

Éditorial

Une recherche à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution centrée sur l'impact de la réglementation et qui vise les meilleurs standards internationaux

Olivier de Bandt

p. 2



Interviews

Gilbert Cette

p. 4

Vincent Bignon

p. 6

Publications du 1^{er} semestre 2016

p. 4-7

Focus

La dynamique des prix de l'essence

p. 8

Erwan Gautier et Ronan Le Saout analysent la pertinence des fondements microéconomiques de la rigidité des prix et constatent que les coûts de menu et les imperfections d'information sont des facteurs clés pour expliquer la distribution des variations du prix de l'essence.

La transmission des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro au cours de la crise financière et de la crise des dettes souveraines

p. 9

Le financement dans la zone euro étant essentiellement bancaire, Sanvi Avouyi-Dovi, Guillaume Horny et Patrick Sevestre montrent qu'une rupture dans la transmission aux taux des crédits bancaires est un obstacle majeur à la conduite de la politique monétaire.

Comment les ménages répartissent-ils leurs actifs ? Faits stylisés issus de l'enquête de l'Eurosystème « Household finance and consumption survey »

p. 10

À partir de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages (HFCS), Frédérique Savignac et ses co-auteurs présentent les différences en termes de participation et de détention d'actifs dans quinze pays de la zone euro.

Conflits du travail et flux d'emploi

p. 11

Henri Fraisse, Francis Kramarz et Corinne Prost montrent que les données relatives aux procédures judiciaires (taux de recours, taux de conciliation, taux de procès et taux de victoire des salariés) proposent une mesure indirecte et partielle des coûts de licenciement supportés par les entreprises.

Amplitude et évolution du multiplicateur de dépenses publiques en France

p. 12

Guillaume Cléaud, Matthieu Lemoine et Pierre-Alain Pionnier constatent qu'en France, le multiplicateur budgétaire est statistiquement significatif et proche de 1 à l'impact et qu'il devient non significatif après trois ans environ.

L'inattention rationnelle aux nouvelles : les dangers de la Forward Guidance

p. 13

Gaetano Gaballo répond à des questions relatives à la communication sur l'orientation future de la politique monétaire en analysant les coûts et bénéfices tirés de la diffusion d'informations concernant les futurs fondamentaux lorsque l'annonce n'est pas perçue de façon uniforme par les agents.

Nouveaux arrivés à la DGEI en 2016

p. 14

Liens vers notre site internet

Agenda

Séminaires, colloques et symposiums

Séminaires DGEI
et Fondation du 1^{er} semestre 2016

Publications

Rue de la Banque

Documents de travail

Bulletin de la Banque de France

Revue de stabilité financière

Une recherche à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution centrée sur l'impact de la réglementation et qui vise les meilleurs standards internationaux

Olivier de Bandt

Olivier de Bandt est directeur des Études au Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Titulaire d'un doctorat d'économie de l'Université de Chicago, il a notamment publié des études dans le *Journal of Banking and Finance* et dans le *Journal of Financial Stability*. Ses recherches actuelles portent sur les méthodes de tests de résistance, les effets de la réglementation prudentielle et l'analyse du risque systémique.



L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) contribue au programme de recherche de la Banque de France en vue d'évaluer la gestion des risques par les institutions soumises à son contrôle, c'est-à-dire les banques et les sociétés d'assurance. Elle a également pour objectif de participer au processus d'élaboration de la politique en termes d'évaluation de la réglementation microprudentielle et d'interactions entre les politiques microprudentielles et macroprudentielles. La direction des Études a été créée il y a cinq ans afin de permettre d'identifier les priorités prudentielles. Une grande partie de la recherche de l'ACPR est fondée sur les données. La production d'une recherche de qualité est un moyen de garantir que les analyses de l'ACPR respectent les normes les plus élevées. À cet effet, il est utile de mentionner quelques documents de recherche récents produits par l'ACPR. Trois domaines sont plus particulièrement étudiés : les tests de résistance, l'évaluation de l'incidence et de la cohérence de la réglementation prudentielle et la surveillance des contrats d'assurance-vie.

L'élaboration de modèles de tests de résistance prenant en compte les effets de contagion

L'ACPR a réalisé des efforts importants pour élaborer de nouveaux modèles de tests de résistance ou pour actualiser les modèles existants. À côté d'exercices « ascendants », l'ACPR a développé un modèle de tests de résistance « descendant », le modèle MERCURE (cf. Camara *et al.*, 2015). Ce modèle était principalement orienté vers l'analyse du risque de crédit. Au fil des années, sa couverture des risques a été considérablement élargie. Certains risques font partie d'une analyse dédiée (par exemple, le risque porté par les activités de détail des banques). Une plus grande attention est désormais portée aux effets de contagion, aux chocs sectoriels et aux risques de concentration, sur la base des modèles de réseau construits à l'ACPR. Hauton et Héam (2014), notamment, étudient le réseau de 21 institutions financières en France, comprenant 6 conglomerats, 4 banques et 11 compagnies d'assurance. Trois groupes d'institutions sont identifiés : les institutions systématiquement importantes, les institutions systématiquement fragiles et les institutions qui ne sont ni systématiquement importantes ni systématiquement fragiles.

Des recherches sont également en cours afin d'élaborer des méthodes pour la validation *ex post* des tests de résistance, en se concentrant sur l'exercice BCE-ABE 2014. L'estimation de l'élasticité des différents tests à l'environnement macroéconomique permet de conclure provisoirement que ces exercices sont relativement robustes aux hypothèses macroéconomiques sous-jacentes.

L'évaluation des effets et de la cohérence de la réglementation prudentielle

Une priorité essentielle de la direction des Études de l'ACPR est d'évaluer l'impact de la réglementation. Deux aspects sont envisagés ici : les effets sur la distribution du crédit et la cohérence d'ensemble de la réglementation.

A) S'agissant de l'impact de la réglementation sur la distribution du crédit, deux études doivent être mentionnées. Pour les prêts aux sociétés non financières (SNF), Fraisse *et al.* (2015) mesurent l'influence des exigences en capital sur les prêts aux entreprises et leur activité. Les auteurs exploitent les hétérogénéités de traitement du cadre réglementaire de Bâle II mis en place en France depuis 2008 et qui rend les exigences de fonds propres dépendantes des banques et des entreprises. Les auteurs constatent un effet important des exigences en capital sur le crédit bancaire : une hausse de 1 point de pourcentage des exigences conduit à une réduction des crédits d'environ 10 %. Au niveau de l'entreprise, l'effet est plus réduit compte tenu des effets de substitution entre banques (- 5 %). Au final, les exigences en capital ont un effet réel sur l'investissement, même si cet effet est légèrement réduit par les décisions de l'entreprise.

Bibliographie

de Bandt (O.) et Chahad (M.) (2016)

« *A DSGE model to assess the post-crisis regulation of universal banks* », mimeo, Banque de France et ACPR.

Birn (M.), Dietsch (M.) et Durant (D.) (2016)

« *How to reach all Basel requirements at the same time?* », mimeo, ACPR et Banque des règlements internationaux.

Borel-Mathurin (F.), Darpeix (P.-E.), Guibert (Q.) et Loisel (S.) (2015)

« *Main determinants of profit sharing policy in the French life insurance industry* », *Débats économiques et financiers*, n° 17.

Camara (B.), Castellani (F.-D.), Fraise (H.), Frey (L.), Héam (J.-C.), Labonne (C.) et Martin (V.) (2015)

MERCURE: « *A macroprudential stress testing model developed at the ACPR* », *Débats économiques et financiers*, n° 19.

Cecchetti (S. G.) (2014)

« *The jury is in, CEPR policy insight* », n° 76, décembre 2014.

Clerc (L.), Derviz (A.), Mendicino (C.), Moyen (S.), Nikolov (K.), Stracca (L.), Suarez (J.) et Vardoulakis (A. P.) (2015)

« *Capital regulation in a macroeconomic model with three layers of default* », *International Journal of Central Banking*.

Dietsch (M.), Düllmann (K.), Fraise (H.), Koziol (P.) et Ott (C.) (2016)

« *Support for the supporting factor – Multi-country empirical evidence on systematic risk factor for SME loans* », mimeo, ACPR, Banque centrale européenne, Deutsche Bundesbank.

Fraise (H.), Lé (M.) et Thesmar (D.) (2015)

« *The real effect of bank capital requirements* », *Débats économiques et financiers*, n° 8 (version révisée du projet 2013).

Hauton (G.) et Héam (J.-C.) (2014)

« *How to measure interconnectedness between banks, insurers and financial conglomerates?* », *Débats économiques et financiers*, n° 14.

Labonne (C.) et Welter-Nicols (C.) (2015)

« *Cheap credit, unaffordable houses?* », *Débats économiques et financiers*, n° 20.

