



Éditorial

Hétérogénéité structurelle dans la zone euro

Pierre Jaillet, directeur général des Études et des Relations internationales

p. 2

À la une

Trois questions à... Jean Pisani-Ferry

p. 3

Synthèse de la conférence « Politique budgétaire et monétaire au lendemain de la crise financière »

organisée par la Banque de France, l'École d'économie de Paris
et l'EABCN les 8-9 décembre 2011 à Paris

p. 4

Enquête Banque de France auprès des milieux de la recherche : synthèse des résultats

p. 5

Focus

Convergence des taux d'inflation au sein de la zone euro

p. 6

Grâce à un test spécialement adapté aux petits échantillons, Claude Lopez montre la convergence manifeste des taux d'inflation dans le groupe des douze pays fondateurs de zone euro.

Les réserves obligatoires sont-elles efficaces pour la stabilité financière ?

p. 6-7

Pour de nombreux pays émergents, les réserves obligatoires sont un outil de politique économique. Pascal Towbin examine en quelles circonstances elles garantissent la stabilité financière et des prix.

Bulles spéculatives, taille du secteur financier et travail qualifié

p. 7

Comment comprendre la taille du secteur financier et l'attrait qu'il exerce sur le travail qualifié ? Pour Edouard Challe, la bulle financière est le nœud du problème.

Le commerce intra-firme des entreprises françaises

p. 7-8

Comment se détermine le périmètre d'une entreprise ? Delphine Irac valide les prédictions théoriques les plus récentes à partir de données de firmes françaises opérant à l'international.

Comment expliquer la dynamique de l'inflation aux États-Unis : chance ou bonne politique ?

p. 8

Les deux importent – mais pas seulement. Selon Filippo Ferroni, la « Grande modération » s'explique par une politique monétaire active, de moindres chocs et le comportement du secteur privé.

La flexibilité des cours de change à travers les crises financières

p. 8-9

Les politiques de change des pays émergents sont affectées par les tensions financières sur les marchés avancés. Virginie Coudert montre comment ces effets de contagion sont amplifiés pendant les crises.

Agenda

p. 2

C'est du passé...

p. 2-3

Publications

» Revues

p. 4-6

» Documents de travail

p. 7-8

Remerciements aux discutants

p. 9

Le bloc-notes DSGE

de Michel Juillard

p. 9

À noter sur l'agenda

Indicateurs de vulnérabilité macroéconomiques et financiers dans les économies avancées • Strasbourg, 13-14 septembre 2012

18^e Conférence Internationale en économétrie des panels • Paris, les 5 et 6 juillet 2012

Les événements passés

Conférences et Colloques

"Firms' financing and default risk during and after the crisis" • 9 et 10 février 2012 à Paris

"The Euro Area Sovereign debt crisis" • 19 décembre 2011 à Paris

"Fiscal and Monetary Policy in the Aftermath of the Financial Crisis" • 8 et 9 décembre 2011 à Paris

"Forecasting the Business Cycle" • 1^{er} et 2 décembre 2011 à Paris

Séminaires de la Fondation Banque de France

Cédric Tille (Graduate Institute, Genève), "Self fulfilling risk panics" • 1^{er} juillet

Francesco Lippi (Université de Sassari), "The Optimum Quantity of Money with Borrowing Constraints" • 5 août 2011

Céline Rochon (Université d'Oxford), "From search to match : when loan contracts are too long" • 31 août 2011

Enrique Mendoza (Université du Maryland), "Financial innovation, the discovery of risk and the US credit crisis" • 9 septembre 2011

Fabio Canova (Université Pompeu Fabra), "Club Med? Cyclical Fluctuations in the Mediterranean Basin" • 6 septembre 2011

Estrella Gomez Herrera (Université de Grenade), "Is there a "euro effect" on trade? New evidence using gravity equations with panel cointegration techniques" • 15 septembre 2011

Thomas Eife (Université d'Heidelberg), "Optimal price setting during a currency changeover : theory and evidence from French restaurants" • 22 septembre 2011 .../...

Hétérogénéité structurelle dans la zone euro

Pierre Jaillet, directeur général des Études et des Relations internationales



À l'origine, comme le rappelle Jean Pisani-Ferry, l'union monétaire européenne ne réunissait pas les caractéristiques d'une zone monétaire optimale ; c'est sans doute pourquoi les thèmes de l'homogénéité et de la convergence ont toujours été une préoccupation centrale dans le processus de construction de la zone euro : que ce soit pour y entrer (critères de Maastricht) ou pour prévenir les déséquilibres vers lesquels pourrait dériver tel ou tel État membre. Après 12 ans d'expérience et à la suite de la crise, les chefs d'État et de gouvernement ont pris la mesure des limites de ce dispositif de « surveillance » et apporté des améliorations notables (renforcement du Pacte de stabilité et de croissance, meilleure prise en compte des déséquilibres extérieurs, notamment, dans le cadre du « Pacte euro plus »).

Mais la crise a aussi révélé les risques liés à la persistance d'hétérogénéités structurelles au sein de l'Union économique et monétaire. Certes, la stratégie « Europe 2020 », succédant à la stratégie de Lisbonne, définit des objectifs communs de réformes structurelles : convergence des taux d'emploi des 20-64 ans à des niveaux supérieurs à 75 %, augmentation de la part de la R&D dans le PIB (à 3 %), diminution de l'échec scolaire, du taux de pauvreté, des émissions de gaz à effet de serre. Mais ces objectifs, pour autant qu'ils soient respectés, ne donneront des résultats qu'à long terme. Or le processus de rattrapage réel s'est pratiquement interrompu dans un certain nombre de pays (particulièrement dans les petites économies du Sud), avec une polarisation marquée des activités manufacturières, en particulier, vers les économies les mieux dotées à l'origine. Les conséquences sont désormais bien connues : déséquilibres durables du commerce extérieur, marchés du travail peu performants, réactions hétérogènes à des chocs, perte d'efficacité des instruments de politique économique par rétrécissement des bases fiscales, fragilisation des institutions financières locales et en l'absence de budget fédéral « amortisseur », obligation de mettre en place de filets de sécurité communautaires (FESF, MES). La reprise du processus de rattrapage structurel est donc un enjeu majeur pour le bon fonctionnement de l'UE pour faciliter le rapprochement dans la zone euro d'économies organisées autour de « clusters » qui ne convergent plus.

