

LA GOUVERNANCE DES ORGANISATIONS PUBLIQUES DANS L'ECONOMIE DU 21E SIECLE  
*Atelier B – Ressources pour des services de qualité: financement, ressources humaines,  
participation des usagers*  
Rouen, 9 juin 2017 - Pôle des sciences du tertiaire, Amphi 600, 3, avenue Pasteur

*Quelques réflexions sur le financement des investissements nécessaires : le rôle potentiel  
des banques publiques*

*Massimo Cingolani - Banque Européenne d'Investissement (\*)*

(\*) Les opinions exprimées le sont à titre personnel

Draft du 1.6.2017

Ce texte présente une réflexion sur le financement des investissements qui s'appuie sur une expérience d'une vingtaine d'années dans le financement par prêts Bei et subventions européennes de projets publics et privés situés en grande partie dans les pays de l'adhésion et dans "les nouveaux pays membres". En restant conscient des limites imposées par la brièveté, l'auteur et le texte proposent un cadre conceptuel qui vise à l'essentiel et est donc peu nuancé. Il néglige sûrement le développement de plusieurs détails et peut-être aussi quelques passages logiques importants.

**1. Contraintes virtuelles et contraintes réelles: quelles causalités?**

Il est généralement admis qu'une lourde contrainte pèse sur les investissements publics et privés à cause d'un manque de ressources pour leur financement. Mais on ne peut pas poser la question correctement, et donc commencer à la résoudre, sans sortir des cages intellectuelles "homéostatiques" dans lesquelles on se borne habituellement<sup>1</sup>. En effet l'économie statique déterministe, où l'interdépendance est généralisée, toute causalité est exclue a priori et le tout ne peut être que la somme des parties, n'offre pas un cadre adéquat pour analyser les questions de financement des investissements, qui ont trait au changement. Celui-ci requiert au minimum un schéma séquentiel qui intègre une causalité temporelle et permette donc la discussion de la relation entre les investissements publics et privés du point de vue des choix de politique économique.

Pour illustrer ce point, prenons le cas simplifié à l'extrême d'une économie fermée. Celui-ci est loin d'être irréaliste pour une économie continentale comme celle de la zone Euro ou de l'Union européenne, où le taux d'ouverture (demi-somme des exportations et des importations sur PIB) reste limité (en dessous de 15%). Supposons que dans cette économie le PIB de plein emploi pour l'année prochaine se situe au niveau  $x_{PE}$ .

$x_{PE}$	=	PIB monétaire de plein emploi et t+1
$x$	=	PIB monétaire effectif en t+1
$x_G$	=	Valeur ajoutée (output) effective du secteur public en t+1
$x_{PR}$	=	Valeur ajoutée (output) effective du secteur privé en t+1
$\gamma$	=	Rapport public privé "effectif" = $x_G/x_{PR}$
$x$	=	$x_G + x_{PR} = (1 + \gamma)x_{PR} \rightarrow 0 \leq x_G/(1 + \gamma)x_{PR} \leq 1 \rightarrow 0 \leq \gamma/(1 + \gamma) \leq 1$

<sup>1</sup> Les restrictions imposées par les modèles "fermés" du *mainstream* comme ceux de l'équilibre général statique, sont plus contraignantes et donc moins générales que la notion d'homéostasie, qui se réfère à une tendance vers un équilibre stable dans un modèle dynamique, et qui peut s'appliquer à un modèle "ouvert" comme par exemple celui de la régulation de la température du corps humain. Par ailleurs, une fois que le temps est introduit, la stabilité dynamique des modèles du *mainstream* n'a jamais été démontrée en dehors d'hypothèses peu réalistes de substituabilité brute ("gross substitution"). On peut remarquer en passant que c'est là une raison pour laquelle les néo-autrichiens sont tout aussi criticables que les néo-classiques. L'auteur est reconnaissant à Paul Davidson d'avoir attiré son attention sur ce point assez crucial, développé dans Davidson (1989). Voir aussi le débat qui a suivi, résumé dans Davidson (1993).

$$\begin{aligned}
x_{PRPE} &= \text{Valeur ajoutée (output) de plein emploi du secteur privé en } t+1 \\
\bar{x}_{PR} &= \text{Niveau attendu de } x_{PR} \text{ en } t \\
\bar{\gamma} &= \text{Niveau attendu de } \gamma \text{ en } t \\
\gamma_{PE} &= \text{Rapport public privé "de plein emploi"} = (x_{PE} - x_{PRPE})/x_{PRPE}
\end{aligned}$$

Soit  $x$  le niveau effectif du PIB de l'année prochaine, celui-ci peut être décomposé comme somme de l'output monétaire du secteur public ( $x_G$ ) et de celui du secteur privé ( $x_{PR}$ ). Si le rapport entre les deux est  $\gamma$ :  $0 \leq \frac{\gamma}{1+\gamma} \leq 1$ . On a donc:  $x = x_{PR} + x_G = x_{PR}(1+\gamma)$ . Supposons maintenant que le secteur privé choisisse un niveau d'output qui soit fonction de ses anticipations, données pour la période future et qui en moyenne se réalisent. On a alors  $x_{PR} = f(\bar{x}_{PR})$  où le niveau donné des anticipations d'output du secteur privé est:  $\bar{x}_{PR}$ . Dans une économie privée décentralisée où règne l'incertitude, par définition l'output effectif du secteur privé dépend de façon causale de la somme des outputs anticipés. On peut dire qu'une contrainte réelle sur l'output effectif en  $t+1$  dépend d'une variable virtuelle en  $t$  (l'output anticipé, qui est une opinion).

