

---

## Sommaire

---

- » Éditorial
- » 15<sup>e</sup> appel d'offres de projet de recherche
- » Séminaires de la Fondation en 2011
- » Séminaires consacrés à la stabilité financière
- » Chercheurs invités
- » Publications récentes ou prochaines d'études financées par la Fondation
- » Prix *Jeune chercheur en économie* 2011
- » Interview
- » Vie de la Fondation

---

## Éditorial

---

### *Chers amis de la Fondation,*

Les questions liées à la stabilité financière ont été au cœur de plusieurs séminaires organisés par la Fondation durant le premier semestre. Craig Burnside (Duke University) et Rachel Ngai (London School of Economics) sont ainsi intervenus sur la dynamique des marchés immobiliers ; Ravi Bansal (Duke University) et Étienne Bordeleau-Labrecque (Banque du Canada) ont abordé les problèmes de la liquidité bancaire ; Michael Woodford (Université de Columbia) a traité des relations entre la politique monétaire et la stabilité financière ; enfin, Anton Korinek (Université du Maryland) a justifié la combinaison de mesures préventives et d'interventions *ex post* en matière de stabilité financière.

La Fondation finance également cette année plusieurs recherches dans ce domaine. Ainsi, elle a attribué une bourse à Robert Engle, prix Nobel d'économie 2003, et à son équipe de l'Université NY Stern pour leur analyse du risque systémique des institutions financières à partir de la constitution d'une large base de données d'institutions financières. Robert Engle sera d'ailleurs l'invité de la Fondation en septembre. De même, la Fondation financera le projet dirigé par Thomas Philippon (également de NY Stern) qui étudie l'interaction entre endettement, chocs de crédit et cycle des affaires et celui dirigé par Bernard Dumas (INSEAD) dont l'objet est d'évaluer les effets de mesures réglementaires sur la volatilité du cours des actions. Dans un autre domaine, la quatrième bourse 2011 a été accordée à Jean Imbs (École d'économie de Paris) qui projette d'étudier les interactions entre le commerce intra- et international et le processus de spécialisation économique et de concentration géographique.

Nous tenons enfin à féliciter tout particulièrement les lauréats du prix *Jeune chercheur en économie* de la Fondation : Milo Bianchi (Université de Paris Dauphine) ; Isabelle Méjean (École Polytechnique) ; Lucie Ménager (Université de Lille 1). Leur prix leur sera décerné lors des prochaines Journées de la Fondation.

C'est d'ailleurs un ancien lauréat, Alexandru Minea, qui répond à nos questions dans l'interview que nous publions en dernière page de cette *newsletter*.

Louis Bê Duc et Benoît Mojon

---



## Séminaires de la Fondation en 2011

### 31 janvier

Ravi Bansal, Duke University • "Liquidity and financial intermediation"

### 10 mars

Michael Clements, Université de Warwick • "Estimating output gaps and inflation trend-cycle decompositions in real time"

### 17 mars

Michel Beine, Université de Luxembourg • "Determinants of international migration and Brain Drain"

### 21 mars

Daria Taglioni, BCE • "Gravity chains: estimating bilateral trade flows when parts and components trade is important" & Isabelle Méjean (École Polytechnique) et Julien Martin (PSE – Crest) • "Reallocation across firms and aggregate quality upgrading"

### 7 avril

Craig Burnside, Duke University • "Understanding booms and busts in housing markets"

### 21 avril

Luciana Juvenal, Banque fédérale de réserve de St. Louis • "Trade and synchronization in a multi-country economy"

### 12 mai

Glenn Rudebusch, Banque fédérale de réserve de San Francisco • "Unbiased estimation of dynamic term structure models"

### 19 mai

Simon van Norden, HEC Montréal • "Lessons from the latest data on US productivity"

### 3 juin

Anton Korinek, Université du Maryland • "Macroprudential regulation versus mopping up after the crash"

### 7 juin

David Papell, Université de Houston • "Phoenix Taylor rule exchange rate forecasting during the financial crisis"

### 9 juin

Rachel Ngai, London School of Economics • "Hot and cold seasons in the housing market" (Recherche financée par la Fondation Banque de France)

### 10 juin

Étienne Bordeleau-Labrecque, Banque du Canada • "The impact of liquidity on bank profitability" .../...

