



À la une

Quatre questions à...

Thorsten Beck, professeur d'économie, Tilburg University et CEPR

p. 2

L'actualité

Vers l'Union bancaire

Taryk Bennani, Henri Fraisse

p. 3

Quatrième conférence Banque de France-Bundesbank

« Macroéconomie et finance »

p. 5

Focus

Rigidité nominale des salaires : le rôle des institutions du marché du travail

p. 6

Les salaires ne réagissent pas instantanément aux chocs économiques. Sanvi Avouyi-Dovi, Denis Fougère et Erwan Gautier proposent d'étudier comment, en France, l'existence de plusieurs niveaux de négociation et d'un salaire minimum national modifie les modes d'ajustement des salaires.

Comportement d'anticipation et transmission des taux d'intérêt dans la zone euro

p. 6

Les modèles de transmission des taux d'intérêt ont traditionnellement ignoré les anticipations du comportement futur de l'économie. Anindya Banerjee propose un cadre plus réaliste et plus pertinent pour l'étude du comportement des institutions financières de la zone euro en matière de fixation des taux d'intérêt.

« Near-cointegrated » VAR(p) et courbe des taux

p. 7

L'estimation de la composante anticipative et de la prime de terme du taux long dépend crucialement de la persistance du taux court. Caroline Jarret, Alain Monfort et Fulvio Pegoraro montrent comment traiter au mieux ce problème de prévision par des moyennes d'estimateurs.

Expositions bilatérales et risque de solvabilité systémique

p. 8

Grâce à une prise en compte détaillée des expositions entre institutions financières, l'analyse sous forme de réseau du marché interbancaire constitue une alternative aux mesures de risque sur données de marché. Selon Jean-Cyprien Héam, cette mesure des effets de contagion offre aux superviseurs un nouvel outil d'évaluation du risque systémique.

Une difficulté relative à l'estimation des multiplicateurs de dépenses publiques dans les modèles DGSE

p. 8

Une estimation précise des multiplicateurs budgétaires est essentielle pour l'élaboration des programmes d'assainissement. Julien Matheron et Jean-Guillaume Sahuc démontrent que l'omission de la composante endogène de la règle de dépenses publiques conduirait l'économètre à sous-estimer ces multiplicateurs.

L'accès aux marchés dans les échanges commerciaux mondiaux et régionaux

p. 9

En utilisant la méthodologie des effets frontière sur un vaste ensemble de pays, secteurs, et années, Soledad Zignago montre que les difficultés d'accès aux marchés ont considérablement diminué depuis les années 1980, notamment celles que rencontrent les exportateurs des pays en développement.

Le bloc-notes DSGE

de Michel Juillard

p. 10

Agenda

p. 2

C'est du passé...

p. 3

Publications

» Articles

p. 4-6

» Documents de travail

p. 7-9

Remerciements aux discutants

p. 9

À noter sur l'agenda

Séminaire BDF/TSE, Laura Veldkamp (New York University), 3 septembre 2013

Conférence BDF/BCE/BoE, "What has OTC derivatives reform achieved so far?", 11-12 septembre 2013

Séminaire BDF/TSE, Marija Vukotic (Warwick University), "Sovereign debt crisis and private credit", 17 septembre 2013

Séminaire BDF/TSE, François Gourio (Boston University), 24 septembre 2013

Conférence ACP, "Risk taking in financial institutions, regulations and the real economy", 14-15 octobre 2013

Conférence BDF/BCE, « Les paiements de détail à la croisée des chemins : économie, stratégies et politiques futures », 21-22 octobre 2013

Conférence DEMS, "Firm's Behavior in the Crisis: What do Micro Data tell us?", 28-29 novembre

Séminaire BDF/TSE, Olivier Coibion (UT Austin), 3 décembre 2013-06-12

Conférence SEMSI, "Global banking", 13 décembre 2013

Conférence SAMIC/AMSE, « Marché du travail », 16-17 décembre 2013

Quatre questions à... Thorsten Beck



Professeur d'économie, Tilburg University et CEPR

La nécessité d'une Union bancaire et ses principales caractéristiques font l'objet d'un large consensus. Une telle union aiderait la zone euro à rompre le cercle vicieux entre la dette souveraine et les banques. Quels sont, selon vous, les obstacles à la poursuite de l'intégration bancaire ?

Je vois deux obstacles à l'Union bancaire. L'un tient au fait que nous devons séparer le traitement des actifs toxiques du problème de l'avenir, traiter la crise actuelle avant d'introduire des réformes à long terme. L'autre concerne l'économie politique. Les gouvernements ne semblent pas encore tout à fait prêts à rompre leurs liens directs avec le système bancaire. Demander que les caisses d'épargne et les banques coopératives allemandes restent en dehors de l'Union bancaire ou la recherche permanente de champions nationaux témoignent du fait que les politiques portent encore trop d'attention au système bancaire.

Les économistes pensent souvent connaître la solution mais ils ont tendance à en négliger la composante politique économique. C'est une illustration du théorème de Coase : il existe une tension entre efficacité et distribution, la solution optimale ne peut être atteinte car quelqu'un doit payer. Nous assistons donc à ces sommets qui se traduisent par de grandes promesses en période de tensions et soulagent beaucoup les marchés, puis quelques mois plus tard, nous revenons en arrière à mesure que les tensions s'atténuent...

Dans le débat actuel, les pouvoirs de surveillance bancaire sont envisagés comme étant soit laissés entre les mains des autorités nationales, soit associés à la fonction de prêteur en dernier ressort de la BCE. Pourquoi ne sont-ils pas plutôt confiés au système de garantie des dépôts ou aux divers fonds qui assument in fine les coûts d'un laxisme excessif ou de décisions de prêts sous-optimales ?