Un préalable est de prendre la mesure du problème : en mobilisant un ensemble très large d'indicateurs structurels publiquement disponibles sur chaque pays de la zone euro au niveau agrégé (éducation, dépenses de R&D, brevets, taux d'emploi, réglementations des marchés, charge administrative, économie souterraine etc.), il est possible par la construction d'une métrique appropriée de mesurer l'hétérogénéité structurelle de la zone euro et son évolution depuis le milieu de années quatre-vingt-dix. Quatre pays de la zone euro à 12 se singularisent par des facteurs structurels relativement défavorables : l'Espagne, la Grèce, l'Italie et le Portugal. Ainsi par exemple, l'Espagne, la Grèce et l'Italie ont des taux d'emploi très faibles. En Espagne, l'échec scolaire reste important et la formation continue peu développée. Jusqu'à une époque récente, l'Italie avait un système d'indemnisation du chômage parcellaire et une protection des emplois permanents bien supérieure à ses partenaires.

D'après cette analyse quantitative menée à la direction des Études micro-économiques et structurelles, la zone euro se structure donc autour de deux groupes – le groupe formé par ces quatre pays et les autres pays. Cette bipolarisation s'est accrue depuis les années quatre-vingt-dix, car la distance entre les groupes n'a fait qu'augmenter alors que les groupes eux-mêmes sont restés assez homogènes.

Une telle analyse empirique montre que la monnaie unique ne suffit pas à induire de manière spontanée, endogène, une convergence structurelle des économies. Après le diagnostic vient la prescription : la stratégie « Europe 2020 » définit le cadre commun. Plusieurs pays, tels que l'Espagne, l'Italie ou le Portugal récemment, ont mis en œuvre des programmes ambitieux de réformes structurelles, ciblant tant le marché du travail que la fonction publique, les systèmes de retraites ou les marchés des biens et services, qui visent une convergence équilibrée entre flexibilité et protection (des entreprises, des travailleurs, etc.) sur les différents segments de l'activité économique. La crise financière a par ailleurs mis en évidence la nécessité de mettre en place, dans le cadre d'un marché financier totalement ouvert, des procédures harmonisées de régulation macro-prudentielle, associées à la surveillance des risques systémiques. Tous ces facteurs doivent concourir à renforcer l'homogénéité des canaux de transmission, et partant, la visibilité et l'efficacité de la politique monétaire unique.

Andrew Siegel (Washington Université),
"Reflections on Conditioning Information in Portfolios" • 12 octobre 2011

Mark Spiegel (FRB San Francisco), *"Currency Composition of International Bonds: the EMU Effect"* • 24 octobre 2011

Ethan Cohen-Cole (Université du Maryland) et Yves Zenou (Université de Stockholm), *"Systemic Risk and Network Formation in the Interbank Market"* • 25 octobre 2011

Jesper Lindé (FRB), *"Fiscal Consolidations in Currency Unions: Spending Cuts Vs, Tax Hikes"* • 27 octobre 2011

Lorenzo Ciari (Institut européen de Florence), *"Issues on competition policy"* • 6 décembre 2011

Iftekhar Hasan (Fordham Université et Banque de Finlande), *"Bank supervision and information content: global evidence"* • 9 décembre 2011

Trois questions à... Jean Pisani-Ferry



Directeur de Bruegel et professeur à l'Université Paris-Dauphine

L'hétérogénéité structurelle des pays de la zone euro s'est-elle réduite depuis 1999 ?

La question de l'hétérogénéité structurelle des pays de la zone euro a été abondamment étudiée durant la période qui a précédé l'unification monétaire, et l'idée selon laquelle l'UEM risquait d'être assez éloignée de l'idéal d'une zone monétaire optimale faisait largement consensus au sein de la recherche économique. Une comparaison avec les États-Unis a montré que l'hétérogénéité des pays de la zone euro était plus élevée, notamment en ce qui concerne les pays européens de la périphérie, et que les mécanismes d'ajustement tels que la mobilité de la main-d'œuvre, les transferts budgétaires automatiques et la diversification financière étaient moins puissants. En outre, le risque qu'une politique monétaire unique puisse entraîner des bulles du crédit importantes avait également été prédit.

À cette époque, cependant, on avait tendance à faire peu de cas de cette littérature. On espérait que l'introduction de la monnaie unique suffirait à transformer de façon endogène la zone euro en une zone monétaire optimale. On pensait que les effets de création d'échanges de la monnaie unique allaient réduire l'asymétrie des cycles conjoncturels et qu'un ancrage solide des anticipations d'inflation permettrait à la politique monétaire commune de s'adapter aux besoins de pays différents. On supposait également que l'abandon de la flexibilité du taux de change favoriserait la flexibilité des prix de façon endogène.

A posteriori, cette lecture s'est révélée exagérément optimiste. La convergence nominale s'est accompagnée d'un processus de divergence du côté de la demande. Les différentiels d'inflation se sont révélés durables et se sont traduits par des écarts de compétitivité importants au sein de la zone euro. L'effet de création d'échanges a été très limité. L'activité manufacturière s'est essentiellement concentrée dans les pays du cœur de la zone euro. Les positions extérieures ont divergé d'une manière régulière.

Dans quelle mesure cette hétérogénéité est-elle à l'origine de la crise de l'été 2011 ?