## 15<sup>e</sup> appel d'offres de projet de recherche

Le Conseil d'administration de la Fondation a décidé de financer les quatre projets de recherche suivants :

### Endettement, chocs de crédit et cycle des affaires dans la zone euro

Thomas Philippon (Stern School of Business, NYU), Philippe Martin (Sciences Po), Virgiliu Midrigan (NYU)

Ce projet a pour objet d'analyser les cycles d'activité déterminés par les contraintes de crédit, la structure du bilan des ménages, les rigidités nominales et les chocs financiers. La première idée clé consiste à étudier les cycles macroéconomiques à partir non seulement de séries temporelles mais également d'une analyse transversale multi-pays, en appliquant un modèle de consommation des ménages incluant la valeur de marché des actifs immobiliers. Les observations transversales, replacées dans le cadre théorique approprié, permettent ainsi de déterminer les situations de crise ou de tension économiques et d'en déduire les politiques monétaires optimales. La seconde idée clé consiste à étudier le risque souverain et son interaction avec l'endettement privé et la politique monétaire dans l'UE.

### Le processus d'intégration économique

Jean Imbs (École d'économie de Paris), Romain Wacziarg (UC Los Angeles)

Les auteurs étudient l'interaction entre les changements structurels et la mondialisation. Ils considèrent que la réduction des obstacles commerciaux infranationaux permet aux pays de diversifier leur production, leurs régions étant alors en mesure de se spécialiser dans certains secteurs, entraînant une concentration au niveau régional et une convergence économique entre régions. En revanche, l'ouverture au commerce international s'accompagne d'une spécialisation de la production au niveau national qui donne lieu à un phénomène de déconcentration géographique. La diversification de la production dans les économies en développement serait donc le reflet d'une intégration intra-nationale, tandis que la spécialisation des pays développés correspondrait au commerce international.

### Analyse internationale du risque systémique

Robert Engle (Stern School of Business, NYU), Viral Acharya, Christian Brownlees, Giuseppe Corvace, Lasse Pedersen, Thomas Philippon et Matt Richardson (tous de NYU), Éric Jondeau et Michael Rockinger (Université de Lausanne)

Le projet est fondé sur une approche économique et statistique de mesure du risque systémique des institutions financières, développée à l'Université de New York (Stern School of Business). (Cf. [www.systemicriskranking.stern.nyu.edu](http://www.systemicriskranking.stern.nyu.edu)). Une centaine d'institutions financières américaines sont classées en fonction de leur contribution au risque systémique. Ces classements ont été publiés pour la première fois en avril 2010 et ont retenu l'attention des médias et des autorités de contrôle. Le projet étendra la base de données aux institutions européennes et à celles d'Asie-Pacifique et abordera de nombreuses questions méthodologiques : sélection des entreprises, mesures du capital et de l'endettement, en particulier pour les institutions financières publiques, niveau d'adéquation des fonds propres. La notion de risque systémique sera étendue au niveau régional, national et mondial.

### Comparer différentes mesures réglementaires tendant à limiter la volatilité du marché boursier : une analyse d'équilibre général

Bernard Dumas (INSEAD), Adrian Buss et Grigory Vilkov (tous deux de Goethe University Frankfurt), Raman Uppal (EDHEC)

Les auteurs comparent les effets des différentes mesures réglementaires dont disposent les autorités financières pour réduire la volatilité du marché boursier et garantir son bon fonctionnement. Ils évaluent diverses mesures réglementaires au sein d'un même modèle d'équilibre général, de façon à pouvoir comparer leurs effets dans un environnement économique donné. Par exemple, si l'autorité financière souhaite réduire la volatilité des marchés boursiers, doit-elle introduire une taxe Tobin, des limites relatives aux ventes à découvert, au montant d'endettement ; à la marge ou à la perte potentielle maximale (*Value-at-risk-VaR*) ? Par quel canal s'effectue la transmission de chaque mesure réglementaire ? Quelle sera l'incidence d'une mesure réglementaire sur d'autres variables financières ?