En ce qui concerne les prêts pour l'immobilier résidentiel, l'étude de Labonne et Welter-Nicols (2015) permet de mesurer les effets des politiques macroprudentielles. Les chercheuses utilisent les variations de la politique de prêts à taux zéro (PTZ) en France pour examiner la causalité entre la distribution de crédit immobilier et les prix immobiliers et l'accès à la propriété. La subvention PTZ varie au niveau des communes et a été réformée trois fois entre 2009 et 2011. L'endogénéité entre les prix et la politique du logement est traitée en échantillonnant les communes à la frontière des politiques du logement. Il est montré en conclusion que le PTZ permet un choc positif de crédit qui se transmet fortement aux prix immobiliers. Cette estimation de l'élasticité des prix immobiliers au crédit pour la France est relativement élevée par rapport au reste de la littérature.

B) S'agissant de la cohérence d'ensemble de la réglementation, et contribuant au débat actuel sur la finalisation de l'agenda de Bâle III en 2016, Birn, Dietsch et Durant (2016) utilisent un large ensemble de données bancaires granulaires calculées par le Comité de Bâle (« base de données QIS – *quantitative impact studies* »), qui couvre 156 banques du monde entier. L'étude modélise l'ajustement attendu de leur structure de bilan par les banques afin de respecter simultanément l'ensemble des exigences de solvabilité et de liquidité de Bâle III. Deux modèles sont utilisés, selon que seules des contraintes comptables et réglementaires sont imposées ou que la maximisation des bénéfices est également prise en compte. Les prévisions des modèles sont comparées aux changements effectifs constatés entre fin 2011 et fin 2014 et indiquent une bonne adéquation. Les variations des actifs liquides de haute qualité et du « financement stable disponible » sont corrélées, ce qui tend à prouver que les deux réglementations relatives à la liquidité (LCR et NSFR) sont, dans une certaine mesure, substituables.

De même, de Bandt et Chahad (2016) analysent de façon plus détaillée l'interaction entre la mise en œuvre des nouvelles réglementations Bâle III et l'environnement macroéconomique, y compris la politique monétaire. En effet, il est important de tenir compte du fait que cette période s'est caractérisée par une politique monétaire très accommodante (cf. Cecchetti, 2014). Les auteurs utilisent un modèle DSGE, calibré pour la zone euro, incluant une description très détaillée des exigences réglementaires tant pour la solvabilité que pour la liquidité. Par rapport à Clerc *et al.* (2015) qui analysent les exigences de fonds propres du point de vue du bien-être, de Bandt et Chahad (2016) partent de l'hypothèse qu'il existe des bénéfices à long terme des réformes réglementaires en termes de baisse des défauts, mais ils examinent leur impact à court et à moyen terme. Néanmoins, au niveau actuel des exigences de solvabilité, il apparaît que l'incidence négative sur le PIB d'une hausse des exigences de fonds propres est faible et de même ampleur dans les deux modèles mentionnés précédemment.

Par ailleurs, en ce qui concerne la cohérence réglementaire, Dietsch *et al.* (2016) évaluent l'avantage réglementaire spécifique qui favorise les prêts aux PME. Sur la base d'un ensemble de données unique et exhaustif pour la France et l'Allemagne, leurs résultats suggèrent que les différences relatives entre les exigences de fonds propres pour les grandes entreprises et celles pour les PME (en d'autres termes, l'allègement des besoins de fonds propres pour les PME) sont plus faibles dans le cadre de Bâle III que ne l'impliquent les corrélations entre les actifs estimées de façon empirique.

La surveillance des revenus distribués par les sociétés d'assurance-vie

Dans un contexte de faiblesse persistante des taux d'intérêt, et compte tenu du mandat de l'ACPR à la fois en matière de protection des consommateurs et de stabilité financière, Borel-Mathurin *et al.* (2015) évaluent les déterminants des taux de revalorisation (ou rendements annuels) servis sur les contrats individuels d'assurance-vie du fonds euros sur la période 1999-2013. Leur analyse confirme l'intuition des professionnels de l'assurance concernant l'alignement sur les obligations assimilables du Trésor français à 10 ans. Les sociétés examinées révèlent différentes stratégies. Si de meilleurs résultats financiers se traduisent par un rendement légèrement supérieur pour les assurés, les portefeuilles les plus risqués ne sont pas nécessairement associés à une meilleure participation aux bénéfices. Ce type de modèle empirique est utile pour surveiller des stratégies potentiellement insoutenables ou des variations soudaines par rapport au comportement passé nécessitant une vigilance de la part des autorités de surveillance.

Outre la poursuite des travaux sur les méthodes de tests de résistance, les futures priorités de recherche de l'ACPR comprennent l'analyse de l'incidence de l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt sur la robustesse des banques et des sociétés d'assurance, y compris les possibles stratégies de recherche de rendement.

« *Do firms provide wage insurance against shocks?* », Katay (G.), *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 118 (1), p. 105-128, janvier 2016.

« *Global vs. local shocks in micro price dynamics* », Andrade (P.), Zachariadis (M.), *Journal of International Economics*, vol. 98, p. 78-92, janvier 2016.

« *Rational inattention to news: the perils of forward guidance* », Gaballo (G.), *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8(1), p. 42-97, janvier 2016.

« *Emerging markets finance: Issues of international capital flows* », Bussière (M.), Phylaktis (K.), *Journal of International Money and Finance*, vol. 60(C), p. 1-7, février 2016.

« *On the sources of macroeconomic stability in the euro area* », Avouyi-Dovi (S.) et Sahuc (J-G.), *European Economic Review*, vol 83, p. 40-63, avril 2016.

« *Remittances and the changing composition of migration* », Le Goff (M.), Salomone (S.), *World Economy*, vol. 39 (4), p. 513-529, avril 2016.

« *Land collateral and labor market dynamics in france* », Kaas (L.), Pintus (P.), Ray (S.), *European Economic Review*, vol. 84, issue C, p. 202-218, mai 2016.

« *Market regulations, prices and productivity* », Cette (G.), Lopez (J.), Mairesse (J.), *American Economic Review*, vol. 106 (5), p. 104-108, mai 2016.

« *How do firms adjust production factors to the cycle?* », Cette (G.), Lecat (R.), Ould Ahmed Jiddou (A.), *B.E Journal of Macroeconomics*, vol. 16(2), p. 361-394, juin 2016.

« *Local labor markets and taste-based discrimination* », Berson (C.), *IZA Journal of Labor Economics*, vol. 5(1), p. 1-21, juin 2016.

« *How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey* », Arrondel (L.), Savignac (F.), *International Journal of Central Banking*, vol. 12(2), p.129-219, 2016.

« *Employment effects of foreign direct investment. New evidence from Central and Eastern European countries* », Jude (C.), Pop Silaghi (M.), *International Economics*, vol. 145(C), p. 32-49, 2016.

« *Margin rate and the cycle: the role of trade openness* », Cette (G.), Lecat (R.), Ould Ahmed Jiddou (A.), *Applied Economics*, vol. 48(37), p. 3569-3575, 2016.

.../...

Gilbert Cette est à la fois adjoint au directeur général des Études et des Relations internationales de la Banque de France et chercheur. Par ailleurs, il est professeur associé à l'Université d'Aix-Marseille II. Docteur habilité de l'Université de Paris 1, il a intégré la Banque de France en 1983, où il a occupé successivement différentes fonctions (chef du service puis directeur de la direction en charge des Prévisions et du Diagnostic conjoncturel, directeur de la direction des Études microéconomiques et structurelles) à la DGEI. Il a également dirigé à l'Insee le service en charge des études macroéconomiques et a été membre du cabinet du ministre du Travail et, durant quinze ans, de la cellule permanente du Conseil d'analyse économique. Il est ou a été aussi membre de nombreuses commissions (la première commission sur le salaire minimum durant quatre ans, la présidence de l'Association française de sciences économiques, etc.). Ses travaux ont notamment été publiés dans des revues telles que : *American Economic Review (p&p)*, *The Review of Economics and Statistics*, *The Journal of the European Economic Association*, *The European Economic Review*, *The Review of Income and Wealth*, *Economics Letters* (...).



Quel est votre profil ?

Mon parcours a étroitement associé le travail opérationnel et le management à la recherche, sanctionnée par des publications, ainsi que l'enseignement. Mes travaux de recherche ont toujours été en lien avec l'économie de la croissance et la politique économique, abordées sous différents angles comme par exemple la productivité et ses déterminants, l'utilisation des facteurs de production et les réformes structurelles. Tout au long de ma carrière, je me suis efforcé d'associer la conduite de ces recherches avec une implication plus directe et concrète en termes de politique économique. Par exemple, actuellement, concernant les réformes structurelles, je tiens à associer des recherches académiques sur leurs effets à une réflexion très concrète sur les réformes pertinentes qui pourraient être engagées, principalement en France, pour dynamiser la croissance et l'emploi.

Quel intérêt pour l'économie française d'engager des réformes structurelles aujourd'hui ?