Il existe deux réponses à cela. La première est propre à la zone euro et se résume au fait que la BCE est la seule institution possédant réellement la crédibilité nécessaire pour assumer cette tâche à court et à long terme. L'Autorité bancaire européenne (ABE) n'est peut-être pas suffisamment solide pour s'en charger aujourd'hui. L'autre raison est qu'il existe une tendance générale à la réintégration de la surveillance bancaire au sein des banques centrales, comme nous l'avons vu avec la Banque d'Angleterre ou le Système fédéral de réserve. Et je pense que c'est parce que le tourbillon financier ne peut plus être séparé de la partie macroprudentielle. Il pourrait peut-être y avoir des discussions à propos de cette « muraille de Chine » entre la politique monétaire et la fonction de surveillance, mais je ne suis pas sûr qu'elles soient nécessaires à ce stade. À long terme, il est vrai que les mesures de protection institutionnelles sont justifiées, mais pour l'instant, une telle séparation n'est pas une préoccupation de premier plan.

Au vu de votre récente publication en ligne sur VoxEU, seriez-vous plutôt favorable à un cadre de régulation unifié sous l'égide de la BCE, ou à un cadre comprenant plusieurs régulateurs, la fonction de prêteur en dernier ressort et celle de fermeture ou de restructuration demeurant sous la responsabilité d'institutions distinctes ?

Je verrais plutôt une autorité de résolution extérieure à la BCE, avec la possibilité d'une fonction recouvrant à la fois la résolution et la garantie des dépôts. Sinon, nous avons un autre conflit d'intérêt. Ceux qui assurent la surveillance sur la base quotidienne pourraient ne pas vouloir reconnaître leurs erreurs, ils demanderaient donc plus de laxisme. Alors que les autorités de résolution veulent simplement protéger et intervenir rapidement afin d'empêcher les pertes subies par les banques. Bien entendu, la difficulté pourrait être d'avoir à examiner deux fois les mêmes banques. Cette redondance pourrait être coûteuse, parce qu'on ne peut obliger personne à partager les informations obtenues sur place et l'autorité de résolution pourrait vouloir intervenir séparément. Mais le partage des informations obtenues sur pièces ne pose pas de problème. Les contrôles peuvent être fondés sur les mêmes exigences de données, même si elles sont traitées de manière différente. .../...

Les événements passés

Conférences et colloques

Colloque « Croissance verte : de la théorie à la mise en œuvre » • Paris, 21 mars 2013

Conférence « Mondialisation et marchés du travail : les avancées récentes » • Paris, 16-17 mai 2013

Quatrième conférence Banque de France – Deutsche Bundesbank sur la macroéconomie et la finance • Paris, 23-24 Mai 2013

Conférence “Global Spillovers and Economic Cycles” • Paris, 30-31 Mai 2013

À quel stade de l'Union bancaire pensez-vous qu'il deviendra possible pour le Mécanisme européen de stabilité de soulager les États plus fragiles de la charge de secourir les banques ?

Le MES possède les ressources pour reprendre les actifs illiquides directement, et il devrait le faire dès maintenant parce que, dans une Union bancaire, il est nécessaire de rompre les liens entre les banques et les États de toute façon. Je comprends la logique qui sous-tend l'idée selon laquelle l'Union bancaire doit être une condition préalable à la résolution des banques, mais si l'on adopte un comportement attentiste, le problème risque de s'aggraver : la croissance ne se redresse pas, la surveillance bancaire ne sera pas suffisante. Par conséquent, les problèmes liés aux actifs toxiques doivent être traités maintenant, afin de gagner du temps pour la mise en place des institutions nécessaires à l'Union bancaire.

L'actualité

Vers l'Union bancaire

L'année 2012 aura été marquée par le lancement de l'Union bancaire, initiative ambitieuse et décisive visant à rompre le cercle vicieux entre risques bancaire et souverain et à faire face à la menace de fragmentation des marchés bancaires dans la zone euro (ZE). Dès le début, la Banque de France et l'Autorité de Contrôle Prudentiel se sont montrées particulièrement actives dans le soutien et l'élaboration de ce nouveau dispositif institutionnel.

Le Sommet européen des 28-29 juin 2012, reprenant les conclusions du rapport Von Rompuy¹, a ainsi préconisé la mise en place d'un cadre financier intégré propre à la zone euro, l'Union bancaire, s'articulant autour de trois piliers complémentaires :

- un mécanisme de supervision unique (MSU) pour l'ensemble des banques de la ZE et les pays de l'Union européenne hors zone euro qui le souhaiteraient. La concrétisation de ce premier pilier est la condition *sine qua non* pour que le Mécanisme européen de stabilité puisse ultérieurement prêter directement aux banques en difficulté sans passer par les États membres;
- un mécanisme de résolution des défaillances bancaires (gestion de crise) ainsi qu'un fonds de résolution commun ;
- un système unique de garantie des dépôts.

La réunion de l'ECOFIN du 12 décembre 2012 a permis d'aboutir à un accord, repris par le Conseil européen des 13-14 décembre 2012, sur les principes et le calendrier de mise en œuvre du MSU :

- le MSU, composé de la BCE et des superviseurs bancaires nationaux, aura compétence juridiquement sur l'ensemble des banques des pays de la ZE et hors ZE ayant rejoint le mécanisme. Le niveau d'implication opérationnelle de la BCE sera fonction de l'importance des établissements concernés. Trois critères, relatifs à (i) la valeur des actifs d'un établissement (au-delà de 30 milliards d'euros), (ii) la part des actifs d'un établissement en termes de PIB d'un État-membre (20 %, avec un minimum fixé à 5 milliards d'euros), ou (iii) la présence dans au moins trois pays, sont retenus. Les banques respectant au moins un des critères prévus seront sous la supervision opérationnelle directe de la BCE². Les autres resteront sous supervision opérationnelle nationale. Pour ces derniers, des « garde-fous » sont toutefois prévus : outre le fait que la BCE aura la possibilité de demander à superviser directement un établissement de son choix, un règlement (BCE) viendra préciser l'articulation des rôles entre le « centre » et les autorités nationales, lesquelles devront ainsi, d'une part, exercer leurs activités de contrôle selon des procédures prédéterminées, d'autre part, régulièrement faire état des résultats de leurs travaux à la BCE ;
- afin d'éviter une mise en minorité systématique des pays hors ZE, dans le cadre notamment des procédures de médiation, un mécanisme de double majorité simple entre membres et non-membres de la zone euro sera introduit dans les règles de votes de l'Autorité bancaire européenne ;

¹ « Vers une authentique union économique et monétaire », présenté aux Chefs d'États et de gouvernements européens le 26 juin 2012

² Même si l'essentiel du contrôle quotidien continuera d'incomber à l'ACP, selon le principe de décentralisation déjà utilisé pour la politique monétaire de l'Eurosystème.

