



Éditorial

p. 2

Marc-Olivier Strauss-Kahn,
directeur général des Études et des Relations internationales

À la une

Trois questions à... Jean Tirole

p. 3

Focus

Fluctuations du commerce international et crises : le rôle de la composition de la demande

p. 4

L'effondrement du commerce mondial suite à la crise financière de 2008 constitue pour beaucoup une énigme. La décomposition de la demande à l'aide de tableaux entrées-sorties fournit une clé.

Rigidité des prix et des salaires : caractéristiques micros, implications macros

p. 5

Les modèles macroéconomiques de la rigidité des prix sont stylisés à l'excès. Hervé Le Bihan propose une approche plus conforme à la fois aux distributions observées et aux faits stylisés de la politique monétaire.

Durées d'emploi et caractéristiques inobservées

p. 5-6

L'économétrie révèle certaines régularités dans la relation employeurs-employés au-delà de ses déterminants usuels. Guillaume Horny souligne l'importance des caractéristiques inobservées

La rigidité des salaires nominaux : une évaluation sur données individuelles trimestrielles

p. 6

La rigidité nominale est un élément crucial de l'analyse monétaire. Les données microéconomiques révèlent des changements beaucoup plus fréquents et complexes qu'on ne pourrait le croire.

Titrisation et rétention du risque : le régulateur américain a-t-il eu raison ?

p. 7

Les règles strictes de rétention du risque préconisées selon le *Dodd-Frank Act* ont suscité une forte opposition de l'industrie de la titrisation. Henri Pagès montre que le régulateur a eu (presque) raison.

Implications en termes de bien-être social de l'hétérogénéité des marchés du travail dans une union monétaire

p. 7-8

Certaines réformes du marché du travail sont davantage susceptibles d'apporter des gains importants en termes de bien-être. Jean-Guillaume Sahuc indique celles qui devraient être réalisées dans le cadre d'une union monétaire en présence d'hétérogénéité des marchés du travail.

Le bloc-notes DSGE

p. 8

de Michel Juillard

Agenda

p. 2

C'est du passé...

p. 2-3

Publications

» Revues

p. 3-4

» Documents de travail

p. 5-6

Remerciements aux discutants

p. 7

À noter sur l'agenda

« Modèles de banque et structures bancaires » • conférence Banque de France et Toulouse School of Economics • Paris, 11 décembre 2012

« Économie de la dette et du défaut souverain » • conférence Banque de France, Sciences Po et CEPR • Paris, 17-18 décembre 2012

« Mondialisation et marché du travail » • conférence Banque de France • 16-17 mai 2013

« Quatrième conférence macroéconomie et finance » • conférence Banque de France et Deutsche Bundesbank • 23-24 mai 2013

“*Global spillovers and international cycles*” • conférence Banque de France/EABCN • 30-31 mai 2012

Les événements passés

Conférences et colloques

“*Firm financing & default risk during and after the crisis*” • conférence organisée par la Banque de France et Oséo • Paris, 9 et 10 février 2012

“*Conference on data gaps for economies in the European Region*” • organisée par la Banque de France • 25 et 26 avril 2012

« Macro-Finance » • conférence commune Science Po – Université de Berne – Wisconsin School of Business – Banque de France • 29 et 30 juin 2012

Éditorial

Marc-Olivier Strauss-Kahn, directeur général des Études et des Relations internationales



L'activité de recherche à la Banque de France est ancienne, mais les évolutions fortes de ces dernières années justifient de profiter de cet éditorial pour en tirer un bilan, même provisoire.

L'organisation de la recherche à la direction générale des Études et des Relations internationales (DGEI), et plus largement à la Banque de France, est originale à plus d'un titre et cette organisation me paraît devoir être maintenue et même renforcée.

Sa première caractéristique est de ne pas concentrer la recherche sur quelques unités, mais de permettre à la plupart des services de la DGEI de mener des travaux de recherche, à côté de leurs autres missions (études, prévision, coordination, gestion des dossiers internationaux, etc.), en lien avec les autres directions générales et l'Autorité de contrôle prudentiel. Cette approche présente l'avantage de faciliter les ponts entre la recherche et l'opérationnel, tant pour les thèmes abordés que pour la mobilité des personnes.