Parmi les pays les plus développés, la France fait partie des rares pays qui connaissent une situation de chômage massif. La France partage cette spécificité essentiellement avec des pays comme l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce. La crise n'est donc pas la première responsable du chômage massif, puisqu'elle a aussi frappé de nombreux autres pays qui ont retrouvé une situation de plein emploi. Les quelques pays qui pâtissent toujours d'une situation de chômage massif (depuis presque quatre décennies pour la France !) se caractérisent donc par des spécificités institutionnelles et structurelles qui leur interdisent le retour au plein emploi. Une partie de mes travaux s'efforce d'identifier et de caractériser ces spécificités et de proposer des scénarios de réformes visant à les réduire afin d'abaisser le chômage. C'est un exemple, et je pourrais en donner beaucoup d'autres dans les domaines des inégalités de revenus ou d'accès à l'emploi, ou dans celui de la mobilité sociale, etc. Ces domaines sont d'ailleurs étroitement liés.

Quelles sont les réformes les plus fondamentales à mettre en œuvre ?

Il n'y a pas de « réforme miracle » qui, à elle seule, permettrait d'apporter une réponse complète aux difficultés d'une économie comme par exemple l'économie française. Seule une stratégie globale de réformes portant à la fois sur le marché des biens, celui du travail, la fiscalité, l'État (...) peut être une réponse adaptée à ces difficultés. Dans un ouvrage récent ¹, Philippe Aghion, Elie Cohen et moi-même avons analysé des stratégies de réformes très ambitieuses qui ont été engagées dans différents pays. On peut citer l'exemple des Pays-Bas, au début des années quatre-vingt, suite aux accords de Wassenaar, mais aussi l'Australie, le Canada et la Suède, au début des années quatre-vingt-dix. Ces stratégies ont été globales et le succès sur les années qui ont suivi est très impressionnant, tant sur la croissance, l'emploi que sur le solde courant et le solde des finances publiques. Ces pays ont su trouver des réponses ambitieuses adaptées à leurs difficultés. Pourquoi la France n'y arriverait-elle pas ?

¹ Cf. « Changer de modèle », Aghion (Ph.), Cette (G.), Cohen (E.), Éditions Odile Jacob, 2014.

« *The real effects of monetary shocks in sticky price models: a sufficient statistic approach* », Le Bihan (H.), Alvarez (F.), Lippi (F.), *American Economic Review*, à paraître.

« *The size and evolution of the government spending multiplier in France* », Cléaud (G.), Lemoine (M.), Pionner (P.-A.), *Annales d'Économie et de Statistique*, à paraître.

« *The impact of a 'soda tax' on prices: evidence from French Micro Data* », Berardi (N.), Sevestre (P.), Tépaut (M.), Vigneron (A.), *Applied Economics*, à paraître.

« *Stealing to survive? crime and income shock in 19th century France* », Bignon (V.), Caroli (E.), Galbati (R.), *The Economic Journal*, à paraître.

« *Credit frictions and the cleansing effect of recessions* », Osotimehin (S.), Pappadà (F.), *The Economic Journal*, à paraître.

« *Credit risk in the Euro area* », Mojon (B.), Gilchrist (S.), *The Economic Journal*, à paraître.

« *The pre-Great Recession slowdown in productivity* », Cette (G.), Mojon (B.), Fernald (J.), *European Economic Review*, à paraître.

« *Fiscal consolidation under imperfect credibility* », Lemoine (M.), Lindé (J.), *European Economic Review*, à paraître.

« *In search of the transmission mechanism of fiscal policy in the euro Area* », Fève (P.), Sahuc (J.-G.), *Journal of Applied Econometrics*, à paraître.

« *The stability of short-term interest rates pass-through in the euro area during the financial market and sovereign debt* », Avouyi-Dovi (S.), Horny (G.), Sevestre (P.), *Journal of Banking and Finance*, à paraître.

« *The impact of urban enterprise zones on establishment location decisions and labor market outcomes: evidence from France* », Py (L.), Mayer (T.), Mayneris (F.), *Journal of Economic Geography*, à paraître.

« *How fiscal policy affects prices: Britain's first experience with paper money* », Antipa (P.), *The Journal of Economic History*, à paraître.

« *Bailouts, moral hazard and banks' home bias for Sovereign debt* », Gaballo (G.), Zeltin-Jones (A.), *Journal of Monetary Economics*, à paraître.

« *Coin assaying and commodity money* », Bignon (V.), Dutu (R.), *Macroeconomic Dynamics*, à paraître.

« *Reduced form wage equations in the credible bargaining model* », Boitier (V.), Lepetit (A.), *Labour Economics*, à paraître.

.../...

Dispose-t-on d'indicateurs fiables de mesure des effets des réformes structurelles ?

On dispose d'indicateurs caractérisant les institutions de très nombreux pays. L'OCDE, par exemple, a joué un rôle déterminant sur les dernières décennies pour l'élaboration de tels outils comparatifs, mais de tels indicateurs sont inévitablement réducteurs. En outre, on dispose de nombreuses analyses chiffrant les effets de modifications de ces indicateurs. Comme toutes études empiriques, ces analyses sont contestables et les critiques qui leur sont portées doivent être prises en compte pour les améliorer. De même, on dispose de nombreuses analyses de réformes spécifiques engagées dans tel ou tel pays. Comme les précédentes, ces analyses plus ciblées font l'objet de critiques (par exemple celle d'attribuer aux réformes étudiées des effets qui tiennent aussi à de nombreux autres facteurs) qu'il ne faut pas ignorer. La robustesse des données utilisées, celle des méthodes statistiques mobilisées et celle des inférences dégagées doivent continûment être approfondies et éprouvées, avant d'aboutir à des recommandations de politique économique. Je m'efforce, pour ma part, d'effectuer des allers-retours continus entre les deux types d'analyses que j'ai mentionnées.

Quelles sont les contributions de la Banque de France à la réflexion sur ce point ?

Jimmy Lopez, Jacques Mairesse et moi-même avons engagé à la Banque, il y a quelques années, un programme de recherche sur la quantification des effets de réformes structurelles. Avec toutes les limites de cette orientation, dont nous sommes très conscients, nous avons travaillé sur des données internationales et à partir des indicateurs synthétiques que j'évoquais précédemment. Dans notre dernière publication², nous proposons un chiffrage des effets à long terme sur le PIB dont pourraient bénéficier de nombreux pays en abaissant les rigidités sur les marchés des biens et du travail jusqu'aux niveaux les plus bas observés dans les pays les plus développés. Ces gains sont souvent considérables. Pour la France, ils seraient de l'ordre de 6 %, dont 2,5 % et 3,5 % via les réformes sur les marchés respectivement du travail et des biens. Mais pour être convaincants, ces chiffreages doivent être discutés et comparés à ceux obtenus par d'autres équipes de chercheurs, et fondés sur d'autres approches. Nous travaillons actuellement sur les effets des réformes sur le marché du travail, sur la combinaison productive, et nous montrons que de telles réformes peuvent dynamiser l'emploi mais abaisser l'investissement tout en élevant la qualité de ce dernier, cette qualité étant appréhendée par la part des investissements en technologies de l'information et de la communication (TIC) ou en recherche et développement (R & D). Ces résultats illustrent la complexité des mécanismes en jeu.

Quel(s) intérêt(s) pour la Banque de France et, plus généralement, pour une banque centrale, de se maintenir sur ce créneau ?

Les différents domaines de la politique économique (monétaire, budgétaire, structurel) sont interdépendants. De nombreux travaux ont montré sur les dernières décennies que les politiques de stabilisation associées aux actions budgétaires ou monétaires influencent les équilibres de long terme, par différents canaux dont les effets d'hystérèse sur le marché du travail ou les dépenses d'innovation. D'autres travaux ont montré que les politiques structurelles influencent la résilience des économies aux chocs qui les frappent, et donc leur stabilité qui n'est ainsi pas du seul ressort du monétaire et du budgétaire. Les banques centrales ayant en charge la conduite de la politique monétaire ne peuvent donc pas ignorer les autres domaines budgétaires et structurels. Un débat en cours actuellement est justement de savoir si la mobilisation de ces différents domaines de politique économique est la plus pertinente et si l'insuffisance de politiques structurelles n'aboutit pas à trop attendre des autres volets, en particulier du volet monétaire.

Que peut/doit-on faire (en termes de recherche) sur les réformes structurelles dans les années à venir ?

De multiples travaux doivent se poursuivre dans ces domaines de l'évaluation des politiques structurelles, afin de renforcer encore et toujours la robustesse des préconisations de politiques économiques. La caractérisation des interactions entre différents domaines de réformes et des délais des effets de ces dernières demande encore beaucoup d'approfondissement. Par ailleurs, les recherches sont inégalement abondantes sur les différents domaines structurels qui peuvent concerner des pays comme la France. Par exemple, la caractérisation de la qualité de l'État et de ses effets sur la croissance est un vrai domaine d'avenir.

² Cf. « *Market regulations, prices, and productivity* », Cette (G.), Lopez (J.), Mairesse (J.), *American Economic Review*, vol. 106, n° 5, mai 2016, 104-108.

« *Private vs. public sector wage gap: does origin matters?* », Berson (C.), *Metroeconomica*, à paraître.

« *The elasticity of poverty with respect to sectoral growth in Africa* », Berardi (N.), Marzo (F.), *The Review of Income and Wealth*, à paraître.