.../...

Publications du 2^e semestre 2012

"Sticky wages: Evidence from quarterly microeconomic data", H. Le Bihan, J. Montornès, T. Heckel, *American Economic Journal: Macroeconomics*, juillet

"The Money Demand Function for the Euro Area: Some Empirical Evidence", S. Avouyi-Dovi, F. Drumetz, J-G Sahuc, *Bulletin of Economic Research*, juillet

"Testing Catching-Up between the Developing Countries: 'Growth Resistance' and Sometimes 'Growth Tragedy'", G. Dufrenot, V. Mignon, T. Naccache, *Bulletin of Economic Research*, octobre

"Monthly GDP forecasting using bridge models: Application for the French Economy", K. Barhoumi, O. Darné, L. Ferrara, B. Pluyaud, *Bulletin of Economic Research*, décembre

"Bilateral Exposures and Systemic Solvency Risk", C. Gourieroux, J-C. Héam, A. Monfort, *Canadian Journal of Economics*, novembre

"Estimation of consistent multi-country FEERs", K. Herve, B. Carton, *Economic Modelling*, juillet

"Macro-financial linkages and business cycles: A factor-probit approach", L. Ferrara, C. Bellégo, *Economic Modelling*, septembre

"The changing role of house price dynamics over the business cycle", G. Dufrenot, S. Malik, *Economic Modelling*, septembre

"Nowcasting the French Index of Industrial Production: A Comparison from Bridge and Factor Models", V. Brunhes-Lesage, O. Darne, *Economic Modelling*, novembre

"Convergence of firm-level productivity, globalisation and information technology: Evidence from France", R. Lecat, P-A. Chevalier, N. Oulton, *Economics Letters*, août

"Financial Reforms and Income Inequality", L. Agnello, S. Mallick, R. Sousa, *Economics Letters*, septembre

"On the Severity of Economic Downturns: Lessons from Cross-Country Evidence", L. Agnello, C. Nerlich, *Economics Letters*, octobre

"Perceived inflation", D. Irac, J. Accardo, C. Célerier, N. Herpin, *Économie et Statistique*, juillet

"Effects of minimum-wage rises on average wages", G. Verdugo, G. Cette, V. Chouard, *Économie et Statistique*, octobre

.../...

- des modalités de participation spécifiques des pays de l'UE hors ZE qui seront représentés au *Supervisory Board* du MSU mais pas au Conseil des gouverneurs de la BCE sont prévues ;
- la mise en œuvre opérationnelle du MSU débutera douze mois après l'entrée en vigueur de la législation.

Les discussions dans le cadre du trilogue, qui se sont achevées le 19 mars 2013, ont conduit à ajuster certains aspects des deux projets de règlement sans toutefois remettre en cause leur équilibre. L'Allemagne ne pourra les adopter au Conseil qu'à l'issue de la consultation de son parlement. Leur adoption officielle par le Parlement européen doit, elle, intervenir dans les prochaines semaines voire les prochains mois (l'hypothèse d'un décalage à l'automne n'étant pas exclue à ce stade)

En sus de ce jalon essentiel que constitue le MSU, il importe d'avancer avec détermination sur les deux autres piliers de l'Union bancaire, un mécanisme de résolution unique des faillites bancaires – assorti de la création d'un fonds commun de recapitalisation des établissements en difficulté – et un régime commun de garantie des dépôts. À cet égard, le Conseil européen des 14-15 mars 2013 a souhaité qu'un accord intervienne avant juin 2013 sur (i) la directive relative au redressement des banques et à la résolution de leurs défaillances qui doit permettre à l'ensemble des États de l'Union européenne de disposer d'un socle commun minimal d'outils de prévention et de résolution, ainsi que sur (ii) la directive relative aux systèmes de garantie des dépôts, en assurant un juste équilibre entre pays d'origine et pays d'accueil et une plus grande harmonisation.

Une fois ces directives finalisées, la commission européenne a prévu de proposer un projet de règlement visant à instituer un mécanisme unique de résolution spécifique aux pays membres du MSU.

À la Banque de France et à l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), le projet d'Union bancaire ouvre des axes de réflexion qui s'appuient sur des études et recherches déjà en cours ou en suscitent de nouvelles. Par exemple, les questions de détection précoce et d'analyse des risques systémiques, de calibration et de mise en place d'instruments macro-prudentiels, d'articulation et de coordination entre les autorités en charge des politiques macro-prudentielles, aux niveaux européen et national, font l'objet d'une attention toute particulière. Il faut noter à ce sujet que la Banque, à travers le projet de loi bancaire français, se voit dotée d'un mandat explicite en matière de stabilité financière, en coopération avec le futur Conseil de stabilité financière. Les questions de résolution sont également au cœur des préoccupations, l'ACP, pourvue de nouvelles prérogatives en la matière via ce même projet de loi, devenant Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Le rapprochement des méthodes de supervision au niveau micro- comme macro-prudentiel donnera lieu à des travaux d'études et de recherche plus approfondis, notamment dans le domaine de la gestion des risques. Par ailleurs, la préparation des réunions du *Board* du MSU conduira plus systématiquement à des analyses comparatives par rapport aux autres systèmes bancaires des pays membres du MSU.

Taryk Bennani, Henri Fraise

Ingénieur de formation, diplômé également de l'Essec et de l'université de Stanford, Taryk BENNANI est chef du service Macrofinance à la direction de la Stabilité financière. Il était auparavant représentant de la Banque de France à New York.



