : un mécanisme de régulation improbable*".

Le jury était composé de : R. Boyer, Cepremap ; B. Friot, Paris X (rapporteur) ; F. Morin, Toulouse 1 (rapporteur) ; P. Petit, CEPN ; D. Plihon, CEPN (directeur de thèse).

Publications :

- Mazier J. and S. Saglio, CEPN-CNRS n°71 15, Paris North University « Interdependency and adjustments in the European Union », International Review of Applied Economics , vol 22 n°1, January 2008.

- Saludjian A., « Le Régime d'Accumulation dans le Cône Sud-Américain depuis les années 1990. Crise de régulation ou crise d'accumulation ? », Revue de la Régulation: Capitalisme, Institutions Pouvoirs, n°1, 2007-2, p. 1-23. <http://regulation.revues.org/document1313.html>.

- Saludjian A., « De los ciclos económicos a la volatilidad macroeconómica: el aporte de M. Kalecki », Ensaïos FEE, ed. FEE, Porto Alegre. 2007-3.

- Saludjian A., « Las elecciones francesas de 2007: Qué políticas económicas para qué política? », El Debate Político. Revista Iberoamericana de Análisis Político, n°6/7, Année 4, Fondo de Cultura Económica, Buenos-Aires, pp. 213-225. 2007-1.

Documents de travail 2007 du CEPN:

- Cyriac Guillaumin, L'Asie de l'Est remplit-elle les conditions d'une zone monétaire optimale ? WP n°19-2007 .

- Jean-Baptiste Gossé, Julio Raffo, Les déséquilibres des paiements internationaux (1967-2002) : croissance, polarisation et financiarisation WP n°18-2007 .

- Nathalie Rey, Les dérivés de crédit : instruments de couverture et facteurs d'instabilité. L'exemple des "Credit Default Swap" WP n°17-2007

- Pierre-André Mangolte, "Marchand" et "non-marchand" dans l'économie des logiciels WP n°16-2007 .

- Donatella Gatti, Public spending, market imperfections and unemployment WP n°15-2007

- Saoussen Ben Gamra, Dominique Plihon Qualité des Institutions, Libéralisation et Crises bancaires; le cas des pays émergents WP n°14-2007 .

- Valérie Revest, Capital risque, intervention publique et marché : le cas des biotechnologies françaises WP n°13-2007 .

- Hélène Tordjman, La construction d'une marchandise : le cas des semences WP n°12-2007 .

- Pascal Petit, Intégration européenne et mondialisation: modernisation et diversité à l'orée du 21e siècle WP n°11-2007 .

- Pascal Petit, Les services et la transformation contemporaine des formes de concurrence WP n°10-2007 .

- Hugues Jennequin, L'évolution de la concentration géographique des activités de services en Europe WP n°09-2007 .

- David Flacher, Révolutions industrielles et évolution des structures de consommation : un nouveau modèle explicatif WP n°08-2007 .

- David Flacher, J.H. Lorenzi, A. Villemeur, Innovation, nature of investment and divergent growth paths: an explanatory model WP n°07-2007 .

- David Flacher, Industrial Revolutions and Consumption: A Common Model to the Various Periods of Industrialization WP n°06-2007 .

- Jacques Mazier, Yong Hyup, Sophie Saggio, Exchange rate regimes, misalignments and interdependency in East Asia [WP n°05-2007](#) .
- Jacques Mazier, Se-Eun Jeong, Luong Thai Bao, Exchange rate policies since the 1990s and lessons from equilibrium exchange rates approach: a comparison of China and Vietnam [WP n°04-2007](#) .
- Fatiha Talahite, Rafik Bouklia-Hassane, Marché du travail, Régulation et Croissance économique en Algérie [WP n°03-2007](#) .
- Angel Asensio, Monetary and budgetary-fiscal policy interactions in a heterogeneous Keynesian monetary union [WP n°02-2007](#) .
- Pierre André Mangolte, Patents, copyright et innovations, les limites de l'utopie propriétaire [WP n°01-2007](#) .

Plus d'informations sur les activités et publications du CEPN sur le site: www.univ-paris13.fr/CEPN/cepn.htm