Supposons ensuite que les anticipations du secteur privé soient une fonction croissante du niveau attendu des dépenses publiques  $\bar{\gamma}$  et que cette anticipation reflète correctement l'effet des contraintes budgétaires. Soit  $x_{PRPE} = x_{PE}/(1+\gamma_{PE})$ , le niveau des dépenses privées de plein emploi. Il en résulte que  $\bar{\gamma} \leq \gamma_{PE}$ :  $\bar{x}_{PR} = g(\bar{\gamma}) \leq g(\gamma_{PE}) = \bar{x}_{PRPE}$ ;  $g'(\bar{\gamma}) > 0$ .

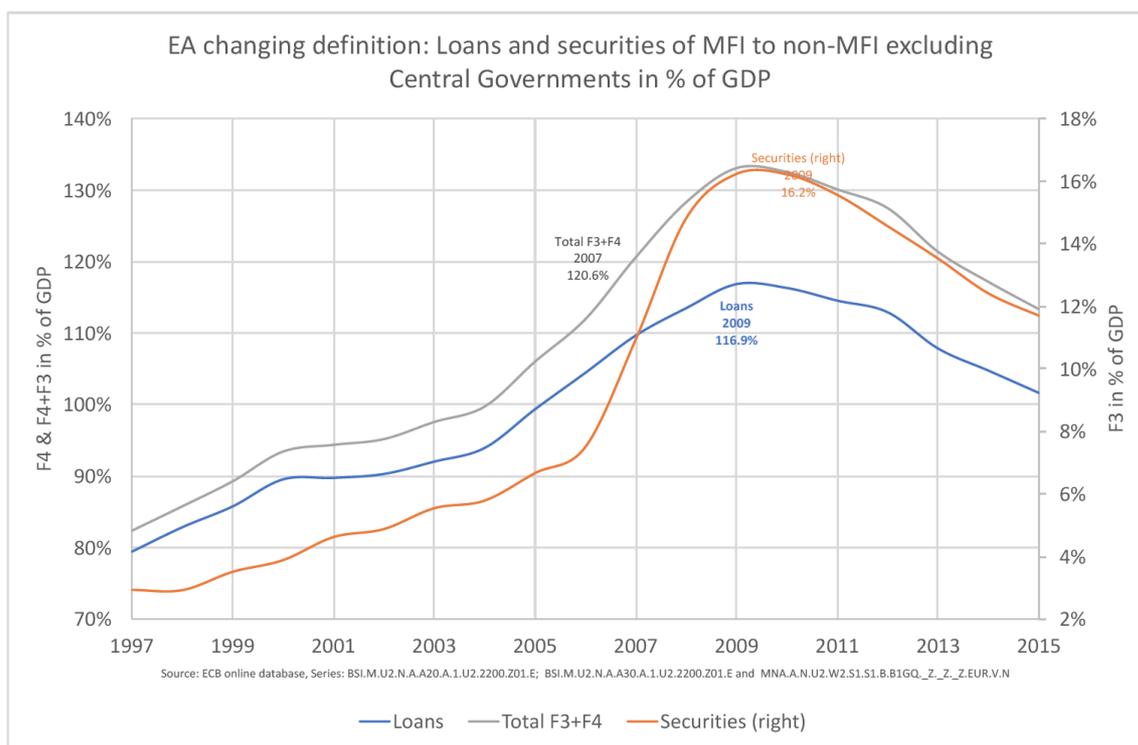
Le signe de cette relation implique qu'une augmentation relative des dépenses publiques effectives augmente l'output anticipé, ce qui va à l'encontre de beaucoup d'idées reçues, mais reflète la réalité comptable. Celle-ci requiert que, par définition, tout surplus financier du secteur privé agrégé dans une économie fermée corresponde nécessairement à un déficit financier du secteur public. Comme le montrent les auteurs de la théorie moderne de la monnaie (voir par exemple Randall Wray, 2015 ou Andrea Terzi, 2016), qui ont intégré les thèses de Abba Lerner (1944, 1951, 1953) sur la finance fonctionnelle, cette relation s'applique nécessairement à toute économie qui est entièrement "souveraine de sa monnaie" (pour paraphraser le titre d'un livre de Bernard Schmitt de 1984). Ceci est évidemment le cas des Etats-Unis, mais ça pourrait l'être aussi celui de l'Europe unie en cas d'accord politique à ce sujet.

Si donc, en raison des contraintes "de stabilité" sur le déficit public, la dépense publique s'établit à un niveau tel que le secteur privé anticipe un niveau de PIB inférieur à celui de plein emploi, le secteur privé va demander la création de moyens monétaires (revenus) par le crédit pour un montant inférieur à celui de plein emploi. En symboles:  $x_{PR} \leq x_{PRPE} = x_{PE}/(1 + \gamma_{PE})$ , car:  $x_{PR} = f(\bar{x}_{PR}) = f[g(\bar{\gamma})]$  et  $\bar{\gamma} \leq \gamma_{PE}$ .