Diplômé de l'Ensaef et titulaire d'un PhD en économie de Cornell University, Henri Fraise est chef du service des Études actuarielles et de simulation à la direction des Études de l'ACP. Il était auparavant adjoint au chef du service des Analyses microéconomiques de la direction des Études microéconomiques et structurelles de la DGEI.



"Global Excess Liquidity and Asset Prices in Emerging Countries: A PVAR Approach", S. Brana, M-L. Djigbenou, S. Prat, *Emerging Markets Review*, septembre

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

"Voluntary Cooperation in Terms of International Financial Supervision", P. Diev, *International Review of Finance*, septembre

"Job Durations With Worker-and Firm-Specific Effects: MCMC Estimation With Longitudinal Employer", G. Horny, R. Mendes, G. Van Den Berg, *Journal of Business and Economic Statistics*, juillet

"Macroeconomic Fluctuations and Corporate Financial Fragility", C. Bruneau, O. De Bandt, Widad El Amri, *Journal of Financial Stability*, décembre

"Two-way interplays between capital buffers and credit growth: Evidence from French banks", V. Coudert, J. Coffinet, A. Pop, C. Pouvelle, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, décembre

"Convergence of Euro Area Inflation Rates", C. Lopez, D. Papell, *Journal of International Money & Finance*, octobre

"How Does Fiscal Policy React to Wealth Composition and Asset Prices?", L. Agnello, V. Castro, R. Sousa, *Journal of Macroeconomics*, septembre

"Identifying news Shocks from SVARs", P. Fève, A. Jidoud, *Journal of Macroeconomics*, décembre

"Price Stickiness and Sectoral Inflation Persistence: Additional evidence", J. Matheron, H. Le Bihan, *Journal of Money, Credit and Banking*, octobre

"Price setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data", P. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernandez, R. Sabbatini, H. Stahl, *Journal of Money, Credit and Banking*, décembre

"Nowcasting German GDP: A comparison of bridge and factor models", P. Antipa, K. Barhoumi, V. Brunhes-Lesage, O. Darné, *Journal of Policy Modeling*, novembre

"Credit constraints and the cyclical nature of R&D investment: Evidence from France", P. Aghion, N. Berman, L. Eymard, P. Askenazy, G. Cette, *Journal of the European Economic Association*, octobre

"Wage and Productivity Differentials in Japan: The Role of Labor Market Mechanisms", Y. Kalantzis, R. Kambayashi, S. Lechevalier, *Labour*, décembre

.../...

Quatrième conférence Banque de France-Bundesbank

« Macroéconomie et Finance »

23-24 mai 2013

La Banque de France et la Bundesbank ont centré leur quatrième conférence sur les causes et les conséquences de la crise et leurs relations avec la politique monétaire en ces temps exceptionnels. Dans une première session consacrée aux politiques monétaires non conventionnelles, Annette Vissing-Jorgensen et Arvind Krishnamurthy (Northwestern University) explorent les relations entre l'offre de dette à court terme par le secteur privé et l'offre d'obligations d'État. Simon Gilchrist (Boston University) et Egon Zakrajsek (Federal Reserve Board) mesurent l'effet des annonces de programmes massifs d'achats de titres de la Réserve fédérale sur les primes de risque de crédit dans le secteur privé. Enfin, Francesco Bianchi et Leonardo Melosi (Duke University) développent un cadre rationalisant un impact différé des politiques budgétaires sur les évolutions de l'inflation.

La deuxième session portait sur la finance. Patrick Bolton, Tano Santos (Columbia University) et Jose Scheinkman (Princeton University) proposent un modèle permettant d'expliquer certains faits stylisés ayant précédé la crise, comme la hausse du levier des intermédiaires financiers. Thomas Philippon (ministère des Finances) s'interroge sur l'efficacité de l'intermédiation financière aux États-Unis au cours des 130 dernières années.

Une leçon magistrale était donnée par Maurice Obstfeld (UC Berkeley). Il est revenu sur les faiblesses de la zone euro (le risque de contagion du système bancaire/financier vers le souverain non-anticipé). Ses recommandations sur le développement d'une supervision bancaire, d'un mécanisme de résolution bancaire et d'une assurance des dépôts sont largement cohérentes avec la trajectoire actuelle des politiques européennes, comme l'a souligné Christian Noyer dans son intervention.

La troisième session avait trait à la politique budgétaire en union monétaire. Giancarlo Corsetti et Luca Dedola (BCE) montrent qu'une politique monétaire autonome et des obligations d'état émises en monnaie nationale ne sont pas une condition suffisante pour exclure des crises de dette auto-réalisatrices. Emmanuel Farhi (Harvard) et Ivan Werning (MIT) étudient les gains liés à un système de transferts fiscaux en union monétaire. Olivier Jeanne et Hou Wang (Johns Hopkins University) analysent l'interaction entre politique monétaire et dynamique de la dette dans un cadre où le gouvernement peut faire défaut.

Dans son allocution publique "Who calls the shots? The problem of fiscal dominance", Jens Weidmann (Président, Deutsche Bundesbank) a mis en avant les liens entre politiques budgétaire et monétaire en soulignant qu'un niveau de déficit excessif pouvait conduire à une situation de « domination budgétaire ». Il a soutenu que, si les mesures de consolidation budgétaire pouvaient avoir un effet négatif sur la croissance à court terme, elles y contribuaient incontestablement à long terme.

La dernière session avait pour thème la mesure de l'endettement et du risque. Andrew Atkeson, Andrea Eisfeldt et Pierre-Olivier Weill (UCLA) présentent un nouvel indicateur de santé financière. Atif Mian (Princeton University), Kamelesh Rao (MasterCard Advisors) et Amir Sufi (Chicago Booth) évaluent l'impact de l'éclatement de la bulle immobilière sur la distribution géographique de la consommation privée aux États-Unis. Enfin Juliane Begenau, Martin Schneider and Monika Piazzesi (Stanford University) montrent que les grandes banques américaines utilisent les dérivés de taux non pas pour se prémunir contre le risque de taux mais au contraire pour y accroître leur exposition.