La crise budgétaire grecque est la cause immédiate de la crise, mais l'hétérogénéité au sein de la zone euro a certainement contribué à l'accumulation de distorsions intenable de taux de change réels et de déséquilibres des soldes courants. À mesure que la crise s'amplifiait, il devenait de plus en plus évident que les évolutions du crédit au secteur privé au cours des dix années précédentes, les écarts de prix et les asymétries qui en résultaient en termes de parts relatives du secteur abrité et du secteur exposé remettaient en question le bien-fondé d'investir dans le sud de l'Europe. De plus, l'intégration financière s'est avérée plus déstabilisante qu'initialement prévu. Elle a été considérée comme l'une des réussites majeures de l'euro, mais des pays comme la Grèce, le Portugal et l'Espagne, dont le financement des déficits extérieurs élevés dépendait largement de l'intermédiation des banques étrangères, se sont montrés très vulnérables au retournement des entrées de capitaux. Les doutes des marchés financiers concernant la solvabilité se sont immédiatement traduits par des sorties massives de capitaux, qui ont rendu la situation des systèmes bancaires nationaux encore plus précaire et renforcé les craintes quant à la situation des États souverains.

Comment la politique économique peut-elle gérer cette hétérogénéité ?

La stratégie actuelle met presque exclusivement l'accent sur l'ajustement budgétaire. Il est incontestable que les finances publiques doivent être ramenées sur une trajectoire soutenable pour rétablir la confiance des marchés, et il est tout aussi vrai que l'ajustement budgétaire dans les pays du Sud contribue à la correction des distorsions de taux de change réels. Cet ajustement est toutefois un processus qui affectera inévitablement l'ensemble de la zone euro. Le partage du fardeau entre le Nord et le Sud a donné lieu à un débat confus, auquel le cadre de politique monétaire de la BCE fournit au final la réponse. La stabilité des prix doit être maintenue dans l'ensemble de la zone euro, l'inflation étant moins élevée dans les pays en déficit et plus élevée dans les pays en excédent. De cette manière, la politique monétaire contribuera au rééquilibrage, sous réserve que les évolutions des prix dans le cadre de ce processus ne soient pas contrebalancées par les politiques budgétaires, salariales ou macroprudentielles suivies dans le Nord.

« La crise financière : quels enseignements pour la macroéconomie internationale ? Synthèse de la conférence AEJ Macro/BDF/CEPR/ECARES/PSE des 28 et 29 octobre 2011 », M. Bussière et Y. Kalantzis, *Bulletin de la Banque de France* n° 186, 4^e trimestre

“Particle filters for continuous likelihood evaluation and maximization”, S. Malik et M. Pitt, *Journal of Econometrics*, décembre, 165, p. 190-209

“Bubbles and self-fulfilling crises”, X. Ragot, E. Challe, *B.E. Journal of Macroeconomics*, 11(1), 2011

« Les commissions de surendettement des ménages : de l'objectif de négociation à la prévention de la rechute », H. Fraisse et A. Muller, *Économie et Statistique*, n° 443, p. 3-27, novembre 2011

“Exchange Rate Volatility across Financial Crises”, V. Coudert, C. Couharde et V. Mignon, *Journal of Banking and Finance*, novembre 2011, v. 35, iss. 11, p. 3010-3018

« Nouveaux défis pour la dette publique dans les pays avancés », C. Bouthevillain, G. Dufrénot et P. Jaillot, *Revue Économique*, novembre, 62(6), p. 965-69

« L'impact des fondamentaux macroéconomiques sur les *spreads* souverains de la zone euro est-il influencé par les réformes financières ? », O. Damette, G. Dufrénot et P. Frouté, *Revue Économique*, novembre, 62(6), p. 1135-1145

“Can fiscal policy stimulus boost economic recovery?”, L. Agnello et R. Sousa, *Revue Économique*, novembre, 62(6), p. 1045-66

“Surplus Consumption Ratio and Expected Stock Returns”, I. Ghattassi, *Annales d'Économie et de Statistiques*, octobre, 103/104 (2), p. 241-268

« La BCE : Quels scénarios de sortie de crise ? », C. Bordes et L. Clerc, *Revue d'Économie Financière*, octobre, 103, p. 117-144

“Lumpy price adjustments: A microeconomic analysis”, P. Sevestre, E. Dhyne, C. Fuss et H. Pesaran, *Journal of Business and Economic Statistics*, octobre, 29(4), p. 529-540

« Coordination internationale et sortie de crise : Quel rôle pour le G20 ? », B. Cabrillac et P. Jaillot, *Revue d'Économie Financière*, octobre, 103, p. 237-255

« Quelques éléments empiriques sur la crise financière récente », V. Coudert et V. Mignon, *Revue d'Économie Financière*, octobre, 103, p. 21-40 .../...

Synthèse de la conférence « Les politiques budgétaire et monétaire au lendemain de la crise financière »

8-9 décembre 2011 à Paris

La récente crise financière a conduit les autorités budgétaires et monétaires à travers le monde à prendre des mesures sans précédent. La conférence avait pour objectif de réunir décideurs et universitaires réputés autour de travaux analytiques récents. Elle était organisée avec PSE (Paris School of Economics) dans le cadre du partenariat entre la Banque de France, PSE, l'EABCN (Euro Area Business Cycle Network) et *The Economic Journal*. Elle s'est tenue les 8 et 9 décembre à PSE dans la Maison des sciences économiques.

Les niveaux de dette publique et de déficits budgétaires se sont considérablement accrues depuis le début de la crise financière, posant la question de leur soutenabilité et des stratégies d'assainissement appropriées. Les mesures budgétaires correctrices sont en effet une conséquence naturelle des niveaux d'endettement jugés non soutenables. La première partie de la conférence avait trait aux conséquences des différentes stratégies de stabilisation budgétaire sur la croissance économique. Les thèmes abordés comprenaient une comparaison des différentes stratégies d'assainissement budgétaire fondées sur la réduction des dépenses ou le relèvement de la fiscalité, l'amélioration de l'estimation du multiplicateur budgétaire, et une analyse de l'interaction entre multiplicateurs de dépenses et risque souverain.