Une deuxième caractéristique est la diversité des sujets de recherche. Parmi une quarantaine de publications de la DGEI en 2011, la moitié environ se rapportent aux thèmes « classiques » des banques centrales (politique monétaire, économie financière ou inflation), l'autre moitié couvrant d'autres thèmes : outils de prévision, commerce international, politiques budgétaires, immobilier et économétrie. Quoique différentes, ces thématiques ont en commun de nourrir la préparation et la mise en œuvre de la politique monétaire et les réflexions sur la stabilité économique et financière.

Sa troisième caractéristique est de mêler des chercheurs aux profils différents et d'offrir des perspectives de carrière en interne : en 2012, après plusieurs années de recrutement intensif à la DGEI, le nombre de cadres contractuels/chargés de mission est équivalent à celui des titulaires (issus du concours), ce constat étant valable aussi au niveau des chefs de service et adjoints.

Ces orientations ont soutenu une dynamique positive qu'atteste la progression spectaculaire de la Banque de France dans les classements internationaux de référencement. Dans le classement RePEC de la Fed Saint Louis, qui se base sur les stocks de publications, elle est passée de la 186^e place en Europe en 2008 à la 65^e place fin 2011. Elle se trouve classée parmi les meilleurs 5 pour cent des institutions économiques au niveau mondial et parmi les 10 meilleures institutions au niveau français. Une cinquantaine d'articles sont désormais publiés chaque année par des chercheurs de la Banque de France, contre 18 en 2006. La qualité des publications s'est également améliorée : entre 2009 et 2011, 9 publications relevaient de la catégorie 1 de la « *Journal Quality and Impact Factor List* », établie à la DGEI et se basant sur trois sources : BCE, CNRS et Mingers & Harzing (2007), contre aucune entre 2006 et 2008, et l'année 2012 promet d'être un très bon cru.

L'effort doit être poursuivi pour consolider ces acquis en interne et faire rayonner la recherche vers l'extérieur. Les partenariats mis en place avec l'École d'Économie de Toulouse (TSE), l'École d'Économie de Paris (PSE), Sciences Po, l'université d'Auvergne et bientôt Aix-Marseille Sciences Économiques (AMSE) doivent y contribuer par des échanges croisés. Des interactions ont été mises en place (séminaires, échanges avec des universitaires de haut niveau tels que Jean Tirole, interviewé dans la présente lettre) et vont s'intensifier.

C'est en poursuivant ces objectifs de polyvalence et d'excellence, et en s'ouvrant encore davantage à l'extérieur que la recherche continuera de s'améliorer.

Publications du 1^{er} semestre 2012

“Financial variables as leading indicators of GDP growth: Evidence from a MIDAS approach during the Great Recession”, L. Ferrara et C. Marsilli, *Applied Economics Letters*, mai

“Labour Productivity and Compensation of Employees in Europe”, D. Fuentes-Castro, *Applied Economics Letters*, mai-juin, 19 (7-9), p. 689-693

“Generalised Taylor and Generalised Calvo Price and Wage Setting: Micro-evidence with Macro Implications”, H. Dixon et H. Le Bihan, *Economic Journal*, mai, 122 (560), p. 532-554

“ICT Demand Behaviour: An International Comparison”, G. Cette et J. Lopez, *Economics of Innovation and New Technology*, avril-juin, 21 (3-4), p. 397-410

« Fragmentation urbaine et chocs économiques : deux déterminants de l'offre de logements sociaux en France », G. Verdugo, *Économie et Statistique*, mars, 446

“Trade, Conflict, and Political Integration: Explaining the Heterogeneity of Regional Trade Agreements”, V. Vicard, *European Economic Review*, janvier, 56 (1), p. 54-71

“The Rise of Emerging Economies in the EU15 Trade”, G. Gaulier, F. Lemoine et D. Unal, *European Journal of Comparative Economics*, avril, 9 (1), p. 133-175

“Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?”, C. Glocker et P. Tobin, *International Journal of Central Banking*, mars, 8 (1), p. 65-113

“Discretionary Fiscal Policies over the Cycle: New Evidence Based on the ESCB Disaggregated Approach”, L. Agnello et J. Cimadomo, *International Journal of Central Banking*, juin, 8 (2), p. 43-85

“Comments on: Examining the quality of early GDP component estimates”, L. Ferrara, *International Journal of Forecasting*, juillet

“Employment and Productivity: Disentangling Employment Structure and Qualification Effects”, R. Bourles, G. Cette et A. Cozarenco, *International Productivity Monitor*, avril, 23, p. 44-54

“Tax Revenue Instability in Sub-Saharan Africa: Consequences and Remedies”, C. Ebeke et H. Ehrhart, *Journal of African Economies*, janvier, 21 (1), p. 1-27

.../...