« *Productivity trends from 1890 to 2012 in advanced countries* », Bergeaud (A.), Cette (G.), Lecat (R.), *The Review of Income and Wealth*, à paraître.

« *Upstream product market regulations, ICT, R&D and productivity* », Cette (G.), Lopez (J.), Mairesse (J.), *The Review of Income and Wealth*, à paraître.

« *Variable trade costs, composition effects, and the intensive margin of trade* », Berthou (A.), Fontagné (L.), *World Economy*, à paraître.

« *Growth effect of foreign direct investment in developing economies: the role of institutional quality* », Jude (C.), Leveuge (G.), *World Economy*, à paraître.

« *Technology spillovers from FDI. Evidence on the intensity of different spillover channels* », Jude (C.), *World Economy*, à paraître.

« Les crédits nouveaux à l'habitat des ménages : tendances récentes », Fegar (G.), *Bulletin Banque de France*, n° 203, p. 19-26, janvier-février 2016.

« Les crédits aux entreprises à taux particulièrement bas en France », Avouyi-Dovi (S.), Lecat (R.), O'Donnell (C.), Bureau (B.), Villette (J-P), *Bulletin Banque de France*, n° 203, p. 5-18, janvier-février 2016.

« Le patrimoine économique national en 2014, en repli de 1,8 % », Humbertclaude (S.), Monteil (F.), *Bulletin Banque de France*, n° 203, p. 27-36, janvier-février 2016.

« Délais de paiement : en 2014, le solde du crédit interentreprises reste à un niveau historiquement élevé », Chavy-Martin (A-C.), *Bulletin Banque de France*, n° 203, p. 37-50, janvier-février 2016.

« Les entreprises en France en 2014 : l'activité marque le pas », Cahn (C.), Carlino (L.), Lefilliatre (D.), *Bulletin Banque de France*, n° 203, p. 51-70, janvier-février 2016.

« Commerce global en valeur ajoutée : parts de marché nationales et à l'exportation », Cezar (R.), Duguet (A.), Gaulier (G.), Vicard (V.), *Bulletin Banque de France*, n° 204, p. 5-16, mars-avril 2016.

« Les échanges internationaux de services de la France », Castor (S.), Caradant (H.), Chauvin (V.), Mosquerayon (T.), *Bulletin Banque de France*, n° 204, p. 17-26, mars-avril 2016.

.../...

Vincent Bignon est un chercheur expert senior occupant les fonctions d'adjoint au chef du service des Analyses microéconomiques au sein de la direction des Études microéconomiques et structurelles de la Banque de France.

Ancien élève de l'ENS de Cachan, agrégé d'économie et gestion, docteur de l'École polytechnique, ses recherches l'ont conduit à l'Université de Pennsylvanie et l'Université George Mason, en Virginie. Il a enseigné à l'IUFM de Créteil, à Sciences Po Paris, au *Graduate Institute of International and Development Studies* de Genève avant de rejoindre la Banque de France en septembre 2011.



Quel est votre profil ?

Mon parcours intellectuel est à la croisée de l'économie, de la finance et des sciences sociales : je suis un historien économiste doté d'un bagage théorique et comptable. Mes travaux portent sur les crises économiques et financières et sur les politiques pour les contenir. Je mobilise des outils divers allant de l'histoire monétaire à la théorie fondamentale de la monnaie en passant par les problèmes de transmission de la politique monétaire.

En quoi est-ce utile à la Banque de France ?

Une branche de mes travaux récents a porté sur la complémentarité institutionnelle entre l'union monétaire et bancaire européenne, ou sur le cadre du collatéral de l'Eurosystème¹. Sur l'autre branche se trouvent mes travaux d'histoire économique, qui ont fourni un autre mode d'administration de la preuve, dont je dois toujours justifier la pertinence, aujourd'hui, mais, surtout, qui ont aussi fait germer des idées nouvelles, positionnant la banque à la frontière des débats actuels de politique économique².

Depuis septembre 2015, je travaille avec la direction des Systèmes de paiements et des Infrastructures de marché de la DGSO dans le cadre d'un détachement recherche sur les outils de résolution des chambres de compensation centrale, qui sont les opérateurs principaux des marchés interbancaires européens : ils traitent plus de transactions que les marchés de gré à gré. Avec un cadre de collatéral plus restrictif que l'Eurosystème, ils ont été particulièrement résilients pendant les crises *subprime* et de la zone euro – d'après une étude portant sur la chambre allemande Eurex. Parce qu'ils sont des intermédiaires cruciaux pour limiter l'ampleur des crises, des discussions internationales nourries ont lieu sur les plans de contingence à appliquer en cas de résolution de ces entités systémiques. Ces plans doivent limiter l'ampleur des crises futures. Ma contribution a consisté à écrire un article sur les enjeux de la résolution de ces entités au cours des crises de liquidité ; en outre, j'ai participé à l'organisation d'une conférence sur ce thème, réunissant régulateurs, universitaires, représentants des clients et décisionnaires des chambres ainsi que les autorités de la Banque.

Aussi, si je devais résumer l'intérêt de ma recherche pour la Banque, je dirais qu'elle réside dans son éclectisme car la pluridisciplinarité est un mode puissant d'approfondissement des connaissances sur des sujets qui sont au cœur du métier des banques centrales.

On taquine souvent les chercheurs en disant qu'ils cherchent, mais ne trouvent pas. Vincent, comment procédez-vous pour « trouver » ?

D'abord, par une étude qualitative détaillée du contexte légal, réglementaire et institutionnel et des mécanismes économiques à l'œuvre. Ce travail ingrat prend du temps car il faut connaître les détails pour convaincre de la pertinence d'une stratégie de preuve.

Ensuite, en utilisant des théories souvent abstraites parce qu'elles éclairent les phénomènes d'un jour nouveau. C'est la leçon de mes travaux d'histoire allemande, pour lesquels les

1 Voir Bignon, Flandreau and Ugolini (2012), « *Bagehot for beginners: the making of lending of last resort operations in the mid-19th century* », *economic history review* 65(2), p. 580-608; Bignon, Breton, Rojas-Breu (2015), « *Monetary union with a single currency and imperfect credit market integration* », *Working Paper* Banque de France ; Ahn, Bignon, Breton, Martin (2016), « *Interbank market and central bank policy* », *New York Fed Staff Report* 763.

2 Voir à ce sujet l'article « *Protectionism and the education-fertility trade-off in late 19th century France* », document de travail AMSE 2016-04 co-écrit avec Cécilia Garcia Peñalosa et dont un compte rendu a été publié dans *The Economist* « *The toll of tariffs* » dans son édition papier du 16 avril 2016.

« La compétitivité française : nouveaux enjeux, nouvelles mesures, Synthèse de la conférence du 16 décembre 2015 organisée à la Banque de France en collaboration avec France Stratégie », Jousset (E.), Sandoz (C.), Zignago (S.), *Bulletin Banque de France*, n° 204, p. 27-34, mars-avril 2016.

« Hausse toujours modérée de la durée d'utilisation des équipements en 2015, Résultats de l'enquête menée par la Banque de France », Chouard (V.), Hartweg (S.), Minier (A.), Tarrieu (S.), Baudry (L.), *Bulletin Banque de France*, n° 204, p. 35-44, mars-avril 2016.

« Fixation des prix et inflation, Synthèse de la conférence des 17 et 18 décembre 2015 organisée par la Banque de France », Berardi (N.), Gautier (E.), Le Bihan (H.), *Bulletin Banque de France*, n° 204, p. 45-50, mars-avril 2016.

« Les mesures de politique monétaire en zone euro, et leurs effets, depuis 2014 », direction générale des Études et des Relations internationales, *Bulletin Banque de France*, n° 205, p. 5-24, mai-juin 2016.

« L'insertion commerciale de la France mesurée en valeur ajoutée », Cezar (R.), *Bulletin Banque de France*, n° 205, p. 25-37, mai-juin 2016.

« Stratégies d'internationalisation dans la pharmacie », Cayssials (J.-L.), Ranvier (M.), *Bulletin Banque de France*, n° 205, p. 39-54, mai-juin 2016.

« La destination finale des placements financiers des ménages avant et pendant la crise », Bachelier (A.), Charavel (C.), Pfister (C.), *Bulletin Banque de France*, n° 205, p. 55-61, mai-juin 2016.

« Marché du travail : institutions et réformes – Synthèse de la quatrième conférence annuelle sur le marché du travail des 3 et 4 décembre 2015 organisée à Paris par l'École d'économie d'Aix-Marseille et la Banque de France », Berson (C.), Malgouyres (C.), Roux (S.), *Bulletin Banque de France*, n° 205, p. 63-71, mai-juin 2016.

« La monnaie fiduciaire en France en 2015 », Ninlias (E.), Torre (G.), *Bulletin Banque de France*, n° 205, p. 73-84, mai-juin 2016.

modèles très abstraits d'appariement monétaire m'ont permis de comprendre l'utilisation de la cigarette comme monnaie avant 1948 et son impact délétère sur la productivité ³.