La deuxième partie visait à mieux comprendre l'interaction entre marchés financiers et risque souverain. Les années antérieures à la crise ont été caractérisées par une forte augmentation de l'endettement des ménages et des créances sur le secteur privé dans plusieurs économies avancées. Dans ce contexte, les analyses présentées examinaient les effets de l'endettement des ménages sur la transmission des chocs de dépense publique dans un modèle néo-keynésien intégrant le chômage.

La troisième partie était consacrée au rôle des anticipations dans la conduite des politiques budgétaire et monétaire. Les présentations soulignaient que la conduite optimale de la politique monétaire dépend cruciallement de l'ancrage des anticipations et examinaient comment l'échéance de la dette publique influe sur le taux optimal d'inflation et en quoi l'incertitude affecte le calendrier et la nature des mesures d'assainissement budgétaire.

Les derniers travaux, motivés par la hausse rapide des prix d'actifs avant la crise, s'enquéraient si les banques centrales devaient « aller à contre-courant » pour prévenir les excès. L'un d'eux remettait en question l'idée reçue selon laquelle un resserrement de la politique monétaire pouvait contrer les bulles de prix d'actifs. D'autres montraient l'intérêt de recourir conjointement à une politique macroprudentielle *ex ante* et à des mesures de relance *ex post* pour remédier aux imperfections financières résultant d'un endettement excessif.

La conférence s'est conclue par une table ronde avec Pierre Jaillot, Daniel Cohen, Albert Marcet et Frank Smets. Les participants ont examiné les conséquences de la crise financière mondiale et des turbulences en zone euro sur les politiques budgétaire et monétaire actuelles et futures. Les principaux sujets abordés touchaient aux raisons d'être des tensions sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro, à l'interaction entre politiques monétaire et macroprudentielle, ainsi qu'aux difficultés inhérentes à l'évaluation de la soutenabilité budgétaire. Si les débats ne permettent pas de tirer de conclusions définitives, ils ont permis aux chercheurs de présenter leurs principales conclusions et de témoigner des progrès rapides accomplis dans ce domaine depuis la crise.

“Trend Agnostic One-Step Estimation of DSGE Models”, F. Ferroni, *B.E. Journal of Macroeconomics: Advances in Macroeconomics*

« Les entreprises après la crise – colloque Banque de France, 28 juin 2011 », *Bulletin de la Banque de France* n° 185, 3^e trimestre

« Défis pour les politiques monétaires et budgétaires à court et long terme – Synthèse de la conférence Banque de France/Bundesbank des 19 et 20 mai 2011 à Hambourg », L. Clerc, H. Kempf et X. Ragot, *Bulletin de la Banque de France* n° 185, 3^e trimestre

« Après la chute, la recomposition du commerce international – Synthèse de la conférence Banque de France/PSE/CEPII des 25 et 26 mai 2011 », P. Bourgeon, J.-C. Bricongne et G. Gaulier, *Bulletin de la Banque de France* n° 185, 3^e trimestre

“Does Euro or Dollar Pegging Impact the Real Exchange Rate? The Case of Oil and Commodity Currencies”, V. Coudert et C. Couharde et V. Mignon, *World Economy*, septembre 2011, v. 34, iss. 9, p. 1557-1592

“Externality in labor supply and government spending”, J. Matheron, J.-G. Sahuc et P. Fève, *Economics Letters*, septembre 2011, v. 112, iss. 3, p. 273-276

“Booms and Busts in Housing Markets: Determinants and Implications”, L. Agnello et L. Schuknecht, *Journal of Housing Economics*, septembre 2011, v. 20, iss. 3, p. 171-190

« Les comportements d'emprunt des régions françaises : Quel degré d'hétérogénéité ? », G. Dufrénot, P. Frouté et C. Schalck, *Revue Économique*, septembre, 62(5), p. 919-940

“Gold and financial assets: Are there any safe havens in bear markets?”, V. Coudert et H. Raymond-Feingold, *Economics Bulletin*, vol. 31(2), p. 1613-1622

“Would the Bundesbank Have Prevented the Great Inflation in the United States?”, L. Benati, *Journal of Economic Dynamics and Control*, juillet 2011, v. 35, iss. 7, p. 1106-1125

“Public housing and regional segregation of immigrants in France, 1968-1999”, G. Verdugo, *Population*, 2011, vol. 66(1), p. 169-193

“What prospects for a European Debt Agency?”, L. Daniel et P. Diev, *Revue Économique*, vol. 62(6), p. 1147-1162

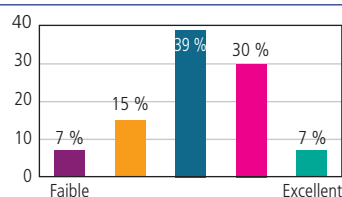
« Plus grandes, plus fortes, plus loin... Les performances des firmes exportatrices françaises », M. Crozet, I. Méjean et S. Zignago, *Revue Économique*, 62(4), p. 717-736

.../...

Enquête de la Banque de France auprès des milieux de la recherche : synthèse des résultats

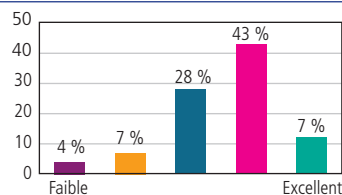
La Banque a mené, en novembre dernier, une enquête auprès des milieux de la recherche sur la qualité de sa contribution globale à la recherche (67 réponses). Dix questions étaient posées sur la Fondation Banque de France pour la recherche, sur la DGEI, et sur les partenariats de la Banque avec la communauté scientifique. Celles qui concernent la DGEI en particulier sont restituées ci-dessous.

Question 1 • La Banque a-t-elle acquis une réputation d'excellence pour sa production de recherche en comparaison de la BCE, de la Réserve Fédérale ou d'autres banques centrales ?