17 juin

Aleksander Berentsen, Université de Bâle • "On socially efficient information disclosure"

30 juin

Michael Woodford, Université de Columbia • "Monetary policy and financial stability" (Présentation inscrite dans le cadre du séminaire de macroéconomie de PSE)

1<sup>er</sup> juillet

Cédric Tille, Graduate Institute, Genève • "Self fulfilling risk panics"

25 août

Francesco Lippi, Université de Sassari

7 septembre

Robert Engle, Stern School of Business, NYU

15 septembre

Estrella Gomez, Université de Grenade • "Evidence of the euro effect on trade estimating gravity equations"

22 septembre

Thomas Eife, Université de Heidelberg

---

## Chercheurs invités de la Fondation en 2011

---

4-8 avril

Craig Burnside, Duke University

2-27 mai

Glenn Rudebusch, Banque fédérale de réserve de San Francisco

12-25 mai

Simon van Norden, HEC Montréal

6-10 juin

David Papell, Université de Houston

22 juin-1<sup>er</sup> juillet

Michael Woodford, Université de Columbia

27 juin-4 juillet

Cédric Tille, Graduate Institute, Genève

22-26 août

Francesco Lippi, Université de Sassari

5-9 septembre

Enrique Mendoza, Université du Maryland

12-16 septembre

Julio Jacobo Rotemberg, Harvard University .../...

---

## Séminaires consacrés à la stabilité financière

---

Au premier semestre 2011, plusieurs séminaires organisés par la Fondation ont été consacrés à des questions touchant à la stabilité financière et à ses interactions avec la politique monétaire (le nom de l'intervenant figure en gras).

### "Liquidity and Financial Intermediation"

**Ravi Bansal (Duke University)**, Wilbur John Coleman (Duke University),  
Christian T. Lundblad (Université de Caroline du Nord)

Dans cette étude, les auteurs examinent la manière dont l'offre de divers types d'actifs influe sur les primes de liquidité. Plus précisément, ils analysent l'incidence de l'offre de titres de la dette publique sur les taux d'intérêt réels et les primes de liquidité. En outre, ils étudient la manière dont le secteur financier satisfait la demande de liquidité en transformant les actifs non liquides en actifs liquides, et par là même comment l'offre de titres de la dette publique influe sur l'offre d'actifs liquides du secteur privé. Ils montrent également qu'une augmentation de l'incertitude (reflétée dans les primes de risque) freine la capacité des institutions financières à fournir des actifs liquides et peut donc aboutir, outre à l'augmentation de la prime de liquidité, à une contraction de l'offre d'actifs liquides. Cette étude établit donc une relation étroite entre les primes de risque et les primes de liquidité, relation qui semble empiriquement avérée, selon les auteurs, pour les États-Unis, sur la période comprise entre 1950 et 2009.

### "Understanding Booms and Busts in Housing Markets", (NBER working Paper, janvier 2011)

**Craig Burnside (Duke University)**, Martin Eichenbaum (Northwestern University),  
Sergio Rebelo (Northwestern University)

Certaines périodes de hausse prolongée des prix de l'immobilier sont suivies par des périodes de chute des prix. D'autres ne le sont pas. Dans les deux cas de figure, il est difficile de trouver des fondamentaux observables qui soient corrélés avec les variations des prix. Les auteurs développent un modèle qui permet d'expliquer ces observations. Les agents forment des anticipations hétérogènes s'agissant des fondamentaux à long terme, mais ils changent d'avis en fonction d'une dynamique collective. Les agents se rencontrent de manière aléatoire. Ceux qui ont des préférences plus marquées ont plus de chances de convertir les autres à leurs croyances. Le modèle génère ainsi des phénomènes de « mode » : la fraction de la population qui a une opinion spécifique augmente puis diminue. Ces modes génèrent des cycles de hausse et de chute des prix ou des périodes d'expansion prolongées. Au cœur du modèle d'appariement, on trouve l'idée selon laquelle les phases d'expansion sont associées à de nouveaux entrants sur le marché qui font monter les prix de l'immobilier.