Soit le niveau de création monétaire "de second rang" par le crédit du secteur privé une fonction des anticipations d'output monétaire:  $L_{PR} = h(x_{PR}) = h\{f[g(\bar{\gamma})]\}$ . Soit la dépense publique contrainte au niveau  $x_{PR}/\bar{\gamma}$ . Le niveau de création monétaire "de premier rang" par le crédit du secteur public est  $L_G = \bar{\gamma}L_{PR}$ . Le paramètre  $\bar{\gamma}$  reflète une contrainte virtuelle, car a priori il n'a pas de limites potentielles à la création monétaire de premier rang en dessous du niveau d'activité de plein emploi. Ce paramètre détermine de façon causale les revenus monétaires créés par l'ensemble du système, à travers une causalité inverse de celle qui est communément admise. Il devient l'élément déterminant d'une contrainte réelle sur l'output effectif.

Bien entendu le modèle est simplifié à l'extrême, il néglige l'espace<sup>2</sup> et il ne couvre que deux périodes, mais il permet de poser la question de la causalité entre dépense publique d'investissement et dépense privée.

Des confirmations indirectes de cette causalité peuvent se voir dans l'évolution relative des agrégats de crédit du secteur public et du secteur privé avant, pendant et après la récente crise. Dans le graphique synthétique présenté ci-dessous on voit qu'avant la crise le crédit total au secteur privé (prêts plus achats de titres) et chacune de ses composantes avait fortement augmenté et que depuis lors il stagne ou décroît dans la zone Euro (à mettre à jour avec le crédit au secteur public, voir aussi différents graphiques dans Cingolani, 2013).



A ce propos il convient de se référer aussi aux analyses descriptives contenues dans des études qui ont été réalisées récemment dans la recherche FESSUD, financée par le septième programme cadre de la Commission et notamment la synthèse générale de l'étude fournie par Sawyer (2017), ainsi que les analyses descriptives de Passarella (2014) et Sawyer (2015), qui présentent des graphiques complémentaires.

## **2. Les deux circuits de la monnaie et de l'épargne: intégration du secteur public et rôle des banques publiques**

Quel est le niveau adéquat pour le paramètre  $\gamma$ ? La réponse à cette question a été donnée déjà dans les années 1950 par la "finance fonctionnelle" de Abba Lerner et, plus récemment, par William Vickrey, spécialiste américain de finances publiques (mort d'une crise cardiaque quatre jours après avoir reçu le prix de la Banque de Suède en mémoire d'Alfred Nobel). Dans une économie monétaire essentiellement fermée, le niveau souhaitable du déficit public qui garantit le plein emploi correspond en gros au besoin d'épargne du secteur privé (Vickrey, 1994, 1997, 2000), il est donc de l'ordre de plusieurs points de pourcentage du PIB: généralement en excès de 3%. On peut se référer aux ouvrages de Vickrey pour les détails des calculs pour les Etats-Unis. Le point que je veux développer ici est l'intégration des banques publiques de

<sup>2</sup> La "market failure spatiale" est bien plus grave que la "market failure temporelle" qui résulte de l'absence de convergence des anticipations, mais les deux se combinent dans le temps.

développement dans un schéma causal comme celui qui est esquissé dans le paragraphe précédent.

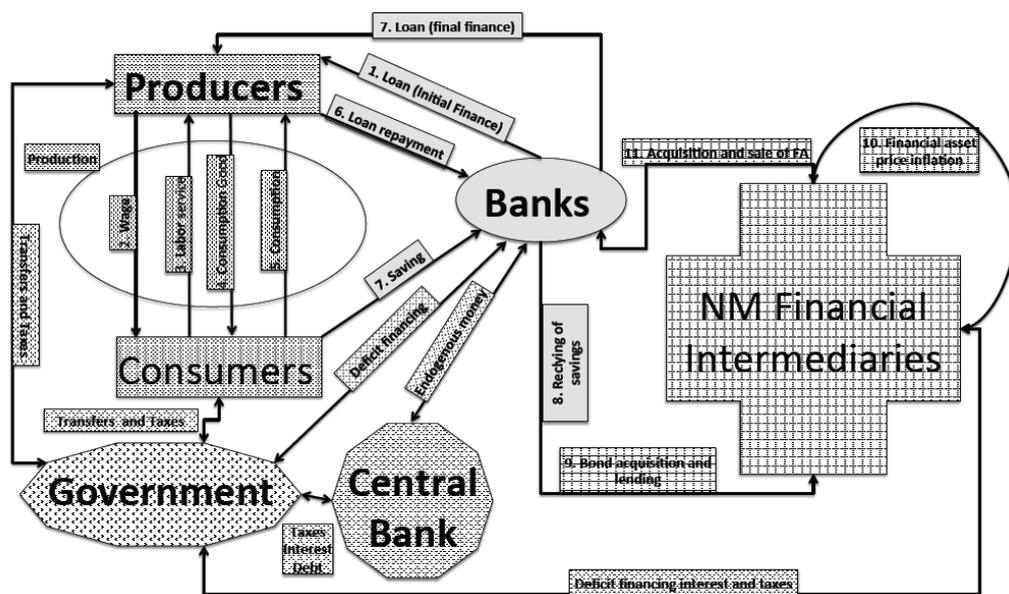
Des progrès ont été faits récemment dans la modélisation des aspects financiers de la macro-économie grâce aux approches dites "stock-flow consistent" développés à la suite des travaux pionniers de Wynne Godley, notamment par Marc Lavoie (Godley & Lavoie 2007) et, en France, Jacques Mazier et Pascal Petit (voir Mazier, Petit et Plihon, 2013).