Quelques liens utiles

- **La Revue de la régulation., Capitalisme, institutions, pouvoirs** se situe dans le prolongement de L'année de la régulation, publiée auparavant par les Presses de Sciences Po. Elle vise à fournir un lieu d'expression pour les analyses s'inscrivant en débat autour des recherches régulationnistes et institutionnalistes. Les deux premiers numéros sont consultables en ligne sur Revue.org : <http://regulation.revues.org>.
- L'Observatoire des inégalités publie "**Inégalités : l'essentiel**", le premier numéro de la série des «Dossiers de l'Observatoire». Cette publication synthétise les principaux éléments d'information sur les inégalités en France : les questions clés et les chiffres de base. Plus d'information à : www.inegalites.fr/spip.php?rubrique180
- **La Pluralist Economics Review**, « the best of free-access economics », peut être consulté en ligne: www.feedblitz.com/f/?newsrss=268315 .Accès libre à des articles, nouvelles, points de vue, revues, , obituaries and economist's blogs. Dans le premier numéro, de novembre 2007, on trouve, entre autres, des articles de Akerlof, Mankiw, Stultz (Sur les Hedge funds), Krugman...
- **La PRESOM Newsletter 3**, novembre 2007, est parue. On peut la télécharger sur le site: www.presom.eu, ou l'on trouvera également toutes les informations, activités et publications du PRESUM (Privatisation and the European Social Model).
- Le numéro d'octobre-novembre 2007 de la **Lettre du Lest** avec un dossier consacré aux «Temporalités, dimension et analyseur des différenciations salariales» (Auteur : Paul Bouffartigue), se trouve sur la nouvelle adresse internet : www.lest.cnrs.fr
- **PEKEA Newsletter** N° 12 Octobre - Décembre 2007 : <http://en.pekea-fr.org/?p=6>
- Le no. 44 de la **Post-autistic economics review** , 9 décembre 2007, est paru. Téléchargeable à : www.paecon.net/PAE-Review/issue44/whole44.pdf . Les numéros précédents peuvent être obtenus à : www.paecon.net
- Accès à la **Heterodox Economics Newsletter**, n° 54, December 2007 : <http://l.web>.

Séminaires et conférences (co)organisés par le CEPN

- *Globalization and Inequality: Are Growth Regimes in Open Economies Bound to be Biased? A Comparative Analysis of the US and Europe in the 2000s*. Seminar organized in Paris, January 17th and -18th 2008, by the CEPN (Centre d'Economie de Paris Nord/ CNRS) www.cepn-cnrs.fr And the SCEPA (Schwartz Center for Economic Policy Analysis)/New School, New York www.cepa.newschool.edu/. With the support of the INEQ, EU FP6 project www.criss-ineq.org and of the MSH Paris Nord www.mshparisnord.org. Pour en savoir plus voir le programme prévisionnel à : http://www.univ-paris13.fr/CEPN/Program_colloque_170108.pdf
- Journée d'étude CEPN - GDRI DREEM, *Démographie, emploi et migrations entre les rives de la Méditerranée*, Vendredi 25 janvier 2008, MSH Paris Nord. Pour plus d'information, voir le site du CEPN: www.univ-paris13.fr/CEPN/cepn.htm
- Séminaire PRIME-DIME, organisé par le CEPN, "*Search regimes and science based markets*". Les 20-22 février 2008, à Paris. Pour plus d'information, voir le site du CEPN: www.univ-paris13.fr/CEPN/cepn.htm
- Conférence internationale: *Gouverner l'entreprise: propriété, institutions, société* - *Governing the Business Enterprise: ownership, institutions, and society*. CNAM, Paris, 22 et 23 Mai 2008. Organisée par le CERAG – Université de Grenoble, le CEPN – Université Paris Nord, et le GREG – CNAM, Paris. Pour information, contacter Yuri Biondi, yuri.biondi@free.fr. Le site internet est en construction, il sera accessible à partir du site du CEPN.
- Séminaire «ARC2» LUNDI 11 février 2008 « *La monnaie dévoilée par ses crises* ». Organisé par F. Lordon, A. Orléan, B. Théret. Voir le site : www.arc2.org/ .

Autres manifestations

- *Studying Path Dependencies of Businesses, Institutions, and Technologies*; Research Conference at the Freie Universität Berlin School of Business and Economics February 28-29, 2008: www.pfadkolleg/conference2008
- *Developing Quantitative Marxism*, 3rd-5th April 2008, Burwalls Hall, University of Bristol, organize par la School of Economics, University of the West of England, Bristol: carecon.org.uk/QM/
- Workshop: *Efficiency and Productivity in Banking Industry*; organised by the European Research Group (Groupement de Recherche Européen (GDR)) "Money, Banking & Finance" (Monnaie Banque Finance) jointly with LEM-IESEG School of Management and EQUIPPE. April 23rd, 2008, IESEG School of Management, Lille. Completed papers must be submitted to BOTH electronic addresses before February 1, 2008: jp.boussemart@iesege.fr & dhafer.saidane@univ-lille3.fr.
- *6th Annual International Industrial Organization Conference* in Arlington, Virginia, United States from 16. May 2008 to 18. May 2008. Deadline for paper submission: 15. January 2008. Further information at: www.ios.neu.edu
- *The 3rd International Conference on Intellectual Property in Agriculture* in Amman, Jordan from 30. March 2008 to 31. March 2008. Deadline for paper submission: 15. February 2008. Further information at: www.tc-center.com
- *10ème Journées d'Economie Expérimentale* in Dijon, France from 15. May 2008 to 16. May 2008. Deadline for paper submission: 14. February 2008. Further information at: www.escdijon.eu/fr/evenement/jee2008.asp
- *The Industrial Organisation of Securities Markets: Competition, Liquidity and...* in Frankfurt, Germany from 13. June 2008 to 14. June 2008. Deadline for paper submission: 15. January 2008. Further information at: www.ifk-cfs.de/index.php?id=1302&L=0
- *International Workshop in Economic Geography* in Barcelona , Spain, from 20. June 2008 to 21. June 2008. Deadline for paper submission: 15. February 2008. Further information at: <http://idea.uab.es/worecogeo/>