### "Macro-prudential Regulation Versus Mopping Up After the Crash"

Olivier Jeanne (John Hopkins), **Anton Korinek (Université du Maryland)**

Une littérature de plus en plus fournie s'est penchée sur les réponses optimales des autorités aux externalités qui résultent des crises financières. Certaines études ont avancé des arguments en faveur d'une réglementation macro-prudentielle pour limiter les risques de crise *ex ante*, tandis que selon d'autres, des mesures de relance *ex post* sont préférables. Dans la mesure où les deux formes d'intervention imposent des coûts de second ordre (c'est-à-dire négligeables pour les petits montants mais qui augmentent de manière convexe), les auteurs montrent que le *policy mix optimal* consiste en une combinaison de mesures macro-prudentielles *ex ante* et de mesures de relance *ex post* telle que le bénéfice du relâchement d'une contrainte financière soit égal à son coût marginal.

.../...

## 24-30 octobre

Ethan Cohen-Cole (Université du Maryland),

Yves Zenou (Université de Stockholm)

## Dates à fixer

Barbara Rossi (Duke University)

Fabio Ghironi (Boston College)

Fabio Canova (Université Pompeu Fabra)

Michael Devereux (Université de Colombie britannique)

---

## Publications récentes ou prochaines d'études financées par la Fondation

---

Fernando Alvarez (Université de Chicago), Francesco Lippi  
(University of Sassari, EINAUDI), Luigi Paciello (EINAUDI)

- "Optimal Price Setting with Observation and Menu Costs", *Quarterly Journal of Economics* (à paraître)
- "Durable Consumption and asset management with transaction and observation costs", *American Economic Review* (à paraître)

Frederico Ravenna et Carl Walsh (Université de  
Californie Santa Cruz)

- "Welfare-based optimal monetary policy with unemployment and sticky prices: A linear-quadratic framework", *American Economic Journal: Macroeconomics*, avril 2011

---

## Prix Jeune chercheur en économie 2011

---

Le prix *Jeune chercheur en économie* a été attribué cette  
année aux lauréats et pour les thèmes de recherche suivants :

- Milo Bianchi, Université de Paris Dauphine :  
*Marchés financiers et institutions*
- Isabelle Méjean, École Polytechnique :  
*Commerce et macro-économie internationale*
- Lucie Ménager (Université de Lille 1)  
*Économie théorique et communication*

Le jury était composé de Simon Gilchrist  
(Boston University), Cyril Monnet (Banque fédérale  
de réserve de Philadelphie) et Thomas Philippon  
(NY Stern University).

Le prix se compose d'une bourse de 2 000 euros  
et du financement d'une décharge de service  
d'enseignement accordé par l'Université.

**"Hot and Cold Seasons in the Housing Market"**, (recherche financée par la Fondation Banque de France)

Rachel Ngai (London School of Economics), Sylvania Tenreyro (London School of Economics)

Chaque année, les prix de l'immobilier au Royaume-Uni et aux États-Unis enregistrent des hausses systématiquement supérieures à la tendance, s'agissant tant des prix que du nombre de transactions, aux deuxième et troisième trimestres (la « haute saison ») et inférieures à la tendance aux quatrième et premier trimestres (la « basse saison »). La saisonnalité des prix de l'immobilier représente un défi pour les modèles classiques de détermination du prix des biens durables. Afin de prendre en compte la saisonnalité, cet article développe un modèle d'appariement qui souligne le rôle de la qualité spécifique du logement, qui doit correspondre aux attentes de l'acheteur, ainsi que l'existence d'effets de densité du marché immobilier. Ce modèle semble empiriquement validé pour le Royaume-Uni et les États-Unis. Il peut s'appliquer à l'étude des fluctuations à plus basse fréquence sur les marchés de l'immobilier.