Ces travaux se penchent surtout sur la relation entre la "création monétaire de premier rang" par la Banque Centrale, la création monétaire "de deuxième rang" par les banques commerciales, la création d'actifs financiers par le secteur des intermédiaires financiers non monétaires et par le secteur privé et la formation de capital fixe par le secteur public et par le secteur privé. Là aussi il est utile de faire référence à certaines des études initialement développées dans le cadre de la recherche FESSUD telles que Passarella & Sawyer (2014) et Sawyer & Passarella (2017) de même qu'à des travaux publiés récemment en l'honneur de Augusto Graziani (Fontana & Realfonzo, 2017) et en particulier à Michell (2017).

Il convient toutefois d'étendre ce schéma afin d'y intégrer le secteur des banques publiques qu'on appelle parfois "d'investissement", comme c'est le cas pour la Bei, ou "de développement" comme c'est le cas de beaucoup d'institutions multilatérales (Banque Mondiale, Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement) et bilatérales (différentes banques et agences pour les PME, Agence Française de Développement). Le cas des instituts public à long-terme comme la Caisse de Dépôts, KfW ou Cassa Depositi étant à mi-chemin entre les deux.

Que font aujourd'hui en Europe les intermédiaires financiers publics "de développement" et que pourraient-ils faire à l'avenir? Bien évidemment ils sont et doivent rester des instruments des politiques publiques européennes, nationales et locales qu'ils doivent soutenir par leurs financements. Mais, par référence au schéma développé précédemment, il convient de distinguer la contribution qu'ils peuvent donner à l'établissement du niveau souhaité de  $\gamma$ , aspect souvent négligé, et celle qui consiste, pour un  $\gamma$  donné, à canaliser l'épargne déjà créée, vers des investissements productifs d'intérêt public comme cela est développé dans les paragraphes qui suivent.

Dans le premier cas on est dans le circuit primaire des revenus et donc de la création de nouvelle épargne nette par la dépense d'investissement; dans le deuxième cas on est dans celui du recyclage de l'épargne existante. A titre d'illustration le graphique ci-dessous (tiré de Cingolani, 2013) illustre l'interaction entre ces deux circuits.



### 3. Le cas de la création d'épargne nouvelle par les investissements

Sur le premier point, on peut dire très brièvement que, s'agissant d'intermédiaires financiers publics, ils peuvent en principe se refinancer directement ou indirectement auprès de la Banque Centrale virtuellement sans limites. Ils pourraient donc par exemple jouer un rôle en finançant la formation de la demande effective nécessaire pour garantir le plein emploi, tout en permettant à la Banque Centrale de mettre en œuvre une politique de taux d'intérêt qui participe du même objectif. Une proposition en ce sens a été faite en 2014 et est illustrée ci-dessous. Une autre proposition qui va dans le même sens et est peut-être plus élégante est celle de Tonveronachi (2016).

**Qui et quoi:** Selon la proposition de l'auteur, la Commission Européenne, la Banque Centrale Européenne et la Banque Européenne d'Investissement pourraient unir leur "puissance de feu" pour soutenir des programmes européens renforcés ("enhanced"). Ces programmes seraient financés par une composante de subvention apportée par le budget européen et une composante de prêts, apportée par la Banque Européenne d'Investissement. Les deux composantes couvriraient à la fois des dépenses en capital et des dépenses courantes (y compris sociales) éligibles aux programmes soutenus. Ces ressources seraient utilisées par les Etats Membres en partie pour réaliser des dépenses productives éligibles aux programmes (y compris sociales) et en partie pour augmenter leur capital dans la Bei, si requis et pour le montant nécessaire. Les règles d'éligibilité courantes de la Bei seraient élargies afin de couvrir toutes les dépenses éligibles à ces programmes (par exemple dépenses sociales courantes). Ce système pourrait être utilisé pour financer un mécanisme de retraite européen qui mettrait tous les citoyens européens sur un pied d'égalité face aux risques de vieillesse, invalidité ou de décès, avec des ajustements éventuels en termes de pouvoir d'achat.

**Comment:** Tout besoin de liquidité net pour financer le lancement de ces programmes, que ce soit pour les prêts ou pour l'augmentation de capital Bei, serait fourni sans restrictions par la BCE. Cette création monétaire ne refinancerait pas de la dette accumulée pour des revenus déjà dépensés, comme cela a été le cas pour les sauvetages bancaires faits dans de nombreux pays, mais des dépenses productives ayant des effets de croissance dans le futur. La double *due diligence* du budget communautaire et de la Bei garantirait la qualité de la dépense. Celle-ci influencerait positivement les anticipations du secteur privé et donc sa capacité à créer de la

richesse réelle et de l'emploi. Il n'y aurait donc pas de raison de comptabiliser ces dépenses publiques, par leur nature "fédérales", dans les contraintes budgétaire nationales. En même temps, les Etats Membres et leurs autorités locales se verraient octroyées des ressources "fédérales" accrues qui leur permettraient de réaliser leurs plans. Ceci pourrait être fait même sans changer les Traités (idéalement sur base d'une décision du Conseil, aspect légal à confirmer, mais cela semble possible).