Enfin, il faut une stratégie convaincante d'identification de la causalité. Dans mes travaux d'histoire économique, les crises sont émoullées par l'impact des maladies agricoles comme le phylloxera, car cela exclut les problèmes de causalité inverse expliquée par l'aléa moral. C'est important pour convaincre les sceptiques de l'impact direct des crises sur la criminalité ou montrer que l'intensité des crises au 19^e siècle a été contenue par le réseau de succursales de la Banque de France, car chaque ouverture représentait l'équivalent d'une extension d'éligibilité ⁴.

Cette recherche m'a permis de convaincre de l'intérêt de travailler sur l'impact de l'éligibilité du collatéral sur les crédits à l'économie pendant la crise de la zone euro ⁵. Les résultats montrent que les crédits aux entreprises non financières ou aux ménages augmentent lorsque l'Eurosystème admet en garantie des opérations de politique monétaire les prêts résidentiels et ceux aux entreprises non financières peu risqués. Cette question a été longtemps perçue comme un problème purement technique de mise en œuvre de politique monétaire. Y répondre est pourtant important pour deux raisons. D'un point de vue opérationnel, cela évalue des mesures très techniques de politique monétaire non conventionnelles qui sont au cœur de notre cadre de collatéral, et qui ont fait l'objet de nombreux ajustements depuis 2007. D'un point de vue organisationnel, notre cadre de politique monétaire nous vient en partie de la transmission des bonnes pratiques apprises par des expériences concrètes et transmises génération après génération. Mais nous connaissons peu les effets quantitatifs de ces savoirs « embarqués » et avons du mal à en expliquer l'importance, y compris en interne. Ces recherches contribuent à mieux faire connaître leur pertinence.

Quelles perspectives ?

Je suis un économiste de banque centrale épanoui. J'ai plaisir à travailler en transversalité sur des thèmes opérationnels, avec la DGSO ou d'autres banques centrales comme la Fed de New York. C'est un processus intellectuellement très stimulant, qui me sort de ma zone de confort et me permet de construire des abstractions pertinentes directement utiles à la prise de décisions. Je travaille aussi sur des sujets plus théoriques ou historiques, avec des universitaires d'Aix, Rouen ou Dauphine mais aussi de Genève, d'Oxford ou de São Paulo. Cela crée, à l'évidence, la plasticité intellectuelle nécessaire pour construire de nouveaux outils de recherche et proposer de nouveaux arguments au service de l'aide à la décision.

Dans le même temps, je mesure les tensions créées par cette double culture, car la temporalité longue de la recherche peut entrer en collision avec la temporalité de l'aide à la décision où la vitesse est clairement valorisée. Mais parce que la complémentarité entre l'une et l'autre est une source de créativité, je ne renoncerai ni à l'une ni à l'autre.

³ Cf. Bignon (2004), « Une théorie de l'élection de la cigarette comme monnaie », *Revue Économique* 55(3), p. 383-93; Bignon (2007), « La crise monétaire allemande de 1945-1948 », dans *La monnaie dévoilée par ses crises*, éditeur Bruno Thérêt, Éditions de l'EHESS, ou ma thèse « La crise monétaire allemande de 1945-1948 ».

⁴ Voir Bignon, Caroli, Galbiati (2016), « *Stealing to survive? Crime and income shocks in 19th Century France*, à paraître dans *Economic Journal*. Voir aussi Bignon et Jobst (2016), *Economic crises and the lender of last resort: evidence from 19th century France*, WP Banque de France en préparation.

⁵ La première étude montre que c'est le cas en France pour les créances privées supplémentaires mis en œuvre en février 2012, voir Bignon, Boissay, Cahn, Harpedanne de Belleville (2016), « Conséquences de l'extension d'éligibilité des crédits aux entreprises cotées 4 en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel* de la Banque de France, juillet. La seconde étude porte sur la zone euro et étudie si l'acceptabilité des prêts a permis d'amortir la forte baisse du financement interbancaire, voir Barthélémy, Bignon, Nguyen (2016), « *Interbank run, collateral liquidity and loans Supply during the euro crisis (2011-2014)* », tapuscrit.

La dynamique des prix de l'essence

Gautier (E.) (Université de Nantes et Banque de France) et Le Saout (R.) (Insee-CREST), (2015) The dynamics of gasoline prices: evidence from daily French micro data, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 47, numéro 6, p. 1063-1089.

Erwan Gautier est consultant au service des Analyses microéconomiques de la Banque de France et professeur d'économie à l'université de Nantes. Diplômé de l'ENSAE, il est titulaire d'un doctorat en économie de l'EHESS. Ses travaux sont centrés sur la rigidité des prix et des salaires, ainsi que sur l'utilisation de données individuelles pour la politique monétaire. Ses articles ont été publiés notamment dans *Economic Journal*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, *Journal of Money, Credit and Banking* et *Review of Economics and Statistics*.



Le marché de l'essence présente un intérêt particulier pour tester la pertinence des modèles de rigidité des prix car il fournit une approximation précise et économiquement significative des coûts marginaux, à savoir le prix de gros, à une fréquence quotidienne. En s'appuyant sur des données françaises, Erwan Gautier et Ronan Le Saout analysent la pertinence empirique des fondements microéconomiques de la rigidité des prix à l'aide des prix de l'essence vendue au détail. Ils constatent que les coûts de menu et les imperfections d'information sont des facteurs clés pour expliquer la distribution des variations du prix de l'essence.

La vitesse à laquelle les agents intègrent à leur prix des chocs spécifiques ou communs est une question centrale pour la politique monétaire. Si les prix ne s'ajustent pas de façon continue aux chocs, l'inflation ne réagira que lentement à un choc de politique monétaire et une hausse du taux d'intérêt nominal à court terme sera transmise aux taux d'intérêt réels, affectant la production réelle. Différents modèles théoriques sont utilisés pour rationaliser les changements de prix peu fréquents, mais ils ont tous des implications différentes en termes de dynamique macroéconomique. Ainsi, de nombreux articles récents examinent les profils des prix individuels afin d'évaluer la pertinence empirique des modèles de rigidité des prix. Toutefois, au niveau microéconomique, il est souvent difficile de relier les prix aux chocs affectant les entreprises : les prix varient-ils peu fréquemment parce que les chocs sont rares ou parce que les coûts d'ajustement sont élevés ?

Erwan Gautier et Ronan Le Saout comparent des millions de données relatives aux prix de détail et aux prix de gros de l'essence en France afin d'examiner la pertinence empirique des fondements microéconomiques de la rigidité des prix. En outre, ils présentent des éléments supplémentaires sur les sources de la relative rareté des changements de prix. Pour cela, ils ont utilisé plus de 5 millions de prix individuels de l'essence relevés à une fréquence quotidienne dans plus de 8 000 stations-service en France afin d'analyser la rigidité des prix de l'essence à la pompe et d'évaluer le temps nécessaire aux stations-service pour intégrer un choc de prix du pétrole.

Premièrement, ils constatent que les prix de l'essence ne s'ajustent pas quotidiennement contrairement au prix de gros, mais seulement à une fréquence hebdomadaire. De plus, le rythme d'ajustement des prix n'est pas uniquement déterminé par les variations des prix de gros, mais aussi par le temps écoulé depuis le dernier ajustement : la probabilité que les prix évoluent est bien plus élevée une semaine exactement après la variation précédente, ce qui est cohérent avec une révision périodique des prix de l'essence. Deuxièmement, ils montrent également que le degré de transmission des prix de gros aux prix de détail est en moyenne de 0,77 pour le diesel et 0,67 pour l'essence sans plomb. Cette transmission est légèrement plus importante dans les supermarchés que dans les autres stations-service. Troisièmement, les variables liées à la concurrence locale expliquent dans une large mesure les différences de stratégie de fixation des prix des entreprises : les révisions de prix sont beaucoup plus fréquentes dans les supermarchés et dans les secteurs où la concurrence est plus forte. Quatrièmement, l'ajustement des prix de l'essence aux chocs sur les prix de gros est assez rapide : il faut compter environ dix jours pour qu'un choc soit totalement transmis aux prix de détail. Cet ajustement est plus rapide dans les supermarchés que dans les autres stations-service. Enfin, Erwan Gautier et Ronan Le Saout ne constatent aucune asymétrie dans la réaction des prix de détail : il n'existe pas de différence significative entre la vitesse de réaction des prix de détail à un choc de prix de gros positif et à un choc de prix de gros négatif.

D'un point de vue macroéconomique, Erwan Gautier et Ronan Le Saout tirent principalement deux conclusions de leur étude. Premièrement, les prix de l'essence, souvent considérés comme très flexibles, sont en réalité un peu rigides. Les auteurs montrent que les coûts de menu et les imperfections d'information pourraient être à la source de cette rigidité et jouent un rôle important pour expliquer la distribution des variations du prix de l'essence. Deuxièmement, les prix de l'essence ont largement contribué à la volatilité de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) et la nécessité de mieux comprendre les implications de l'hétérogénéité des entreprises en termes de dynamique agrégée des prix est souvent soulignée. Les auteurs constatent une certaine hétérogénéité dans le comportement de fixation des prix des entreprises, mais elle n'a qu'un impact limité sur la réaction agrégée des prix à un choc.