**"The impact of Liquidity on Bank profitability"**, (*Bank of Canada working paper, 2010*)

Étienne Bordeleau et Christopher Graham (Banque du Canada)

La crise récente a souligné l'importance d'une gestion saine de la liquidité bancaire. En réponse, les régulateurs sont en train de définir de nouvelles normes concernant la liquidité avec pour objectif d'accroître la stabilité et la résistance du système financier. Dans cette recherche, les auteurs analysent l'incidence de la détention d'actifs liquides sur la rentabilité des banques pour un échantillon de grandes banques américaines et canadiennes. Les résultats laissent penser que la rentabilité est améliorée pour les banques qui détiennent des actifs liquides, mais il existe toutefois un point à partir duquel détenir davantage d'actifs de ce type diminue la rentabilité des banques, toutes choses égales par ailleurs. De plus, l'analyse empirique suggère que cette relation varie en fonction du modèle d'activité de la banque et de la situation de l'économie.

**"Monetary Policy and Financial Stability"**

Michael Woodford (Université de Columbia)

Le présent article examine dans quelle mesure les conséquences possibles des risques pesant sur la stabilité financière doivent être pris en compte dans la conduite de la politique monétaire. Cette question est analysée dans le cadre d'un modèle d'équilibre général intertemporel de politique de stabilisation monétaire dans lequel, outre les rigidités nominales sous-tendant les objectifs de stabilisation du modèle « standard », les décisions de financement sont affectées par la politique monétaire. Même dans cette configuration plus complexe, il est démontré qu'une politique monétaire optimale implique un niveau de prix constant sur le long terme ; les tendances à l'émission excessive de titres de créance à court terme par les banques, et l'apparition de crises, devraient affecter les variations du taux d'inflation (et de l'écart de production) admissibles à court terme mais ces incidences sur le niveau général des prix devraient être purement temporaires. L'ampleur des déviations appropriées par rapport aux objectifs de stabilisation conventionnels dépend de l'utilisation optimale de différents instruments de politique macro-prudentielle.

---

## Délai de soumission pour le 16<sup>e</sup> appel d'offres

---

Le délai de soumission pour le 16<sup>e</sup> appel d'offres de projet de recherche est fixé au 2 décembre 2011.

Voir le site : [www.fondationbdf.fr](http://www.fondationbdf.fr)

---

## Vie de la Fondation

---

Xavier Ragot, chargé de recherches au CNRS et professeur à l'École d'économie de Paris a été nommé membre coopté du conseil d'administration, au titre de l'enseignement supérieur, en remplacement d'Antoine d'Autume, professeur à Paris 1 (9 mars 2011).

Klaus Adam, professeur à l'Université de Mannheim a été nommé membre du comité d'évaluation des projets de recherche, en remplacement de Jaume Ventura, professeur à l'Université Pompeu Fabra (9 mars 2011).

---

## Conseil d'administration

---

### Membres fondateurs (Banque de France)

Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, président • Pierre Jaillet, directeur général des Études et des Relations internationales, vice-président • Benoît Mojon, directeur des Études monétaires et financières, secrétaire • Louis Bê Duc, trésorier

### Membres de droit

Anne Epaulard, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie • Sophie Thibault, ministère de l'Intérieur, de l'Outre-mer, des Collectivités territoriales et de l'Immigration • Claude Meidinger, ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche

### Membres cooptés

Xavier Ragot, CNRS et École d'économie de Paris • Cuong Le Van, CNRS • Richard Portes, CEPR

### Membre honoraire

Denise Flouzat

---

## Conseil scientifique

---

Klaus Adam (Université de Mannheim) \* • Arnoud Boot (Université d'Amsterdam) \* • Claudio Borio (BIS) • Francesca Cornelli (London Business School) • Carlo Favero (Université Bocconi) \* • Patrice Fontaine (EUROFIDAI) • Thierry Foucault (HEC Paris) \* • Pierre-Olivier Gourinchas (Université de Californie – Berkeley) \* • Denis Gromb (INSEAD) • Jean-Olivier Hairault (Université de Paris 1 – École d'économie de Paris) • Philipp Hartmann (BCE) • Philippe Martin (Sciences Po Paris) • Franck Portier (Toulouse School of Economics) • Hélène Rey (London Business School) • Stephen Schaefer (London Business School) \* • David Thesmar (HEC Paris) \*