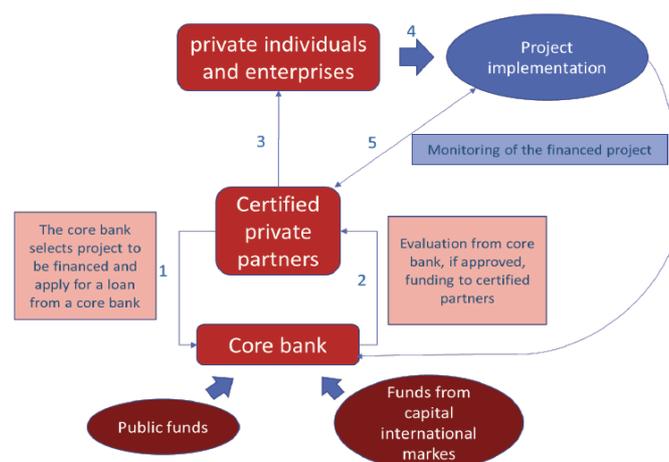
#### 4. Le cas du recyclage de l'épargne déjà accumulée

Pour ce qui est du second point, on peut faire référence encore une fois à un nombre d'analyses sectorielles études développées récemment dans le cadre FESSUD comme Bayliss (2016), Robertson (2016), Santos (2016), Gridehj (2016), Fine & Robertson (2016) qui abordent le financement d'investissement "sociaux" dans plusieurs secteurs ou bien qui abordent les problèmes urbains, notamment Celik, Topal & Yalman (2016) et Yilmaz & Celik (2016). D'autres études FESSUD suggèrent aussi comment on pourrait obtenir des banques publiques et privées qu'elles se concentrent sur des investissements socialement utiles et notamment Herr (2016), Consolandi, Cupertino & Vercelli (2016) et Ferreiro (2016).

En particulier, l'exemple du financement public des investissements pour combattre le changement climatique est intéressant et je vais le présenter en m'appuyant sur le travail développé dans le cadre FESSUD par une équipe de l'Université de Siena (Gabbi, Ticci & Vercelli, 2016).

Selon les estimations citées dans le travail, le réchauffement global va demander des investissements dans les transports, l'énergie et l'eau de 93,000 milliards de dollars dans les prochaines 15 années. Le secteur privé apporte aujourd'hui 3,560 milliards de dollars par an, soit un tiers de ce qui est requis. Le secteur public est, *ceteris paribus* (à  $\gamma$  constant), complètement bloqué par les contraintes budgétaires. Il faut donc imaginer un réseau d'institutions publiques de financement, au centre duquel les auteurs mettent la Bei, qui, au travers d'un système de certification puisse réaliser le financement du reste du programme par le secteur privé, comme indiqué dans le tableau ci-dessous, tiré de cette étude.

#### PROPOSAL FOR BUILDING A EU SUSTAINABLE BANKING NETWORK (EU SBN)

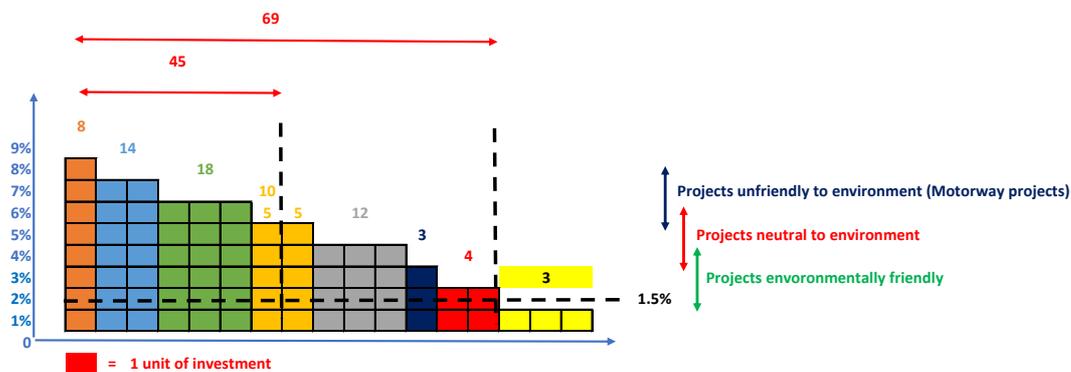


Network of European public banks under the coordination of a European level institution: green certification, rating projects in terms of sustainability, systematic monitoring.

## 5. Nécessité d'intégrer pleinement la monnaie et de donc de distinguer les effets ("cash") de trésorerie des effets de "bien-être"

Le point par lequel je voudrais terminer, qui est lié au précédent, est que, sauf à admettre une extension du rôle de l'Etat, comme proposé ci-dessus (augmentation de  $\gamma$ ), un simple système de certification qui se base sur les incitations du marché du secteur privé ne va pas augmenter les investissements au-delà du niveau qui est déjà profitable, à savoir les 3,500 milliards de dollars par an cités.