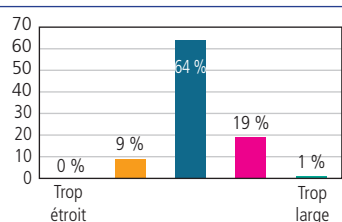
La réponse la plus fréquente (39 % des cas) est que la qualité de la recherche est satisfaisante. Selon 22 % des opinions exprimées, la qualité de la recherche est en dessous des attentes, contre 37 % estimant au contraire qu'elle est au-dessus.

Question 2 • Comment évaluez-vous la DGEI pour son soutien à la recherche dans la communauté scientifique internationale (forums étudiants-entreprises, conférences, séminaires, etc.) ?



L'action de la DGEI en soutien de la recherche dans la communauté scientifique est jugée favorablement : 55 % des répondants estiment que sa performance est au-dessus des attentes et même parfois remarquable, contre 28 % qu'elle est raisonnable.

Question 3 • Les centres d'intérêt de l'équipe de recherche sont-ils appropriés pour une banque centrale ?



Une majorité de répondants considère que les domaines d'investigation des chercheurs de la DGEI correspondent à ceux qu'on attend d'une banque centrale. L'excès en pourcentage de ceux qui suggèrent une délimitation plus étroite est faible.

Quels sont vos commentaires ou suggestions de nature à améliorer la contribution de la DGEI à la recherche ?

Le principal message à retenir de l'enquête est que la réputation de la DGEI apparaît largement fondée sur le soutien qu'elle apporte à la communauté de la recherche, plus encore que sur son propre palmarès de publications, même si les thèmes eux-mêmes sont jugés pertinents. Quelques suggestions sont faites pour combler cet écart, comme l'appui d'un comité d'orientation international ou le recours à une évaluation de la recherche à la DGEI auprès d'un large panel de chercheurs. La DGEI est invitée à « prendre des risques » en anticipant les thèmes porteurs d'avenir et mise en garde contre les risques d'une recherche dirigée, qui pourrait réduire sa visibilité dans les revues. Le développement d'échanges avec des chercheurs invités anciens ou nouveaux, le recrutement sur les forums d'emploi junior, ou la mise en place de contrats à temps partiel avec des chercheurs expérimentés sont présentés comme des initiatives importantes – c'est précisément ce qu'a fait la DGEI au cours des dernières années. Un répondant conclut qu'il pouvait être trop tôt pour percevoir les retombées des dispositions nouvelles de la DGEI vis-à-vis de la recherche : sa réputation s'améliore constamment, mais il faut du temps pour l'évaluer.

« Évaluation de la politique monétaire dans un modèle DSGE pour la zone euro », S. Adjemian et A. Devulder, *Revue Française d'Économie*, juillet, 26(1), p. 201-245

“*The Economics of Badmouthing: Libel Law & the Underworld of the Financial Press in France Before World War I*”, V. Bignon et M. Flandreau, *The Journal of Economic History*, 71(3), p. 616-653

“*Are the effects of fiscal changes different in times of crises and non crises? The French case*”, C. Bouthevillain et G. Dufrénot, *Revue d'Économie Politique*, 121(3), p. 341-407

« Crise et croissance : une stratégie pour la France », P. Aghion, G. Cette, É. Cohen et M. Lemoine, *Rapport du Conseil d'analyse économique*

« Comment relever la croissance potentielle après la crise ? Forces et faiblesses des évaluations de la croissance potentielle », M. Chetouane et M. Lemoine, complément au *Rapport du Conseil d'analyse économique* « Crise et croissance : une stratégie pour la France »

« Une analyse fine de la concurrence internationale entre la France et l'Allemagne », J.-C. Bricongne, L. Fontagné et G. Gaulier, complément au *Rapport du Conseil d'analyse économique* « Crise et croissance : une stratégie pour la France »

« Désintermédiation ou diversification financière : Le cas des pays développés », J.-C. Bricongne, M. Boutillier, *Revue d'Économie Politique*, 121(4), p. 547-582

« Utilisation et déclassement du capital », A. Bonleu, G. Cette, G. Horny, *Revue d'Économie Politique*, 121(6), p. 871-892

Convergence des taux d'inflation au sein de la zone euro

Les taux d'inflation et leur convergence au sein de la zone euro ont été une préoccupation majeure bien avant l'avènement de la monnaie unique. La récente crise financière et ses importantes répercussions sur plusieurs pays de la zone euro ayant des taux d'inflation élevés ont renforcé cet intérêt, particulièrement au regard de l'objectif de stabilité des prix de la Banque centrale européenne (BCE).

Évaluer la convergence des taux d'inflation de la zone euro depuis l'introduction de la monnaie unique est un exercice difficile car la période observée est relativement courte et ne permet pas d'obtenir des résultats concluants avec les outils statistiques généralement utilisés pour tester la convergence.

Claude Lopez et David Papell traitent cette question en deux étapes. Dans un premier temps, ils utilisent une nouvelle procédure d'estimation adaptée aux petits échantillons et montrent qu'il y a clairement eu convergence des taux d'inflation dans le groupe des douze pays fondateurs de la zone euro. Dans un second temps, ils montrent que ces pays respectent l'objectif de stabilité des prix de la BCE, en groupe et individuellement. Ce résultat reste valable même si une minorité de pays, à savoir la Grèce, l'Irlande et l'Espagne, affichent le plus souvent, depuis leur adhésion, des taux d'inflation constamment plus élevés que dans le reste de la zone euro. La perte de compétitivité-prix a contribué aux déséquilibres commerciaux et aux déficits des comptes courants qui expliquent en partie la formation de bulles et la faiblesse de ces pays face à la crise de 2008. Fait intéressant, la crise a agi comme un mécanisme de « réalignement » du taux d'inflation en Espagne et en Irlande, mais pas en Grèce.

C. Lopez et D. Papell, "Convergence of euro area inflation rates", *Journal of International Money and Finance*, à paraître

Claude Lopez est économiste senior au service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales (SEMSI). Avant de rejoindre la Banque de France, elle a été professeur d'économie à l'Université de Cincinnati (États-Unis). Ses travaux sur les questions de convergence sur une taille d'échantillon finie ont été publiés, entre autres, dans *Journal of Money Credit and Banking*, *Journal of International Money and Finance* and *Econometrics Reviews*.