“Market access in global and regional trade”, S. Zignago, T. Mayer, J. De Sousa, *Regional Science and Urban Economics*, novembre

“Global Sourcing under Imperfect Capital Markets”, J. Carluccio, T. Fally, *Review of Economics and Statistics*, août

« La production bancaire dans les comptes nationaux : aspects méthodologiques et évaluation pour la France (1980-2011) », M. Beaujour, *Revue d'Économie Financière*, juillet

« Investissement à long terme : enjeux pour la croissance, la stabilité monétaire et financière », P. Jaillet, *Revue d'Économie Financière*, décembre

« L'épargnant au bord de la crise », L. Arrondel, V. Borgy, F. Savignac, *Revue d'Économie Financière*, décembre

“Is gold a safe haven or a hedge during recessions and bear markets?”, V. Coudert, H. Raymond, *Revue Économique*, septembre

“Évolution des inégalités salariales en France : Le rôle des effets de composition”, G. Verdugo, H. Fraisse, G. Horny, *Revue Économique*, novembre

Rigidité nominale des salaires : le rôle des institutions du marché du travail

Les salaires ne réagissent pas instantanément aux chocs économiques. Sanvi Avouyi-Dovi, Denis Fougère et Erwan Gautier proposent d'étudier comment, en France, l'existence de plusieurs niveaux de négociation et d'un salaire minimum national modifie les modes d'ajustement des salaires.

Les modèles macroéconomiques néo-keynésiens, utilisés couramment pour l'analyse des politiques monétaires, reposent sur des comportements d'optimisation des agents au niveau microéconomique. Une hypothèse cruciale dans ces modèles est que les salaires sont rigides : ils peuvent rester fixes un certain temps, en dépit des chocs économiques qui peuvent survenir. Contrairement aux États-Unis, les modes d'ajustement des salaires en France sont influencés par des régimes de négociation à plusieurs niveaux (branche et entreprise) et par l'existence d'un salaire minimum national relativement élevé. Or, peu d'études empiriques, en particulier en Europe, ont examiné les liens entre la rigidité microéconomique des salaires et les régimes de négociation.

À l'aide de données individuelles sur les accords de salaires passés au niveau des entreprises ou des branches professionnelles, Sanvi Avouyi-Dovi, Denis Fougère et Erwan Gautier étudient la façon dont ces accords agissent sur la rigidité des salaires.

En moyenne, la durée entre les changements de salaire prévus par deux accords successifs est de l'ordre de 10 mois. Les accords de salaire sont relativement étalés au cours de l'année alors que les effets de ces accords présentent un profil saisonnier marqué, en raison de leur plus fréquente signature en janvier ou en juillet. Les hausses de salaire négociées dépendent du contexte macroéconomique, en particulier de l'inflation passée et du taux de chômage. Enfin, l'existence d'un salaire minimum national et les interactions entre les accords d'entreprise et de branche professionnelle jouent un rôle significatif sur les modes d'ajustement des salaires.

S. Avouyi-Dovi, D. Fougère, et E. Gautier, “Wage Rigidity, Collective Bargaining and the Minimum Wage: Evidence from French Agreement Data”, *Review of Economics and Statistics*, à paraître

Erwan Gautier est consultant au service des Analyses microéconomiques et professeur des universités à l'Université de Bretagne Occidentale. Il est diplômé de l'ENSAE et titulaire d'un doctorat en économie de l'EHESS-École d'économie de Paris. Ses travaux de recherche portent sur la rigidité des prix et des salaires et sur l'utilisation de données individuelles pour la politique monétaire. Il a publié des articles de recherche dans des revues telles que *Empirical Economics*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, *Journal of Money, Credit and Banking* et *Review of Economics and Statistics*.

Comportement d'anticipation et transmission des taux d'intérêt dans la zone euro

Les modèles de transmission des taux d'intérêt ont traditionnellement ignoré les anticipations du comportement futur de l'économie. Anindya Banerjee propose un cadre plus réaliste et plus pertinent pour l'étude du comportement des institutions financières de la zone euro en matière de fixation des taux d'intérêt.

Dans leur étude du comportement des institutions financières en matière de fixation des taux d'intérêt, un grand nombre de travaux, portant sur la relation d'équilibre et la transmission des taux de marché aux taux d'intérêt bancaires ont fait l'hypothèse d'une relation de simultanéité entre ces taux. Anindya Banerjee, Paul Mizen et Victor Bystrov soutiennent au contraire que cette hypothèse a conduit à ignorer les prévisions de taux réalisées par les banques lors de la fixation des taux d'intérêt. L'inclusion des taux futurs étant supposée modifier la relation d'équilibre et la dynamique des modèles utilisés, les modèles qui ne s'appuient que sur les taux de marché en vigueur pour expliquer les taux bancaires minimisent l'importance des taux de marché attendus qui peuvent aider une banque à gérer l'incertitude entourant le taux de marché futur.

Un cadre théorique simple est proposé pour examiner le comportement d'anticipation des institutions. Des prévisions fondées sur la méthode de Nelson et Siegel et sur la méthode en composantes principales

.../...

Les documents de travail de la Banque de France – 2^e semestre 2012

415 « L'impact de la 'taxe soda' sur les prix des boissons non alcoolisées. Une étude sur données microéconomiques », Nicoletta Berardi, Patrick Sevestre, Marine Tépaut et Alexandre Vigneron (en anglais)

414 « Expositions bilatérales et risque systémique de solvabilité », Christian Gourieroux, Jean-Cyprien Heam et Alain Monfort (en anglais)

413 « Politiques monétaire et prudentielle optimales », Fabrice Collard, Harris Dellas, Behzad Diba et Olivier Loisel (en anglais)

412 « Politique monétaire et comportement moutonnier : lutter contre les bulles », Olivier Loisel, Aude Pommeret et Franck Portier (en anglais)

411 « Structure de propriété des banques et cycle du crédit : les prêts octroyés par les banques publiques sont moins sensibles au cycle économique », Thibaut Duprey (en anglais)