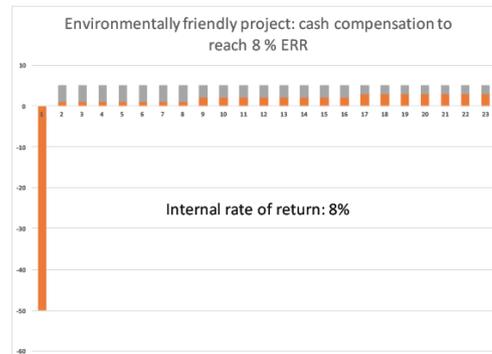
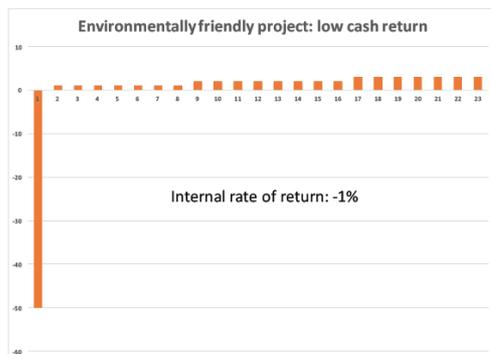
Par référence à une illustration du classement sectoriel de la rentabilité financière des projets (et parfois économique, telle que calculée par les techniques cost-benefit habituelles), il est vraisemblable que les projets « environnementaux » soient situés en dessous de la barre qui permet leur financement par le secteur privé, qui, selon les relations habituelles de levier utilisées en finance d'entreprise, valables pour un marché pleinement concurrentiel, est égale au taux d'intérêt. En réalité sur un vrai marché, qui est non-concurrentiel, cette barre représente le seuil de rentabilité minimal requis pour un investissement pour qu'il soit réalisé en fonction des objectifs de l'entreprise concernant la "valeur à créer pour l'actionnaire". Si dans le graphique ci-dessous ce seuil de rentabilité est de 10%, l'investissement global, égal à la surface des colonnes supérieures à 10% de hauteur, va se situer à 45 unités.



Si la barre est à 1.5%, l'investissement privé "spontané" sera de 69. Très probablement, la plus grande partie des projets environnementaux auront des taux de rentabilité inférieures à 3-4%, donc ils ne seront pas financés par le secteur privé, sauf jusqu'à épuisement de ceux qui dépassent le seuil de rentabilité de 1.5%. Pour qu'un projet environnemental de rentabilité "financière" inférieure au seuil devienne rentable pour le privé il faut donc une subvention, qui peut être substantielle en pourcentage du coût de l'investissement, ce qui pose à nouveau le problème des contraintes budgétaires publiques. Dans l'exemple qui suit, un investissement de 50 unités monétaires produit des bénéfices nets qui correspondent à un taux interne de rentabilité de -1%. Pour ramener ce taux à +8%, il faut envisager une subvention annuelle comme celle indiquée dans les colonnes en gris dans le graphique à droite, d'une valeur actualisée nette de 31 à un taux interne de 8% , soit 62% de la valeur initiale de l'investissement.

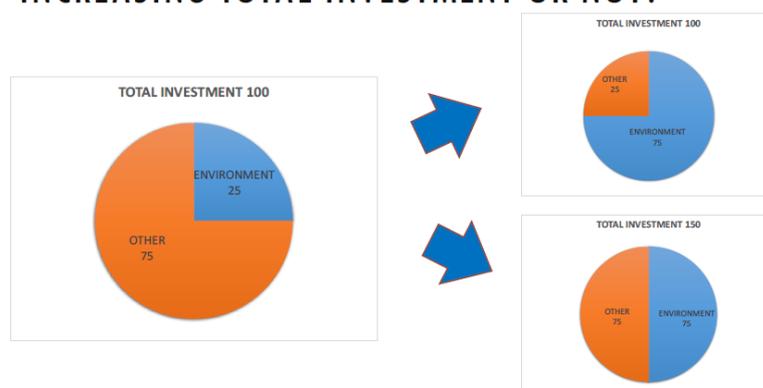
On voit donc que donner des incitations publiques afin que le secteur privé fasse un investissement non financièrement rentable peut coûter cher, et le niveau exact de la subvention n'est pas aisé à déterminer, étant donné qu'il dépend de nombreux facteurs incertains au départ.

## UNLESS CASH RETURNS ARE SUFFICIENTLY ENHANCED, THERE IS LITTLE INCENTIVE TO INVEST



En conclusion par référence au slogan “from billions to trillions”, il faut avoir à l’esprit que si on part d’un investissement environnemental de 100 qui est pour 25 environnemental, en donnant toutes les incitations requises on peut arriver à 75, mais la question est que si ces incitations vont au détriment d’autres investissements publics, ceux-ci vont se réduire de 75 à 25. Par contre, afin de garder le niveau de 75 pour l’investissement non environnemental, tout en augmentant celui pour l’environnement à 75, il faut prendre règle et sa calculatrice et examiner de combien il faut desserrer les contraintes budgétaires, c’est à dire augmenter le paramètre  $\gamma$ .