Les réserves obligatoires sont-elles efficaces pour la stabilité financière ?

Les banques centrales émergentes sont confrontées à un dilemme bien connu en phases d'expansion du crédit liées aux afflux de capitaux : relever les taux pour endiguer les flux de crédit peut favoriser l'entrée des capitaux et l'appréciation de la monnaie. De nombreux pays, comme le Brésil, la Chine et la Turquie, utilisent donc les réserves obligatoires en complément d'autres politiques.

Christian Glocker et Pascal Towbin construisent un modèle de petite économie ouverte à prix rigides, dotée de frictions financières et d'un secteur bancaire soumis à la constitution de réserves. Si les autorités monétaires ciblent le taux d'intérêt ou le cours de change, elles ajustent automatiquement le niveau des réserves obligatoires par une expansion endogène de la base monétaire. Les réserves obligatoires agissent essentiellement comme une taxe sur les dépôts et creusent l'écart entre taux débiteurs et créditeurs. Leur hausse entraîne à la fois une dépréciation du cours de change et un durcissement des conditions de crédit, avec des effets ambigus sur la production et l'inflation.

Au total, les résultats indiquent que les réserves obligatoires ne peuvent contribuer à l'objectif de stabilité des prix que si les frictions financières sont importantes. Elles peuvent avoir une grande efficacité si la banque centrale a un objectif de stabilité financière en lien avec une dette libellée en monnaie étrangère. .../...

Les documents de travail de la Banque de France

358 Accès aux marchés mondiaux et régionaux, José de Sousa, Thierry Mayer et Soledad Zignago

357 Contrôles des capitaux et effets de *spillover*: étude empirique sur les pays d'Amérique latine, Frederic Lambert, Julio Ramos-Tallada et Cyril Rebillard

356 Intermédiation financière et appropriabilité de l'information, Régis Breton

355 Structure de réseau de production et résilience aux catastrophes naturelles, Fanny Henriot, Stéphane Hallegatte, et Lionel Tabourier

354 Politiques fiscales discrétionnaires, dépenses privées et épisodes de crise, Luca Agnello, Davide Furceri et Ricardo M. Sousa

353 Rigidité des prix et persistance de l'inflation sectorielle : un réexamen, Hervé Le Bihan et Julien Matheron

352 Risques de crédit et de liquidité dans les courbes de taux souveraines de la zone euro, Alain Monfort et Jean-Paul Renne

351 Une interprétation de la relation heures travaillées/progrès technique, Cristiano Cantore, Filippo Ferroni et Miguel A. León-Ledesma

350 Soutenabilité de la dette publique, risque de défaut et écarts de rendements obligataires souverains dans la zone euro, Vladimir Borgy, Thomas Laubach, Jean-Stéphane Mésonnier et Jean-Paul Renne

349 Aversion au risque et incertitude sur les marchés obligataires souverains européens, Valère Fourel et Julien Idier

348 Quelle utilité de la « perte marginale anticipée » pour la mesure de l'exposition au risque systémique ? Une évaluation pratique, Julien Idier, Gildas Lamé et Jean-Stéphane Mésonnier

347 Distributions de probabilités endogènes dans des modèles non linéaires à anticipations rationnelles, Jean Barthélemy et Magali Marx

346 Déréglementation dans le secteur des services, concurrence et performance des entreprises françaises et italiennes, Francesco Daveri, Rémy Lecat et Maria Laura Parisi

345 Pouvoir exécutoire des dettes et rendement de la monnaie, Mariana Rojas-Breu .../...

Dans leurs travaux ultérieurs, les auteurs trouvent dans les données brésiliennes des éléments militant en faveur des principales prédictions de leur modèle.

C. Glocker, P. Towbin, Reserve requirements for price and financial stability: When are they effective?, *International Journal of Central Banking*, mars 2012

Pascal Towbin est économiste au service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales (SEMSI) depuis 2010. Il est titulaire d'un doctorat de l'Institut de hautes études internationales et du développement à Genève. Ses recherches portent sur les questions macroéconomiques internationales, en particulier sur les flux de capitaux, sur les régimes de change et sur l'intégration financière.



Bulles spéculatives, taille du secteur financier et travail qualifié

La crise a conduit les économistes à s'interroger sur la place du secteur financier au regard des services qu'il rend à l'économie. Quatre faits stylisés majeurs ont pu être observés ces vingt dernières années aux États-Unis et, dans une moindre mesure, dans les autres pays de l'OCDE : sa croissance prononcée, l'explosion des rémunérations financières, le creusement des inégalités salariales, et l'apparition de bulles financières à répétition.

Pour relier ces évolutions, Pierre Cahuc (CREST) et Edouard Challe construisent un modèle à générations imbriquées dans lequel les agents choisissent de travailler dans le secteur productif « classique » ou dans le secteur financier. Le secteur financier réalise l'intermédiation nécessaire entre l'épargne des ménages et l'investissement des firmes, mais jouit d'un pouvoir d'extraction de rente. Dans ce contexte, une bulle financière rationnelle élève à la fois le rendement des actifs et la rente prélevée par le secteur financier.

À l'équilibre de libre entrée, les travailleurs qualifiés sont attirés par ce secteur rémunérateur, ce qui raréfie le travail qualifié dans le reste de l'économie et élève mécaniquement la prime de qualification. Dans le même temps, le manque de main-d'œuvre qualifiée dans le secteur productif fait baisser la productivité, et donc le salaire réel, du travail non qualifié. En définitive, la bulle financière accroît la taille du secteur financier, les rémunérations dans la finance et les inégalités de salaire dans toute l'économie.