410 « Entrée d'entreprises étrangères et externalités lorsque les technologies domestiques et étrangères sont incompatibles », Juan Carluccio et Thibault Fally (en anglais)

409 « Prédiction de court terme du PIB français : un modèle à facteur dynamique avec prédicteurs ciblés », Marie Bessec (en anglais)

408 « Dynamique des exportations et des ventes domestiques », Nicolas Berman, Antoine Berthou et Jérôme Héricourt (en anglais)

407 « Risques extrêmes d'inflation et politique monétaire », Philippe Andrade, Eric Ghysels et Julien Idier (en anglais)

406 « Contrôles de capitaux avec accumulation de réserves internationales : cela peut-il être optimal ? », Philippe Bacchetta, Kenza Benhima et Yannick Kalantzis (en anglais)

405 « La crise a-t-elle entraîné un rationnement du crédit pour les PME ? », Elizabeth Kremp et Patrick Sevestre (en anglais)

404 « Restructuration de la dette des ménages : l'expérience française du surendettement », Henri Fraisse et Philippe Frouté (en anglais)

403 « Généraliser le principe de Taylor : un nouveau commentaire », Jean Barthélemy et Magali Marx (en anglais)

402 « Bonne fortune ou bonne politique ? Une théorie fondée sur les anticipations pour expliquer l'évolution de la volatilité macroéconomique », Gaetano Galballo (en anglais)

.../...

sont introduites dans les modèles dynamiques empiriques de fixation des taux d'intérêt pour les quatre principales économies de la zone euro. Les résultats font ressortir le rôle significatif des prévisions de taux futurs sur le marché monétaire, ce qui est cohérent avec le recours au marché monétaire pour refinancer les prêts assortis d'échéances nettement plus longues. Les résultats établis à partir de données agrégées sont corroborés par l'utilisation de données anonymisées pour différentes banques françaises.

Les recherches actuelles des auteurs portent sur la façon dont les informations obtenues à partir d'un large éventail de données non financières, peuvent être utilisées pour examiner l'incidence de variables monétaires et macroéconomiques ou de l'information contenue dans la courbe des taux sur les variations attendues à court terme des taux du marché monétaire. Le rôle des caractéristiques spécifiques à une banque est également étudié.

A. Banerjee, P. Mizen et V. Bystrov, "How do anticipated changes to short-term market rates influence banks' retail interest rates? Evidence from the four major euro area economies", *Journal of Money, Credit and Banking*, à paraître

Anindya Banerjee est conseiller scientifique au service d'Études macroéconomique et de Prédiction et professeur d'économétrie à l'université de Birmingham au Royaume-Uni. Outre les modèles de transmission des taux d'intérêt, ses recherches actuelles portent sur les méthodes applicables à de grands ensembles de données dont les modèles à correction d'erreur augmentés avec des facteurs structurels et les méthodes de traitement de la dépendance inter individuelle et des ruptures structurelles dans les panels de données intégrées. Il publie dans des revues telles que la *Review of Economics and Statistics*, la *Journal of Applied Econometrics* et la *International Journal of Forecasting* et occupe la fonction de rédacteur en chef du *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* depuis 1989.

« Near-cointegrated » VAR(p) et courbe des taux

L'estimation de la composante anticipative et de la prime de terme du taux long dépend cruciallement de la persistance du taux court. Caroline Jardet, Alain Monfort et Fulvio Pegoraro montrent comment traiter au mieux ce problème de prévision par des moyennes d'estimateurs.

Une part récente de la littérature en macroéconomie financière s'est intéressée à l'estimation de mesures fiables et réalistes des composantes du taux d'intérêt de long terme, la composante anticipative (l'anticipation des taux courts) et la prime de terme (la compensation demandée pour le risque de taux), en raison de leur utilité pour l'analyse de la politique monétaire.

Dans le cadre d'un modèle VAR, l'estimation de ces deux composantes dépend cruciallement du traitement de la persistance du taux court. L'approche VAR standard (estimation par OLS) tend à sous-estimer cette persistance et engendre une composante anticipative et une prime de terme aux propriétés peu réalistes. En particulier, la variabilité du taux long est principalement expliquée par la prime de terme. La composante anticipative est quant à elle plutôt stable, suggérant une transmission de la politique monétaire aux taux longs de faible ampleur.

Les auteurs proposent une méthode d'estimation permettant de traiter le problème de la persistance du taux court dans le cadre d'un modèle VAR. Les paramètres du modèle sont obtenus à partir de moyennes d'estimateurs qui visent à résoudre le problème de la prévision du taux court étant donné la persistance de ce dernier. Cette approche est qualifiée de « near-cointegrated VAR(p) ».

Les résultats montrent que la composante anticipative explique une part importante de la variabilité du taux long. Elle diminue (augmente) quand l'économie entre en (sort de) récession, ce qui est cohérent avec l'action des autorités monétaires et sa transmission aux taux longs. La prime de terme est en revanche relativement stable et tend à être contra-cyclique.

C. Jardet, A. Monfort et F. Pegoraro, "No-arbitrage near-cointegrated VAR(p) term structure models, term premia and GDP growth", *Journal of Banking and Finance*, 37 (2013), 389-402

Fulvio Pegoraro est économiste senior au service de Recherche en économie financière depuis novembre 2006. Il est titulaire d'un doctorat en économie (Ca' Foscari de Venise) et d'un doctorat en mathématiques appliquées (Paris Dauphine). Ses recherches s'inscrivent dans le domaine des modèles dynamiques de la courbe des taux d'intérêt, de la théorie de valorisation d'actifs financiers et de l'économétrie de la finance. Ses travaux sont parus dans *Journal of Financial Econometrics* et *Journal of Banking and Finance*.