## INCREASING TOTAL INVESTMENT OR NOT?



Un calcul de ce type pour les besoins d’investissements des Balkans Occidentaux dans le cadre de l’adhésion a été fait dans Berthomieu, Cingolani & Ri (2017). Il montre qu’il faudrait presque doubler l’investissement global, et dans ce cas la dette totale augmenterait d’un montant un peu inférieur, avec une augmentation beaucoup moins que proportionnelle de la dette publique et plus que proportionnelle de la dette privée. Toutefois, même une augmentation limitée de la dette publique porterait à dépasser les cibles habituelles “de stabilité” et, pour être réalisée concrètement, devrait être le résultat d’une décision politique partagée au niveau régional et européen.

### 6. Conclusions

Il faudrait sortir des modèles homéostatiques habituels où il n’y a pas de causalité et la politique économique est donc inutile voire nuisible. Les conséquences ne sont pas négligeables :

- La majeure partie de la finance moderne, qui est bâtie sur des hypothèses homéostatiques telles que celles qui sont à la base de Modigliani-Miller (Pasinetti, 2012), n'est pas pertinente pour discuter des choix de société actuels.
- Dans des économies réelles, qui ne fonctionnent presque jamais sur le mode homéostatique, les deux théorèmes de l'économie du bien-être ne s'appliquent pas en tant que tels. Les outils disponibles pour faire des classements des priorités d'investissement dans ces cas sont hautement imparfaits et tributaires d'hypothèses généralement arbitraires, ou en tout cas compliqués à mettre en œuvre de façon rigoureuse (voir le « state of the art » dans Florio, 2014).
- Il faut prendre en compte la question des incitations du secteur privé, qui sont uniquement basées sur les surplus de trésorerie (cash), qui ne correspondent pas au bien-être effectif.
- Toute recherche d'un "second best" ("optimum" de second rang ...) doit intégrer le fait qu'il n'y a pas de finance sans monnaie (!), que celle-ci n'est pas neutre et qu'elle introduit a priori une indétermination de l'équilibre, d'où la faible pertinence du concept d'optimalité!
- L'espace doit être intégré pleinement dans la réflexion comme dans par exemple Lefevbre, 2000 ou Isard (1953, 1960) et Leontief & Strout (1963).

Quel que soit la méthode de prise en compte des bénéfices environnementaux et sociaux des projets à financer au niveau local (régional ou urbain), qu'il faudrait mettre à jour, il faut approcher la question de l'utilisation des banques publiques en distinguant leur rôle aujourd'hui prédominant, mais passif, dans la gestion de l'épargne existante, créée par le passé ("intermédiation"), de celui, potentiellement beaucoup plus actif et efficace pour la maîtrise du cycle, d'instruments pour la création de nouvelle épargne. Il convient bien sûr de combiner les deux utilisations en même temps et de les inscrire dans un cadre d'action cohérent qui s'articule dans l'espace.

### **Références:**

Bayliss, Kate. 2016. The System of Provision for Water in Selected Case Study Countries, *FESSUD Working Paper Series No. 194*, December 2016, Electronic version available on the FESSUD website.

Berthomieu Claude, Massimo Cingolani et Anastasia Ri. 2017. *Investment for growth and development in the Western Balkans*, Nice: CEMAFI International.

Celik, O., Topal, A., Yalman, G. 2016. "Finance and System of Provision of Housing: The Case of Istanbul, Turkey", *FESSUD Working Paper Series No 152*, April 2016. Electronic version available on the FESSUD website.

Cingolani, Massimo. 2013. "The monetary conditions for growth: Parguez's debt stability condition", CH 14 in *Monetary Economies of Production. Banking and Financial Circuits and the Role of the State*, Louis-Philippe Rochon and Mario Seccareccia ed., pp. 205-234, Cheltenham UK: Edward Elgar.

Consolandi, C., Cupertino, S., Vercelli, A. 2016. "CSR and corporate sustainability. Theory and policy implications", *Working Paper Series No. 180, November 2016*, Electronic version available on the FESSUD website.

Davidson, Paul. 1989. "The economics of ignorance or ignorance of economics?", *Critical Review*, 3:3-4, 467-487.

Davidson, Paul. 1993. "Austrians and post-Keynesians on economic reality: rejoinder to critics", *Critical Review*, vol. 7 (1993), nos. 2-3: 423-444.

Ferreiro, Jesus. 2016. "Macroeconomic and financial sector policies to better serve the economy and society, FESSUD Working Paper Series No 165, August, 2016. Electronic version available on the FESSUD website.

Fine, B., Bayliss, K., Robertson, M. 2016. "Housing and Water in Light of Financialisation and 'Financialisation'", *FESSUD Working Paper Series No 156*, April 2016. Electronic version available on the FESSUD website.

Florio, Massimo. 2014. *Applied Welfare Economics: Cost-benefit Analysis of Projects and Policies*, New York: Routledge (Routledge Advances Texts in Economics and Finance).

Fontana, Giuseppe & Riccardo Realfonzo. 2017. "Augusto Graziani and recent advances in the monetary theory of production", *Metroeconomica*, 68:2 (2017): 202-203.

Gabbi, Giampaolo, Elisa Ticci & Alessandro Vercelli. 2016. "A European Union Sustainable Banking Network", *FESSUD Policy Briefings n. 3*, November. Electronic version available on the FESSUD website.

Godley, Wynne, and Marc Lavoie. 2007. *Monetary Economics. An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. New York: Palgrave MacMillan.