P. Cahuc, E. Challe, "Produce or speculate ? Asset bubbles, occupational choice and efficiency", *International Economic Review*, à paraître

Edouard Challe est chargé de recherche au CNRS, professeur chargé de cours à l'École Polytechnique, chercheur associé au CREST et consultant à la Banque de France. Il a enseigné auparavant à l'université de Cambridge puis à l'université Paris-Dauphine. Sa recherche porte sur les bulles spéculatives et la volatilité des prix d'actifs d'une part, sur les comportements d'épargne de précaution et de thésaurisation de liquidité d'autre part. Ses travaux de recherche ont paru dans des revues telles que *Journal of Economic Theory*, *Economic Theory*, *Economic Journal* et *Journal of Economic Dynamics and Control*.



Le commerce intra-firme des entreprises françaises

Une firme fait sans cesse des choix entre opérer en son sein (« commerce intra-firme ») ou au sein du marché. Un problème-clé est celui du hold-up. Lorsque la production requiert des investissements spécifiques des parties prenantes aux contrats (formation d'employés, équipements spécialisés, ...), chacune d'elles est prisonnière de sa relation exclusive à l'autre lorsque surviennent des circonstances imprévues. Selon la théorie des contrats incomplets, ce sont les droits de contrôle qui déterminent, ex post, le partage des rentes et, ex ante, la frontière des firmes. .../...

344 Effets de richesse sur les plans de consommation : les ménages français dans la crise, Luc Arrondel, Frédérique Savignac et Kevin Tracol

343 Utilisation et déclassement du capital, Antoine Bonleu, Gilbert Cette et Guillaume Horny

342 Mesurer le NAIRU: une approche complémentaire, Marie-Elisabeth de la Serve et Matthieu Lemoine

341 Le *pass-through* du taux de change dans les nouveaux pays membres de l'UE, Ramona Jimborean

340 Défaut, liquidité et crises : un cadre économétrique, Alain Monfort et Jean-Paul Renne

339 L'impact de la politique monétaire conventionnelle sur le marché du collatéral : le cas du marché des titres français, Sanvi Avouyi-Dovi et Julien Idier

338 Nouvelle méthode d'estimation de la persistance : une application à la parité du pouvoir d'achat, Claude Lopez, Christian J. Murray et David H. Papell

337 Note sur le taux de chômage des régions françaises d'outre-mer, Jean François Hoarau, Claude Lopez et Michel Paul

336 Quel a été l'impact des chocs globaux sur les taux de change effectifs réels des pays de la zone euro depuis sa création ?, Matthieu Buisnière, Alexander Chudik et Arnaud Mehl

335 Immigration et choix d'emploi des natifs : une approche basée sur la proportion des facteurs, Javier Ortega et Grégory Verdugo

334 Racine unitaire, changements en niveau et dans la tendance : une nouvelle méthode d'évaluation, Mohitosh Kejriwal et Claude Lopez

333 Conséquences macroéconomiques de flux migratoires endogènes mondiaux : une analyse en équilibre général, Vladimir Borgy, Xavier Chojnicki, Gilles Le Garrec et Cyrille Schweltnus

332 La stabilité des systèmes macro-économiques avec apprentissage bayésien, James B. Bullard et Jacek Suda

331 Impact de la crise sur la croissance potentielle : une approche par les modèles à composantes inobservables, Matthieu Lemoine, Marie-Elisabeth de la Serve et Mabrouk Chetouane

Dans une publication cosignée avec Gregory Corcos (HEC Norvège), Giordano Mion (LES) et Thierry Verdier (PSE), Delphine Irac corrobore, à partir de données françaises, les principales prédictions relatives aux frontières des firmes internationales : (i) les firmes intensives en capital et en travail qualifié, de même que les firmes les plus productives, font plus de commerce intra-firme ; (ii) les importations intra-firmes sont susceptibles de venir plutôt de pays au capital abondant ; (iii) les firmes les plus productives (mais pas nécessairement de caractéristiques moyennes) importent davantage en intra-firme de pays dotés de bonnes structures d'application des contrats.

Ainsi une firme de haute technologie, par exemple dans la pharmacie, préférera créer une filiale dans un pays partenaire doté d'institutions juridiques de qualité plutôt que de faire affaire avec des firmes de ce pays. Certes, la qualité du cadre institutionnel facilite le commerce entre firmes, en diminuant notamment les coûts de transaction associés aux litiges. Mais plus encore, elle sécurise les droits de propriété particulièrement importants pour une firme de haute technologie. C'est ce deuxième effet qui prédomine.

D. Irac, G. Corcos, G. Mion et T. Verdier, "The determinants of intrafirm trade: Evidence from French firms", *The Review of Economics and Statistics*, à paraître

Titulaire d'un PhD de l'Université de Columbia, Delphine Irac est chef du service d'Études des politiques structurelles et chargée de cours à Paris School of Economics.



Comment expliquer la dynamique de l'inflation aux États-Unis : chance ou bonne politique ?

Les taux d'inflation et les taux d'intérêt nominaux aux États-Unis ont un profil en U inversé, lequel augmente au début des années soixante-dix et diminue au début des années quatre-vingt. La volatilité de l'inflation a baissé de façon spectaculaire depuis le milieu des années quatre-vingt. Pour les uns, la politique monétaire passive est devenue active au début des années quatre-vingt (hypothèse de la « bonne politique ») et, devenant plus prévisible, a favorisé un environnement macroéconomique moins volatil. Pour d'autres, le recul de la volatilité de l'inflation a principalement résulté de la moindre intensité des chocs subis par l'économie américaine (hypothèse de la « simple question de chance »).

Fabio Canova et Filippo Ferroni cherchent à déterminer quelle explication est la plus plausible en estimant un modèle DSGE sur des échantillons glissants de longueur fixe. Ils montrent que la baisse de volatilité de l'inflation est due en partie à la politique monétaire, mais ils décèlent également des variations de l'estimation de la variance des chocs, ce qui conforte l'hypothèse de la chance. Fait intéressant, le secteur privé semble aussi avoir joué un rôle spécifique. L'arbitrage sur les encaisses réelles et le coût d'ajustement des investissements ont pesé en fin d'échantillon et contribué à expliquer le tassement de la volatilité de l'inflation.