\* également membre du comité d'évaluation

---

## Interview

---

### Alexandru Minea (Professeur des Universités, Université d'Auvergne), lauréat du prix *Jeune chercheur en économie* 2008 de la Fondation Banque de France

#### Que vous a apporté le prix *Jeune chercheur en économie de la Fondation Banque de France* ?

Avant de répondre, je voudrais préciser que j'ai été l'un des trois premiers lauréats<sup>1</sup> de ce prix, lancé en 2008. Nous avons été désignés par un jury composé de Xavier Freixas et Hélène Rey, auxquels j'adresse, comme à la Fondation, mes plus sincères remerciements. Pour revenir à votre question, le prix m'a permis de financer une décharge d'un tiers du service d'enseignement pendant deux ans. Outre le fait qu'il s'agit d'une réduction non négligeable des obligations de service, cette décharge fonctionne également comme un « bouclier » limitant de nombre des heures complémentaires. Cet allègement m'a facilité la rédaction d'une dizaine d'articles, la plupart issus de ma thèse et certains s'inscrivant dans les projets de recherche présentés dans le dossier de candidature pour le prix. Enfin, tout en étant reconnaissant de leur soutien envers les laboratoires CERDI et LEO et les Universités d'Auvergne et d'Orléans, je considère que c'est également grâce au prix *Jeune chercheur en économie* de la Fondation que j'ai pu bénéficier des meilleures conditions pour obtenir une habilitation à diriger des recherches (2009), puis pour passer l'agrégation (2010). D'ailleurs, l'obtention du concours d'agrégation ne signifie pas pour moi une diminution de l'activité de recherche, mais bien au contraire, une « rampe de lancement » pour une recherche future plus importante et d'une qualité plus élevée.

#### Quelles sont vos recherches actuelles ?

Comme j'ai pu l'évoquer auparavant, je continue à travailler sur des sujets proches de ma thèse, notamment l'articulation entre déficits et dettes publics, investissement public, règles budgétaires et croissance économique (reconnaissez que la conjoncture actuelle s'y prête à merveille !). Par ailleurs, mon champ principal d'investigation tourne à présent autour de la politique monétaire, sous différents aspects : l'impact du système financier sur la structure de financement des gouvernements, l'effet de la forme d'organisation du système monétaire sur la transmission des chocs monétaires externes (avec un regard particulier sur la « Caisse d'émission » bulgare et les Unions monétaires africaines) ou la relation entre système monétaire et qualité des institutions au sens large. Enfin, j'ai commencé récemment à m'intéresser aux questions de développement durable en engageant avec mes collègues du CERDI des travaux portant notamment sur les problèmes posés par la déforestation dans les pays en développement.

---

1 Les autres lauréats 2008 ont été Nicolas Jacquemet (Université de Paris 1) et Pamina Koenig (Université de Rouen) ; en 2008, elle était maître de conférences à l'Université de Paris Ouest.

---

## Contacts

---

**Secrétaire** • Benoît Mojon  
**Trésorier** • Louis Bê Duc  
**Assistante** • Catherine Estrela  
**Téléphone** • 01 42 92 29 91  
**Télécopie** • 01 42 92 49 37  
**Adresse postale** • Banque de France,  
41-1431 Fondation  
75049 Paris Cedex 01

**Courriel** • [fondation.rech@banque-france.fr](mailto:fondation.rech@banque-france.fr)

**Site internet** • [www.fondationbdf.fr](http://www.fondationbdf.fr)

---

**Responsable éditorial**  
Pierre Jaillet

**Rédacteur en chef**  
Louis Bê Duc

**Réalisation**  
Direction de la Communication  
Service des Publications économiques

**Maquette**  
Carine Otto

---

*Merci de nous communiquer vos réactions et suggestions sur cette Newsletter ou plus généralement sur l'activité de la Fondation en nous écrivant à : [fondation.rech@banque-france.fr](mailto:fondation.rech@banque-france.fr)*