401 « Prévisions du PIB allemand courant : une comparaison des modèles d'étalonnage et des modèles à facteurs dynamiques », Pamfili Antipa, Karim Barhoumi, Véronique Brunhes-Lesage et Olivier Darné (en anglais)

400 « Dynamique des stocks en sortie de récession : une comparaison de l'industrie manufacturière et du commerce de détail », Frédéric Bec et Marie Bessec (en anglais)

399 « Différentiels de salaire et de productivité au Japon. Le rôle des mécanismes du marché du travail », Yannick Kalantzis, Ryo Kambayashi et Sébastien Lechevalier

398 « *Too-connected versus too-big-to-fail* : centralité de réseau et taux d'intérêt au jour le jour », Silvia Gabrieli (en anglais)

397 « Valorisation d'actifs financiers par transformée d'Esscher du second ordre », Alain Monfort et Fulvio Pegoraro (en anglais)

396 « Notations de crédit et crises de la dette », Matthieu Bussière et Annukka Ristinieni (en anglais)

395 « Un modèle de la courbe des taux de la zone euro avec taux directeurs à support discret », Jean-Paul Renne

394 « Chocs de levier bancaire et macroéconomie : une investigation dans un environnement riche en données », Jean-Stéphane Mésonnier et Dalibor Stevanovic

393 « Performance européenne à l'exportation », Angela Chepeta, Lionel Fontagné et Soledad Zignago

392 « Le financement de la croissance verte », Daniel Fuentes Castro

391 « Transfert de risque à l'équilibre et niveau des taux d'intérêt dans un système financier opaque », Edouard Challe, Benoit Mojon et Xavier Ragot (en anglais)

390 « Politique macro-prudentielle et conduite de la politique monétaire », Denis Beau, Laurent Clerc et Benoit Mojon

389 « Qualité des relations sociales et productivité : Une analyse empirique sur les entreprises françaises », Gilbert Cette, Nicolas Dromel, Rémy Lecat et Anne-Charlotte Paret (en anglais)

388 « Intégration financière et soutenabilité externe », Pascal Towbin

387 « L'incertitude privée et la multiplicité », Gaetano Galallo

.../...

Expositions bilatérales et risque de solvabilité systémique

Grâce à une prise en compte détaillée des expositions entre institutions financières, l'analyse sous forme de réseau du marché interbancaire constitue une alternative aux mesures de risque sur données de marché. Cette mesure des effets de contagion offre aux superviseurs un nouvel outil d'évaluation du risque systémique.

Dans un article cosigné avec Christian Gouriéroux, Jean-Cyprien Héam et Alain Monfort proposent un modèle structurel d'interconnexions entre banques. Pour tout choc extérieur au système considéré et pour toute situation d'interconnexion donnée, la propagation du choc à travers le réseau est calculée. Le modèle peut donc être aisément transformé en outil opérationnel. De plus, son analyse théorique montre la complexité des effets du degré d'interconnexion sur la propagation d'un choc à travers un réseau donné. Enfin, afin d'apprécier les conséquences des interconnexions, les auteurs proposent une méthode pour décomposer les effets d'un choc en deux composantes, directe et indirecte, c'est-à-dire induites par les interconnexions dans la diffusion du choc. Les auteurs utilisent cette décomposition pour quantifier les effets des interconnexions sur la probabilité de défaut de chaque banque du réseau.

C. Gouriéroux, J.-C. Héam et A. Monfort, "Bilateral exposures and systemic solvency risk", *Canadian Journal of Economics*, 2012, 45(4)

Jean-Cyprien Héam est économiste au sein de la direction des Études de l'Autorité de contrôle prudentiel et doctorant au CREST. Ses thèmes de recherche portent sur l'analyse du risque systémique via la modélisation sous forme de réseau. Il est diplômé de l'ENSAE et de l'École centrale de Lyon.

Une difficulté relative à l'estimation des multiplicateurs de dépenses publiques dans les modèles DSGE

Une estimation précise des multiplicateurs budgétaires est essentielle pour l'élaboration des programmes d'assainissement. Julien Matheron et Jean-Guillaume Sahuc démontrent que l'omission de la composante endogène de la règle de dépenses publiques conduirait l'économètre à sous-estimer ces multiplicateurs.

Il est courant dans les modèles DSGE de faire l'hypothèse que les dépenses de consommation des administrations publiques se définissent par un processus exogène et sont séparables dans la fonction d'utilité, ce que traduisent les analyses les plus récentes de la politique budgétaire.

Dans la présente étude, Patrick Fève, Julien Matheron et Jean-Guillaume Sahuc démontrent que les multiplicateurs des dépenses publiques à court et à long terme obtenus par cette littérature peuvent être biaisés à la baisse. En effet, cette pratique courante ne ménage généralement pas la possibilité d'une complémentarité à la Edgeworth de la consommation privée et des dépenses publiques dans la fonction d'utilité (c'est-à-dire que l'utilité marginale de la consommation privée augmente avec les dépenses publiques) ni que les dépenses publiques puissent avoir une composante contracyclique endogène (stabilisateur automatique).

L'existence d'une composante cyclique agit en sens opposé pour entraîner une corrélation entre production et dépenses publiques. En effet, la complémentarité au sens d'Edgeworth tend à accroître la corrélation entre production et dépenses publiques puisque, une hausse de ces dépenses inciterait les ménages à consommer davantage ; parallèlement, une composante contracyclique dans la règle de dépenses publiques réduit cette corrélation, par construction. Cette situation entraîne nécessairement un compromis : étant donné un scénario de corrélation observé entre production et dépenses publiques qu'un analyste cherche à reproduire, une composante endogène fortement contracyclique de la politique économique doit être compensée par un niveau élevé de complémentarité à la Edgeworth. Comme le multiplicateur augmente avec le degré de complémentarité à la Edgeworth, cela se traduira de façon mécanique par un multiplicateur

.../...

386 « Pourquoi, historiquement, les gouvernements ont-ils réussi à réduire la dette publique française et ces succès peuvent-ils nous inspirer pour l'avenir ? Une perspective historique depuis 1890 », Gilles Dufrénot et Karim Triki

385 « La dette publique et ses déterminants depuis 1890. L'économétrie en soutien des faits historiques ? », Gilles Dufrénot et Karim Triki

important. Inversement, l'omission de la composante endogène de la politique économique impliquera un faible degré de complémentarité, entraînant ainsi un plus petit multiplicateur.