La transmission des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro au cours de la crise financière et de la crise des dettes souveraines

Avouyi-Dovi (S.), Horny (G.) and Sevestre (P.) : « The stability of short-term interest rate pass-through in the euro area during the financial and sovereign debt crises », à paraître dans le Journal of Banking and Finance.

Guillaume Horny a intégré la Banque de France en 2008. Il est aujourd'hui économiste au service de Recherche en économie financière et trésorier de la Fondation Banque de France pour la recherche. Il a travaillé sur l'économie bancaire, le coût du capital et le marché du travail. Ses recherches ont notamment été publiées dans le *Journal of Business Economics and Statistics* et *Applied Economics*.



Depuis la crise financière de 2008, les autorités monétaires des principaux pays ont adopté une politique plus accommodante. Les taux d'intérêt des nouveaux prêts bancaires ont été abaissés, mais la transmission à l'économie de cette orientation soulève un certain nombre de questions. Le financement dans la zone euro étant essentiellement bancaire, une rupture dans la transmission aux taux des crédits bancaires serait un obstacle majeur à la conduite de la politique monétaire.

Sanvi Avouyi-Dovi, Guillaume Horny et Patrick Sevestre étudient la question de l'hétérogénéité dans l'évolution des prix des nouveaux prêts bancaires, en les mettant en relation avec l'évolution structurelle du coût marginal des banques. Ils analysent en détail les évolutions du mécanisme de transmission au cours de la période allant de 2003 à 2014 et se concentrent sur trois sous-groupes de pays de la zone euro : la France et l'Allemagne (premier groupe), la Grèce et le Portugal (deuxième groupe) et l'Italie et l'Espagne (troisième groupe). Ils introduisent des innovations et ouvrent de nouvelles perspectives dans l'analyse traditionnelle des mécanismes de transmission.

Premièrement, ils identifient des dates de rupture dans ces mécanismes. Cela est important car les chocs ou les événements majeurs du point de vue de la politique monétaire peuvent rompre les relations d'interdépendance entre les variables. Deuxièmement, ils permettent aux relations entre les variables d'évoluer dans le temps, alors que la littérature les suppose généralement constantes. Troisièmement, ils évaluent la pertinence de l'introduction du risque-pays dans le coût des ressources bancaires. Ils mesurent le coût marginal des banques à l'aide des taux appliqués aux nouveaux dépôts, qui réagissent à des facteurs tels que l'accès aux marchés financiers, le risque-pays, ainsi que le risque lié aux banques et aux emprunteurs. Les taux des nouveaux dépôts évoluent de manière analogue au coût du financement interbancaire. Pour plus de clarté et de fiabilité, les auteurs se concentrent plus particulièrement sur le prix du crédit à court terme, c'est-à-dire les prêts d'une durée inférieure ou égale à un an, alors que la littérature analyse généralement les taux des prêts assortis d'échéances différentes. Ils comparent le prix du crédit à court terme au taux des nouveaux dépôts d'échéance similaire.

Sanvi Avouyi-Dovi, Guillaume Horny et Patrick Sevestre montrent que la relation de long terme entre le taux débiteur des banques et le coût marginal s'est modifiée au cours des dernières crises. Par conséquent, l'hypothèse d'une relation constante dans le temps entre ces deux variables, comme c'est généralement le cas dans les études précédant la crise de 2008, n'est plus pertinente. Selon les auteurs, les changements les plus importants sont intervenus depuis le début de la crise de la dette souveraine. La baisse du coût marginal des banques s'est transmise particulièrement rapidement aux taux des nouveaux crédits au lendemain de la crise financière. En revanche, après 2010, la baisse du coût des ressources bancaires a été suivie d'une diminution des taux sur les nouveaux prêts bancaires beaucoup moins importante que n'aurait pu le laisser prévoir la relation observée avant 2008. Les auteurs indiquent également que le mécanisme de transmission est plus stable lorsque le coût des ressources bancaires est mesuré par les taux des dépôts plutôt que par les taux du marché interbancaire. La rupture dans le mécanisme de transmission des taux directeurs résulte de l'absence de prise en compte du risque dans l'évaluation du coût des banques. En outre, tandis que les résultats obtenus pour la crise financière confirment l'existence dans une certaine mesure d'un rationnement, ceux obtenus pour la crise de la dette souveraine indiquent un creusement des *spreads* entre banques, ce qui est compatible avec les plus grandes difficultés de financement des banques. L'augmentation des *spreads* est particulièrement prononcée pour les prêts consentis aux emprunteurs de plus petite taille et, donc, plus risqués. Il semble donc plausible que le risque de défaut des sociétés non financières ait soudainement augmenté, ou ait fait l'objet d'une valorisation plus élevée suite à la crise de la dette souveraine.

Enfin, Sanvi Avouyi-Dovi, Guillaume Horny et Patrick Sevestre mettent en lumière l'hétérogénéité de l'évolution du mécanisme de transmission d'un pays à l'autre. Pour que la transmission de la politique monétaire soit identique dans tous les pays, il faudrait que les risques-pays soient les mêmes. C'est un argument en faveur de mesures pour une plus grande intégration de la zone euro, par exemple celles visant à mettre un terme au cercle vicieux qui relie les banques aux risques souverains. Les progrès accomplis sur la voie de l'union bancaire, avec la mise en place notamment du mécanisme de surveillance unique, est un pas dans cette direction.

Comment les ménages répartissent-ils leurs actifs ? Faits stylisés issus de l'enquête de l'Eurosystème « *Household finance and consumption survey* »¹

Arrondel (L.), Bartiloro (L.), Fessler (P.), Lindner (P.), Mathä (T.Y.), Rampazzi (C.), Savignac (F.), Schmidt (T.), Schürz (M.), Vermeulen (P.), (2016) « How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey », *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n° 2, p. 129-219.

Frédérique Savignac est chef du service des Analyses microéconomiques. Elle participe à l'*Eurosystem Household Finance and Consumption Network* (Réseau de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages) depuis 2007. Ses principaux thèmes de recherche sont les choix de portefeuille, l'épargne et la consommation des ménages et le financement de l'innovation. Ses travaux ont été publiés dans plusieurs revues, notamment : *the International Journal of Central Banking*, *Applied Economics*, *Economics of Innovation and New Technology*.

À partir de l'enquête de l'Eurosystème sur les finances et la consommation des ménages (HFCS), qui a été mise en place par les banques centrales de l'Eurosystème pour fournir des informations détaillées sur les actifs, l'endettement, les revenus et la consommation des ménages, Frédérique Savignac et ses co-auteurs essaient de répondre à la question suivante : comment les ménages choisissent-ils de répartir leur richesse entre les différents actifs disponibles ? Existe-t-il une relation systématique entre les caractéristiques intrinsèques des ménages et les profils de détention d'actifs dans les différents pays ? Frédérique Savignac et al. présentent les différences en termes de participation et de détention d'actifs sur un large échantillon d'actifs dans quinze pays de la zone euro afin d'apporter un éclairage sur ces questions pertinentes pour les politiques économiques.

En s'appuyant sur la première vague d'enquête HFCS, Frédérique Savignac et ses co-auteurs analysent les déterminants des actifs détenus (la marge extensive) et de la part des portefeuilles investie dans chaque actif par les ménages (la marge intensive). Pour ce faire, ils examinent les principales composantes du patrimoine des ménages : les actifs immobiliers (décomposés entre la résidence principale et les autres biens immobiliers), les actifs financiers risqués (fonds communs de placement, obligations et actions), et les actifs financiers sûrs (définis comme étant les dépôts, les contrats d'assurance-vie, et les plans d'épargne retraite privée sur une base volontaire) et le patrimoine d'entreprise (défini comme la participation à un emploi indépendant).

Premièrement, Frédérique Savignac et al. confirment le résultat classique selon lequel les ménages les plus aisés ont tendance à détenir un ensemble plus diversifié de catégories d'actifs. Toutefois, il existe des différences importantes entre pays, en particulier pour le patrimoine immobilier. Deuxièmement, ils analysent les déterminants de la détention d'actifs financiers risqués par les ménages et des parts que ceux-ci représentent dans les portefeuilles en s'appuyant sur l'estimation de modèles *probit* et *tobit*, respectivement. Ils constatent que les facteurs déterminant les choix de détention des actifs se recoupent largement avec ceux expliquant les parts de portefeuille investies. Les caractéristiques socio-démographiques des ménages sont des indicateurs prédictifs robustes des choix de portefeuille des ménages, malgré les différences entre les politiques institutionnelles des différents pays de la zone euro.

Néanmoins, il existe cependant certaines différences entre les quinze pays quant aux effets estimés des variables démographiques. L'identification des sources potentielles de ces différences n'est pas chose aisée. De nombreux facteurs, notamment la culture, l'histoire, le rôle de l'État providence, les marchés du logement et du crédit, les institutions financières, sont susceptibles d'affecter le processus d'accumulation de richesse et les choix de portefeuille des ménages.