Grydehj, Adam. 2016. "The Relationship between Financialisation of the Built Environment, Urban Regeneration and Development, and Urban Sustainability, *FESSUD Working Paper Series No. 183*, November 2016. Electronic version available on the FESSUD website.

Herr, Hansjörg. 2016 "After the Financial Crisis: Reforms and Reform Options for Finance, Regulation and Institutional Structure, *FESSUD Working Paper Series No 148*, February 2016. Electronic version available on the FESSUD website.

Isard, Walter. 1953. "Some Empirical Results and Problems of Regional Input-Output Analysis" In: *Studies in the Structure of the American Economy: Theoretical and empirical explorations*, 116-184, Wassily Leontief, Hollis B. Chenery, Paul G. Clark, James S. Duesenberry, Allen R. Ferguson, Anne P. Grosse, Robert N. Grosse, Mathilda Holzman, Walter Isard and Helen Kistin ed., New York: Oxford University Press.

Isard, Walter. 1960. *Methods of regional analysis*, Cambridge (MA): MIT Press.

Leontief, Wassili & Alan Strout. 1963. "Multiregional input-output analysis", in *Structural Interdependence and Economic Development: Proceedings of an International Conference on Input-Output Techniques*, Geneva, September 1961, 119-150, Tibor Barna ed., London: Palgrave Macmillan.

Lerner, Abba P. 1944. *The Economics of Control: Principles of Welfare Economics*, New York: The Macmillan Company. Version électronique accessible sur archives.org.

Lefebvre, Henri. 2000. *La production de l'espace*, Paris: Anthropos/Economica.

Lerner, Abba P. 1951. *Economics of Employment* New York: McGraw-Hill. Version électronique accessible sur archives.org.

Lerner, Abba P. 1953. *Essays in Economic Analysis*, London: Macmillan. Version électronique accessible sur archives.org.

Mazier, Jacques, Pascal Petit & Dominique Plihon. 2013. *L'économie mondiale en 2030: Ruptures et continuités*, Paris: Economica.

Michell, Jo. 2017. "Do shadow banks create money? Financialisation and the monetary circuit", *Metroeconomica*, 68:2 (2017): 354–377.

Passarella, Marco. 2014. "The process of financial integration of EU economies", *FESSUD Working Paper Series No. 30*, April. Electronic version available on the FESSUD website.

Passarella, Marco & Malcolm Sawyer. "Financialisation in the circuit", *FESSUD Working Paper Series No. 18*, January 2014. Electronic version available on the FESSUD website.

Robertson, Mary. 2016. "The System of Provision for Housing in Selected Case Study Countries", *FESSUD Working Paper Series No. 193*, December 2016. Electronic version available on the FESSUD website.

Santos, C. Ana. 2016. "Transdisciplinary research: reflections on the study of finance and wellbeing", *FESSUD Working Paper Series No 174*, November, 2016. Electronic version available on the FESSUD website.

Sawyer, Malcolm. 2015. "Financialisation, financial structures, economic performance and employment", *FESSUD Working Paper Series No. 93*, February. Electronic version available on the FESSUD website.

Sawyer, Malcolm. 2017. "Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development: An Overview", *FESSUD Working Paper Series No.206*, April 2017. Electronic version available on the FESSUD website.

Sawyer, Malcolm & Giuseppe Fontana. 2014. "The Macroeconomics and Financial System Requirements for a Sustainable Future", *FESSUD Working Paper Series No. 53*, August 2014. Electronic version available on the FESSUD website.

Sawyer, Malcolm & Marco Passarella. 2017. "The monetary circuit in the age of financialisation: a stock-flow consistent model with a twofold banking sector", *Metroeconomica*, 68,2:321–353.

Schmitt, Bernard. 1984. *La France souveraine de sa monnaie*, Albeuve: Castella; Paris: Economica. Version électronique disponible sur Gallica.

Terzi, Andrea. 2016. "A T-shirt model of savings, debt and private spending: lessons for the Euro Area", *European Journal of Economics and Economic Policies - Intervention*, Vol. 13, n. 1, 2016, pp. 39-56.

Tonveronachi, Mario. 2016. "Tre proposte per rivitalizzare l'Unione Europea", *Moneta e Credito*, vol. 69 n. 276 (dicembre 2016), 367-404 , based on FESSUD policy paper n. 10 with same title available on the FESSUD website.

Vickrey, William. 1994. "Necessary and optimum government debt", in *Public Economics*, R. Amott, K. Arrow, A.B. Atkinson and J. Drèze (eds), Cambridge; Cambridge University Press, pp. 421-31.

Vickrey, William. 1997. "A Trans-Keynesian Manifesto (Thoughts about an Asset-based Macroeconomics)", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 19 n. 4, pp. 95-510.

Vickrey, William. 2000 , "We Need a Bigger Deficit", in *Commitment to Full Employment: The Economics and Social Policy of William S. Vickrey*, Warner A.W., Forstater M. e Rosen S.M. (ed.), New York: Sharpe, pp. 189-192.

Wray, Randall. L. [2012] 2015. *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems, Second edition*, New York: Palgrave Macmillan.

Yilmaz, G., Celik, O. 2016. "Finance and System of Provision of Water : The Case of Istanbul", *FESSUD Working Paper Series No 153*, April 2016. Electronic version available on the FESSUD website.