Fève, P., Matheron, J. et Sahuc J.-G. (2012), "A Pitfall with Estimated DSGE-Based Government Spending Multipliers", *American Economic Journal: Macroeconomics*, (à paraître)

Julien Matheron est le chef du service d'Études sur la politique monétaire. Ses travaux de recherche sur la macroéconomie quantitative ont été publiés dans des revues comme *American Economic Journal: Macroeconomics*, *the Economic Journal*, *the Journal of Money, Credit and Banking*, *the Review of Economic Dynamics*, et *the International Journal of Central Banking*.

Jean-Guillaume Sahuc est l'adjoint du chef du service d'Études sur la politique monétaire. Ses travaux de recherche sur la macroéconomie et la macroéconométrie quantitatives ont été publiés dans des revues comme *American Economic Journal: Macroeconomics*, *the Economic Journal*, *the Journal of Money, Credit and Banking*, *the Review of Economic Dynamics*, et *the International Journal of Central Banking*.

L'accès aux marchés dans les échanges commerciaux mondiaux et régionaux

En utilisant la méthodologie des effets frontière sur un vaste ensemble de pays, secteurs, et années, Soledad Zignago montre que les difficultés d'accès aux marchés ont considérablement diminué depuis les années 1980, notamment celles que rencontrent les exportateurs des pays en développement.

Dans quelle mesure les frontières nationales entravent-elles la circulation des marchandises ? Les coûts relatifs au commerce international ont-ils encore de l'importance à une époque qui semble caractérisée par une baisse généralisée des coûts de transaction ? Les plaintes sur les restrictions à l'accès aux marchés, naturellement plus virulentes en période de crise économique, dénoncent différents types de barrières aux échanges internationaux. Dans le contexte actuel de blocage des négociations à l'OMC et de hausse des tensions protectionnistes suite à la crise, une quantification rigoureuse des difficultés rencontrées par les différents exportateurs pour accéder aux différents marchés peut s'avérer utile.

Cet article propose une mesure originale des difficultés d'accès aux marchés, au niveau mondial et régional, pour un vaste ensemble de pays (développés et en développement) et secteurs de 1980 à 2006. La méthodologie des effets frontière compare les importations provenant des pays étrangers aux « importations » provenant des producteurs nationaux (supposés disposer du meilleur accès possible au marché).

Les difficultés rencontrées par les exportateurs des pays en développement pour accéder aux marchés développés sont supérieures de 50 % à celles rencontrées par les exportateurs des pays du Nord. Depuis 1980, elles ont toutefois sensiblement diminué dans l'ensemble des secteurs. Exprimé en équivalent tarifaire, le niveau de protection entraîné par le passage aux frontières nationales est passé de 180 % à 89 %. Les droits de douane ne permettent d'expliquer qu'une partie de l'effet frontière. Enfin, notre mesure permet de réévaluer l'impact commercial des accords commerciaux régionaux.

José de Sousa, Thierry Mayer, Soledad Zignago, "Market access in global and regional trade", *Regional Science and Urban Economics*, 42(6), 2012

Soledad Zignago est adjointe au service d'Études sur la compétitivité et les échanges extérieurs. Au-delà de l'accès aux marchés, ses travaux portent sur les questions de compétitivité, spécialisation, qualité et prix du commerce international. Elle a publié dans diverses revues comme *Economic Policy*, *Canadian Journal of Economics*, *Papers in Regional Science* ou *Asia Pacific Business Review*.



Remerciements aux discutants

Les discutants suivants ont fait des remarques et suggestions fructueuses au séminaire hebdomadaire DGEI au cours du premier semestre 2012. Qu'ils en soient ici chaleureusement remerciés.

David Bounie (France Telecom), Bahattin Buyuksahin (IEA), Pierre Cahuc (CREST), Emmanuel Dhyne (BNB), Pauline Givord (INSEE), Christian Gourieroux (ENSAE), Yannick Kalantzis (SEMSI), Pamina Koenig (ENS), Jean-Paul L'Huillier (Einaudi), Christophe Perignon (HEC), Kostas Tsatsaronis (BRI)

Coordination de la modélisation DSGE à la DGEI

Les modèles DSGE sont utilisés à des fins d'analyses dans plusieurs services de la DGEI. Ils servent à éclairer les projections, analyser différents scénarios de politique monétaire et fiscale, représenter l'environnement international et appréhender les déséquilibres globaux. Ils sont utiles également pour nourrir les discussions sur les réformes structurelles. Ils sont également l'objet de travaux plus orientés de recherche individuelle ou en groupe, en vue de la publication d'articles.

Étant donné l'évolution rapide de cette littérature et la difficulté des techniques quantitatives à utiliser, il a très vite paru utile de mettre en place un lieu de coordination des activités DSGE dans la DGEI. Auparavant, cela a pris la forme de réunions régulières d'un groupe de travail DSGE qui a fonctionné durant plusieurs années. Il s'agissait essentiellement de discuter de travaux en cours, présentés par l'une ou l'autre, et de faciliter l'échange d'expériences.

Depuis septembre 2012, nous avons modifié notre mode de fonctionnement. La présentation des travaux en cours se fait dans un séminaire plus large, le *brown bag seminar*, animé par A. Banerjee, F. Ferroni, C. Lopez, M. Juillard et J. Suda, et dédié à la discussion des travaux de recherche en cours, quelle que soit leur approche méthodologique. Il se réunit tous les mois.

En ce qui concerne les travaux de modélisation DSGE menés de manière plus régulière dans les services, nous avons mis en place une réunion régulière de coordination plus restreinte avec les économistes directement engagés dans ces travaux. Ces réunions permettent de faire circuler l'information sur les travaux entrepris par chaque service. Elles sont également utiles pour repérer les compétences lorsqu'il s'agit de résoudre un problème particulier. C'est aussi un lieu pour engager des projets communs à plusieurs services.

La lettre des études et de la recherche

Responsable éditorial
Marc-Olivier Strauss-Kahn

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 :
labolog@banque-france.fr



Michel Juillard, coordinateur du réseau DSGE à la Banque de France