F. Canova, F. Ferroni, The dynamics of US inflation: Can monetary policy explain the changes?, *Journal of Econometrics*, n° 167, (2012) 47-60

Filippo Ferroni est économiste à la direction de la Conjoncture et des Prévisions macroéconomiques de la Banque de France. Il a obtenu un doctorat en économie à l'Université Pompeu Fabra en 2009 et publié des articles dans le *Journal of Econometrics*, *Quantitative Economics*, *The B.E. Journal of Macroeconomics*. Ses principaux domaines d'expertise sont la macro-économétrie, la macroéconomie quantitative et les séries chronologiques appliquées.



La flexibilité des cours de change à travers les crises financières

Depuis la faillite de Lehman Brothers en 2008, de nombreux pays émergents ont distendu leur lien au dollar américain, le plus souvent sous l'effet des violentes pressions du marché. .../...

Remerciements aux discutants

Les discutants suivants ont fait des remarques ou suggestions fructueuses au séminaire hebdomadaire de la DGEI au cours du 1^{er} semestre 2011. Qu'ils soient ici chaleureusement remerciés pour leur contribution.

Jacopo Cimadomo (Banque centrale européenne), Hans Dewachter (Banque nationale de Belgique), Romain Duval (OCDE), Jonathan Eaton (Pennsylvania State University), Patrick Fève (Toulouse School of Economics), René Garcia (EDHEC), Domenico Giannone (Université libre de Bruxelles), Koen Jochmans (Sciences-Po), Christian Julliard (London School of Economics), Jean Mercenier (Paris 2), Joël Peress (INSEAD), Barbara Rossi (Duke University), Cyrille Schweltnus (OCDE)

Les investisseurs éprouvés par de lourdes pertes sur les marchés boursiers avancés ont dû se désengager massivement de leurs actifs risqués, y compris sur les pays émergents. Les opérations de portage du change ont également été dénouées précipitamment, avec l'intensification de l'aversion au risque. Simultanément, le bien-fondé d'un ancrage au dollar a été battu en brèche lorsque les pays voisins renouaient au leur.

Dans une étude réalisée avec Cécile Couharde (Paris Ouest) et Valérie Mignon (Paris Ouest), Virginie Coudert se demande dans quelle mesure les politiques de change des pays émergents dépendent des tensions financières sur les marchés avancés. Les auteures mesurent les politiques de change par le degré de volatilité de la monnaie et les tensions financières internationales par la volatilité des marchés mondiaux d'actions ou de matières premières. Elles confirment que la volatilité des cours de change tend à augmenter plus que proportionnellement avec l'indicateur des tensions financières internationales et montrent l'existence de non linéarités dans les effets de contagion. D'après ces résultats, les turbulences financières sur les marchés avancés se répercutent dans l'assouplissement des politiques de change des pays émergents. Cet effet est amplifié dès lors que la volatilité sur les marchés financiers internationaux franchit un certain seuil.

V. Coudert, C. Couharde, V. Mignon, Exchange rate volatility across financial crises, Journal of Banking and Finance, à paraître

Virginie Coudert est conseillère scientifique auprès de la direction de la Stabilité financière. Elle est également professeure associée à l'Université de Paris Ouest Nanterre la Défense et chercheur associé au CEPII. Elle a écrit des articles sur divers sujets relatifs à l'économie monétaire, au système financier international et aux cours de change, dans des revues telles que *Journal of Banking and Finance*, *the Review of International Economics*, et *The World Economy*.



Le bloc-notes DSGE

Les modèles multi-pays

L'étude des échanges internationaux, du taux de change ou des flux de capitaux nécessite de modéliser simultanément plusieurs pays ou régions du monde. Ces modèles permettent également d'analyser les déséquilibres globaux. Pour avoir un degré de réalisme suffisant, ils sont nécessairement de grande taille et sont souvent construits par des équipes sur plusieurs années. La DGEI en utilise deux : le modèle EAGLE, construit par le Système européen de Banques centrales (SEBC), et le modèle GIMF élaboré par le FMI.

Le SEBC a construit le modèle EAGLE, utilisé par le SEPS (service d'Études des politiques structurelles), pour étudier les canaux de transmission de chocs se produisant dans un pays membre d'une union monétaire et le rôle des spécificités structurelles propres à un pays donné. On peut ainsi, par exemple, analyser les conséquences de l'hétérogénéité entre les pays de la zone euro pour la formulation de politiques communes. Le modèle comporte deux régions internes à la zone monétaire et deux régions à l'extérieur de celle-ci.

Le modèle GIMF est utilisé au SEMSI (service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales). Dans sa version de base, il contient cinq régions du monde : États-Unis, zone euro, Japon, Asie émergente et reste du monde. Sa représentation des ménages à l'aide de générations imbriquées le dote de propriétés non-ricardiennes qui le rendent particulièrement adapté pour analyser les politiques fiscales et leurs conséquences pour les autres pays. Ce modèle a été utilisé de manière intensive au FMI et dans certaines banques centrales pour analyser les politiques de stimulus fiscal adoptées au début de la crise financière puis la résorption des déficits publics.

Michel Juillard, coordinateur du réseau DSGE à la Banque de France et chercheur au CEPREMAP



La lettre des études et de la recherche

Responsable éditorial

Pierre Jäillet

Rédacteur en chef

Henri Pagès

Réalisation

Direction de la Communication
Service des Publications économiques

Maquette

Carine Otto

La direction générale des Études et des Relations internationales (DGEI) est une direction générale de la Banque de France. Elle a notamment pour mission de contribuer à la préparation des décisions de politique monétaire, en s'appuyant sur des analyses macroéconomiques et des travaux de recherche.

Si vous souhaitez réagir à cette lettre, vous pouvez écrire à l'adresse suivante : lablog@banque-france.fr