Enfin, Frédérique Savignac et ses co-auteurs mettent en évidence que l'influence des facteurs sociodémographiques (revenu, richesse nette, patrimoine familial) sur le choix de détention d'actifs immobiliers ou d'actifs financiers risqués est corrélée aux facteurs institutionnels d'un pays donné, comme le fonctionnement du marché hypothécaire ou la capitalisation boursière.

¹ Ce document a été rédigé par Arrondel (L.) (CNRS-PSE), Bartiloro (L.) (Banca d'Italia), Fessler (P.) (Oesterreichische Nationalbank), Lindner (P.) (Oesterreichische Nationalbank), Mathä (T. Y.) (Banque centrale du Luxembourg), Rampazzi (C.) (Banca d'Italia), Savignac (F.) (Banque de France), Schmidt (T.) (Deutsche Bundesbank), Schürz (M.) (Oesterreichische Nationalbank), Vermeulen (P.) (Banque centrale européenne).

Conflits du travail et flux d'emploi

Fraisse (H.), Kramarz (F.) et Prost (C.) Labor Disputes and Job Flows, ILR Review, octobre 2015, 68: 1043-2015.

Henri Fraisse est responsable du service des Études actuariels et de simulation de l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution). Ses principaux thèmes de recherche portent sur l'économie du travail, la situation financière des ménages et l'économie bancaire avec un intérêt particulier pour l'incidence des réglementations et de leur application. Ses travaux actuels portent sur l'incidence de la réglementation bancaire sur la distribution du crédit et ses effets réels.



Les effets de la protection de l'emploi sur le marché du travail ont été largement étudiés grâce à des analyses multi-pays. Néanmoins, celles-ci ne permettent pas de prendre en compte pleinement la complexité de l'ensemble des caractéristiques institutionnelles nationales qui ont potentiellement aussi une influence sur le marché du travail. Aussi, une littérature académique récente s'est développée en exploitant plutôt au sein d'un même pays, des mesures législatives ciblant des populations particulières de salariés ou d'entreprises. Toutefois, même si la législation du travail ne change pas, son application peut varier dans le temps et dans l'espace. L'application de la loi peut en effet avoir plus d'importance que le contenu même de la loi.

Henri Fraisse, Francis Kramarz et Corinne Prost analysent l'incidence des procédures judiciaires sur le marché du travail en France. En France, la protection de l'emploi produit un volume important de litiges entre salariés et entreprises : environ 160 000 actions individuelles sont engagées chaque année. Environ un salarié licencié sur quatre conteste son licenciement devant un tribunal des prud'hommes. Ces litiges peuvent durer plusieurs mois et créer une incertitude importante. Elles représentent donc des coûts indirects à la fois pour les entreprises et pour les travailleurs.

Sur le plan théorique, Henri Fraisse, Francis Kramarz et Corinne Prost montrent qu'il n'y a pas d'interprétation simple, univoque de l'issue de la procédure judiciaire en termes de coûts de licenciement. Par exemple, une augmentation du nombre de recours peut provenir d'une baisse des coûts de justice supportés par les entreprises, les incitant moins à respecter la loi lorsqu'elles licencient. Inversement, cette même hausse pourrait provenir d'une baisse des coûts supportés par un salarié pour poursuivre son employeur.

Sur le plan empirique, Henri Fraisse, Francis Kramarz et Corinne Prost concluent que les données disponibles concernant l'issue des procédures judiciaires – les parts d'actions engagées, d'affaires donnant lieu à une conciliation ou à un jugement, de jugements qui donnent raison aux salariés – fournissent une mesure indirecte et partielle des coûts de licenciement supportés par les entreprises.

Toutefois, les problèmes d'endogénéité pour évaluer les effets des litiges individuels du travail sur le marché du travail sont nombreux. D'une part, la situation économique a une incidence sur la qualité des actions engagées devant les juridictions, ce qui entraîne des variations dans l'issue de la procédure. D'autre part; les conditions locales du marché du travail peuvent influencer les décisions des juridictions.

Pour corriger cette endogénéité, Henri Fraisse, Francis Kramarz et Corinne Prost exploitent la localisation des universités qui forment les avocats français et la forte augmentation du nombre d'avocats au cours des années quatre-vingt-dix. Il ressort que la localisation géographique des avocats est indépendante de la conjoncture économique locale mais qu'elle joue sur les coûts de justice. Les auteurs montrent alors que les procédures judiciaires influencent les flux d'emploi. Un pourcentage plus élevé de recours diminue les variations d'emploi, notamment pour les entreprises en déclin. Il entraîne au total un léger effet positif sur la croissance nette de l'emploi.

Amplitude et évolution du multiplicateur de dépenses publiques en France

Cléaud (G.), Lemoine (M.), Pionnier (P.-A.), « The size and evolution of the Government spending multiplier » (Amplitude et évolution du multiplicateur de dépenses publiques en France), Annales d'Économie et de Statistique, à paraître.

Matthieu Lemoine, titulaire d'un doctorat en sciences économiques, est adjoint au chef du service d'Études macroéconomiques et de Prévision de la Banque de France. De 2002 à 2009, il a travaillé à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE). Ses thèmes de recherche sont axés sur la politique budgétaire, la fiscalité, les cycles économiques et la croissance potentielle. Il a publié ou va publier des articles dans les revues suivantes : *European Economic Review*, *Annales d'Économie et Statistiques*, *Applied Economics*, *Journal of Forecasting*, *Revue de l'OFCE*, *Économie et Statistiques*.



Dans une étude axée sur l'effet des dépenses publiques sur les biens et services privés entre 1980 et 2010, Guillaume Cléaud, Matthieu Lemoine et Pierre-Alain Pionnier constatent qu'en France, le multiplicateur budgétaire est statistiquement significatif et peu éloigné de un à l'impact et qu'il devient non significatif après trois ans environ. De plus, en utilisant un modèle SVAR à coefficients variables dans le temps afin de vérifier si le multiplicateur s'accroît durant les périodes de récession, ils parviennent à la conclusion (i) que le multiplicateur n'évolue pas de façon significative, quel que soit l'horizon temporel considéré, depuis le début des années quatre-vingt et (ii) que la variance des chocs affectant l'économie évolue bien davantage que les coefficients autorégressifs du modèle.

L'importance des plans de relance budgétaire qui ont été mis en œuvre dans la plupart des économies avancées depuis le déclenchement de la crise financière et la vitesse à laquelle les budgets sont désormais consolidés en Europe ont donné une nouvelle actualité au débat relatif au niveau des multiplicateurs budgétaires. Un nouveau débat a également émergé concernant leur possible évolution dans le temps. Il n'existe aucune réponse théorique claire à ces questions. Les multiplicateurs budgétaires peuvent ne pas être uniques et il est possible qu'ils évoluent dans le temps. Par exemple, des effets opposés peuvent avoir influencé le niveau du multiplicateur durant la Grande Récession : d'une part, la limite à zéro des taux d'intérêt est susceptible d'avoir atténué la réaction de la politique monétaire et porté les multiplicateurs à un niveau supérieur à 1, d'autre part, la hausse rapide de la dette publique dans de nombreux pays peut avoir conduit les consommateurs à adopter un comportement plus ricardien.

Guillaume Cléaud, Matthieu Lemoine et Pierre-Alain Pionnier centrent leur analyse sur le niveau et l'évolution du multiplicateur de dépenses publiques en France de 1980 à 2010. La France semble constituer un bon choix pour apporter un éclairage sur l'évolution du multiplicateur de dépenses publiques pour deux raisons. Premièrement, contrairement aux États-Unis, où certaines études empiriques font état d'une variation dans le temps du multiplicateur de dépenses publiques, l'économie française s'est caractérisée au cours des trente dernières années par un chômage élevé et il est donc difficile d'affirmer qu'il n'y a pas eu de capacités inutilisées dans l'économie française durant la majeure partie de la période d'estimation. Deuxièmement, la France a connu d'importantes évolutions en termes de conduite de la politique monétaire, qui peuvent avoir modifié sa réaction aux chocs de dépenses publiques : en particulier, la banque centrale française est devenue indépendante en 1993 et les décisions de politique monétaire ont été transférées à l'Eurosystème en 1999.

Guillaume Cléaud, Matthieu Lemoine et Pierre-Alain Pionnier tirent principalement deux conclusions de leur étude. Premièrement, ils mesurent le niveau moyen du multiplicateur de dépenses publiques sur l'ensemble de la période d'estimation à l'aide d'un modèle à coefficient fixe. Ils obtiennent un multiplicateur à l'impact statistiquement significatif et proche de un et un multiplicateur à moyen terme, à horizon de cinq ans, qui n'est pas significativement différent de zéro. Ils utilisent un modèle VAR comprenant cinq variables : les dépenses publiques en volume, les recettes nettes de l'État en termes réels, la production réelle, les prix à la production et le taux d'intérêt à court terme. Les deux dernières variables permettent de tenir compte des effets de rétroaction des prix et de la politique monétaire. S'agissant de l'identification des chocs structurels affectant les dépenses publiques, la principale hypothèse standard est que, sur un trimestre, les dépenses ne réagissent pas à l'activité, aux recettes nettes ou au taux d'intérêt. En effet, il n'existe aucun signe attestant d'une réaction automatique des dépenses publiques à la position dans le cycle économique et toute réponse discrétionnaire s'exerce nécessairement avec un décalage en raison de l'existence de délais de décision et de mise en œuvre.