- *EcoMod2008: International Conference on Policy Modeling* in Berlin, Germany , from 2. July 2008 to 4. July 2008. Deadline for paper submission: 31. January 2008. Further information at: www.ecomod.net/conferences/ecomod2008/ecomod2008.htm
- *Tenth Anniversary Conference of the Association of Heterodox Economics (AHE)* will be held at Anglia Ruskin University, Cambridge, United States From Friday 4th to Sunday 6th July 2008. For more information at: www.open.ac.uk/socialsciences/hetecon/2008/2008callforpapers.pdf or visit the Heterodox Economic Portal at: www.hetecon.com/
- XXIV Journées du Développement de l'Association Tiers-Monde : *Économie de la connaissance et développement*, Saint Louis du Senegal, 20-21-22 mai 2008. Date limite d'envoi des propositions de communication : 8 janvier 2008. Site web : cournot2.u-strasbg.fr/users/beta/index.php.
- International conference: DIME - DRUID *Fundamental on Open and Proprietary Innovation Regimes: Opportunities and Limitations of the Open Source Model of Innovation and the Role of Intellectual Property Rights*. June 17, 2008 at Copenhagen Business School, Copenhagen, Denmark Submission of final paper: 31 March 2008. Download Call for papers and participation: www.dime-eu.org/wp14/conferences/ipross
- International conference: DIME *The Creative Industries and Intellectual Property*. May 22-23, 2008, Bloomsbury, London, UK : www.dime-eu.org/wp14/conferences/creative-industries
- APORDE - *African Programme on Rethinking Development Economics* May / June 2008 Stellenbosch, South Africa. Organised by The Department of Trade and Industry (DTI) with the Embassy of France in South Africa and the French Institute of South Africa (IFAS). Provisional Programme: www.ifas.org.za/aporde/sitemgr/article/programme-2008/email-link. Aporde website: www.aporde.org.za
- 5th EUROFRAME CONFERENCE ON ECONOMIC POLICY ISSUES IN THE EUROPEAN UNION *Ten years of a common currency: achievements and policy challenges in the euro area*. Friday, 6 June 2008, Dublin, Ireland. Information and call for paper at : www.euroframe.org/fileadmin/user_upload/euroframe/docs/2008/Call_EUROF_june08.pdf
- Les 25èmes journées d'économie monétaire et bancaire, organisées par le GDRE auront lieu à l'Université du Luxembourg (Luxembourg), les 19 et 20 Juin 2008. Voir le site : www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/appel2008.htm
- SASE 2008 meeting: *Economic Flexibility and Social Stability in the Age of Globalization*. University of Costa Rica, San Jose, Costa Rica July 21-23, 2008. Deadline for submitting proposals: January 15, 2008. Download Call for papers and participation: www.sase.org/dmdocuments/callforpapers08.pdf . Site internet de SASE (Society for the Advancement of Socio-Economics): www.sase.org/index.php.
- The 10th International Post Keynesian Conference. Theme: *Post Keynesian Economic Policy* June 29 - July 1, 2008 Kansas City- Missouri USA. More information will be forthcoming at www.cfeps.org and www.generaltheory.org websites.
- *XI Summer School on Economics and Philosophy (2008): Social Norms* A summer school organized by the University of the Basque Country and the Urrutia Elejalde Foundation.San Sebastián, July 14-17 (2008). Deadline for paper submission: January 31, 2008. Further information at: www.urrutiaelejalde.org/SummerSchool/2008.html
- *3rd Annual Conference of the EPIP Association* (European Policy for Intellectual Property) in Lausanne, Switzerland from 3. October 2008 to 4. October 2008. Further information at: www.epip.eu/conferences/epip03/
- Colloque: *Les mots du développement :genèse, usages et trajectoires*. 13 - 14 novembre 2008, Paris. Équipes organisatrices : Association Recherche et Régulation, Centre d'Économie de la Sorbonne - Université Paris1, Centre de Recherche Politique de la Sorbonne (CRPS), CRISEA -Université de Picardie Jules Verne, GEMDEV, IRISES - Université Paris Dauphine. Les propositions de communication sont à envoyer, pour le 1er mars 2008 au plus tard, au secrétariat du colloque : colloquelesmots@gmail.com.