Deuxièmement, Guillaume Cléaud, Matthieu Lemoine et Pierre-Alain Pionnier examinent l'évolution du multiplicateur de dépenses publiques en France entre 1980 et 2010. Leur analyse se fonde sur un modèle SVAR à coefficients variables dans le temps estimé avec des techniques bayésiennes. La conclusion qui se dégage de cette analyse est que si, à partir de 1980, on observe une certaine variation dans le temps de la variance des chocs, la valeur du multiplicateur de dépenses publiques en France n'a cependant pas évolué de façon statistiquement significative et ce, quel que soit l'horizon temporel considéré. Ce résultat est conforme aux estimations à fenêtres glissantes du modèle à paramètres constants, qui est beaucoup plus simple. L'une des explications possibles de cette absence

de variation dans le temps tient au fait que le taux de chômage, généralement considéré comme un indicateur de sous-emploi des capacités productives, est demeuré élevé en France depuis les années quatre-vingt. Si l'on considère que les données recueillies au cours des trente dernières années nous permettent seulement de mesurer pour la France le multiplicateur de dépenses publiques durant les périodes de crise, la pertinence pratique des conclusions obtenues sur les données américaines concernant l'évolution du multiplicateur des dépenses semble limitée pour l'économie française.

L'inattention rationnelle aux nouvelles : les dangers de la *Forward Guidance*

Gaballo (G.) (2016), « Rational inattention to news: the perils of forward guidance », *American Economic Journal: Macroeconomics*, volume 8, n° 1, p. 42-97, janvier.

Gaetano Gaballo est macroéconomiste au service d'Études sur la politique monétaire. Ses travaux sont axés sur la formation des anticipations, le rôle informatif des prix et la nature de la liquidité. Ses articles ont été publiés dans : *The Journal of Monetary Economics*, *The Journal of Economic Dynamics and Control*, *The American Economic Journal* et *Economic Letters*.



La communication quant à l'orientation future de la politique monétaire est davantage susceptible de générer un désaccord lorsqu'elle ne constitue pas un engagement du directoire mais représente plutôt les opinions de certains de ses membres. Cela signifie-t-il que la transparence n'est pas bénéfique lorsque l'information prête à diverses interprétations ? Ou faut-il considérer que toute information est bénéfique aux agents ? La communication d'informations concernant l'avenir est-elle susceptible d'engendrer des fluctuations économiques inefficaces ? Gaetano Gaballo tente de répondre à ces questions en analysant les coûts et les bénéfices retirés de la communication d'informations concernant les futurs fondamentaux lorsque l'annonce n'est pas perçue de façon uniforme par les agents.

Le 22 mai 2013, Ben Bernanke a créé la surprise en annonçant que la Fed pourrait être prête à réduire progressivement ses mesures d'assouplissement quantitatif. Cette annonce a généré d'importants désaccords quant à son véritable contenu informatif. Au cours des semaines suivantes, les marchés financiers ont affiché des turbulences exceptionnelles. Cet exemple illustre combien les indications prospectives sur la politique monétaire, loin de n'être qu'une question liée à la projection des futurs taux directeurs, imprègnent également la stratégie globale de conduite de la politique monétaire.

Dans beaucoup de modèles, les agents utilisent les marchés d'actifs pour allouer les ressources sur la durée. Les prix d'actifs dépendent des fondamentaux, tant actuels que futurs. D'une part, l'information relative aux fondamentaux futurs aide les agents à améliorer leurs prévisions de prix d'actifs, contribuant ainsi à rendre leurs décisions d'allocation intertemporelles plus efficaces. D'autre part, cette information accroît la volatilité non conditionnelle des prix d'actifs. La communication d'informations financières et économiques est donc susceptible de générer un défaut de coordination. Chaque individu s'appuie sur sa perception de l'information pour améliorer ses prévisions relatives aux prix des actifs. Toutefois, le fait que chaque individu acquiert des informations peut accroître la volatilité de ces prix, ce qui rend plus difficile l'établissement de prévisions.

À titre d'illustration, nous faisons l'hypothèse que, sans communication d'informations, la volatilité des prix est égale à un. Par conséquent, la variance de l'erreur de prévision des agents est aussi égale à un. Examinons maintenant le cas d'une communication d'informations permettant aux agents d'expliquer 50 % de la volatilité des prix. Cette communication est néanmoins susceptible d'accroître la volatilité des prix de un à quatre en raison d'une externalité de l'équilibre général dans l'acquisition d'informations. Dans un tel cas, la communication d'informations est néfaste au bien-être, la variance de l'erreur de prévision des agents (qui est inversement proportionnelle à leur capacité à optimiser leur portefeuille) s'inscrivant en hausse.

Gaetano Gaballo explique qu'un tel effet paradoxal s'exerçant sur le bien-être est obtenu lorsque les agents prennent en compte, outre les annonces effectuées, les prix courants pour en extraire l'information relative à la compréhension consensuelle de ces annonces. Les prix de marché courants agrègent l'information tout en fluctuant en fonction des perturbations exogènes. En examinant les prix de marché courants, les agents affinent leurs prévisions, même s'il leur est impossible de distinguer les mouvements de prix dus à l'information de ceux liés aux variations de prix exogènes. En réagissant à une variation de prix courant, les agents amplifient donc également l'effet des perturbations des prix qui ne sont pas liées aux annonces.

De cette manière, Gaetano Gaballo montre qu'en présence d'information générée par le marché, la communication d'informations de mauvaise qualité est néfaste au bien-être. Il constate toutefois que la politique monétaire pourrait corriger la distorsion générée par le retour d'information sur les prix en réagissant aux turbulences financières, rendant au contraire les annonces bénéfiques. À cet égard, la coordination de la communication avec la politique monétaire est nécessaire pour transformer les dangers de la communication institutionnelle en perspectives d'avenir.

Hadrien Camatte est diplômé de l'université Paris X et de Sup de Co Reims. Il a travaillé comme spécialiste de l'inflation au Trésor français et comme analyste économique à l'Insee et au Crédit Agricole CIB. Expert en prévisions économiques, il travaille actuellement comme prévisionniste pour la France.



Camille Fabre est diplômée de l'ESCP Europe et de l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Elle travaille comme macroéconomiste au service des Relations européennes. Elle est experte en économie internationale.



Bertrand Garbinti est diplômé de l'ENSAE et titulaire d'un doctorat de PSE (Paris School of Economics). Il a travaillé comme chercheur au CREST avant de rejoindre le service des Analyses microéconomiques où il étudie le comportement des ménages (épargne, accumulation et transmission du patrimoine), domaine dont il est expert.



Gregory Grellet est diplômé de l'ESSEC (École supérieure des sciences économiques et commerciales). Il a travaillé dans le secteur privé avant de rejoindre l'ACPR – Banque de France puis la BCE. Il travaille actuellement au service des Relations monétaires internationales en tant qu'économiste senior expert du secteur bancaire.



Urszula Szczerbowicz est titulaire d'un doctorat de Sciences Po et LUISS Guido Carli. Elle a travaillé au CEPII en tant qu'économiste spécialisée en économie monétaire. Elle a rejoint le service des Études macroéconomiques et Synthèses internationales où elle travaille sur les évolutions des taux de change et la modélisation DSGE basée sur les modèles du FMI.



Remerciements aux discutants

Les discutants suivants ont fait des remarques et suggestions fructueuses aux séminaires DGEI au cours du premier semestre 2016. Qu'ils en soient ici chaleureusement remerciés.

Johan Hombert (HEC), Eric Jondeau (Université de Lausanne), Alexandre Wagner (Université de Zurich), Nobuhiro Kiyotaki (Princeton University), Eleni Iliopoulos (Université d'Évry), Philippe Bracke (Bank of England), François Fontaine (Université Paris 1), Isabelle Mejan (École polytechnique), Forrest Capie (Cass Business School, City University London), Dorian Rocher (INSEE), Pierre-Alain Pionnier (OCDE), Hélène Rey (London Business School), David de la Croix (Université Catholique de Louvain), Gianluca Benigno (London School of Economics), Nicolas Carnot (Commission Européenne), Cyrille Schweltnuss (OCDE), Alexander Guembel (Université de Toulouse), Maëlan Le Goff (Banque de France), Aytel Malkhosov (BRI).

La lettre des études et de la recherche

Responsable éditorial
Marc-Olivier Strauss-Kahn

Rédacteur en chef
Sanvi Avouyi-Dovi

Assistante
Françoise Cortondo

Réalisation
Direction de la Communication

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