Trois questions à... Jean Tirole

Économiste, enseignant. Toulouse School of Economics, MIT, EHESS



Dans le contexte de la crise actuelle de la dette souveraine en Europe, de nombreuses initiatives ont tourné autour de stratégies de transfert fondées sur des plans de sauvetage explicites mis en place par les États solvables (par exemple les euro-obligations). Vos travaux récents remettent en cause ce point de vue. Pourriez-vous nous expliquer pourquoi ?

Il y a deux questions distinctes, l'une normative (ces dispositifs de responsabilité conjointe et solidaire sont-ils souhaitables ?) et l'autre positive (sont-ils susceptibles d'être mis en place ?)

En ce qui concerne la première question, on peut considérer la responsabilité conjointe comme un contrat d'assurance, dans lequel les garants s'engagent à procéder à un sauvetage d'une ampleur plus importante qu'ils ne l'auraient fait spontanément *ex post* (c'est-à-dire une fois l'accident survenu). Comme pour tout contrat d'assurance, une telle solidarité ne peut fonctionner que si l'aléa moral est suffisamment maîtrisé ; c'est pourquoi tant le Pacte de stabilité et de croissance que le Pacte budgétaire plus récent fixent des limites pour les déficits et la dette (tout au moins en principe, dans la mesure où les institutions chargées de leur application n'ont pas rempli leur mission jusqu'à présent, mais c'est une autre histoire ; toutes les propositions relatives aux euro-obligations impliquent en fait un renforcement de la surveillance et du respect des règles fixées). Un tel contrat d'assurance permet au bénéficiaire d'accéder plus facilement aux marchés financiers (l'Espagne empruntera à des taux moins élevés si la signature de l'Allemagne garantit sa dette) et accroît le surplus global.

Le problème est que les États en « bonne santé » n'ont aucun intérêt à s'engager dans un dispositif de responsabilité conjointe. Il est indéniable que les avantages d'un tel dispositif pour l'Espagne dépassent le coût qu'il entraîne pour l'Allemagne ; la question est donc de savoir comment l'Espagne peut fournir une compensation à l'Allemagne pour sa solidarité. La véritable nature du problème est que l'Espagne n'a pas d'argent ; elle devrait emprunter pour fournir une compensation à l'Allemagne, mais cela ne ferait que renforcer les doutes du marché quant à sa solvabilité. Cela ne signifie pas que l'Allemagne n'aidera pas l'Espagne *ex post* (dans la mesure où un défaut espagnol entraînerait des coûts politiques et économiques pour l'Allemagne) mais simplement qu'elle n'a aucun intérêt à aller au-delà de ce qu'elle ferait spontanément si elle était confrontée à un défaut imminent de l'Espagne.

Un dispositif de responsabilité conjointe et solidaire, en revanche, peut améliorer le bien-être de tous (« l'amélioration du bien-être » au sens de Pareto dans le jargon des économistes) s'il est conçu sous couvert du voile d'ignorance (la probabilité de rencontrer des difficultés est la même pour tous les pays). Et même dans ce cas, des conditions sont exigées ; il faut notamment que la probabilité que les pays soient confrontés à des difficultés simultanément soit faible, sinon le risque d'effet domino est trop important.

Vous avez évoqué la question de la surveillance. Les comités budgétaires indépendants, qu'ils soient anciens ou nouvellement créés, sont relativement hétérogènes en Europe. Compte tenu du caractère inhérent du biais pour le déficit, quels sont, selon vous, les principaux éléments qui pourraient les rendre plus efficaces à l'avenir ?

La première exigence est évidente, même si elle a rencontré beaucoup de résistance dans les pays du sud de l'Europe. Le gouvernement ne peut pas être à la fois juge et partie ; par exemple, les gouvernements surestiment systématiquement le taux de croissance lorsqu'ils préparent le budget ; et ils utilisent certains des cerveaux les plus brillants du pays pour masquer le déficit budgétaire en élaborant des dispositifs de hors-bilan complexes. Les comités budgétaires doivent par conséquent être indépendants, comme cela est le cas en Suède ou en Allemagne par exemple ; ils doivent valider les prévisions de croissance, indiquer avant et pendant la mise en œuvre du budget si la trajectoire des finances publiques est soutenable et, enfin, jouer un rôle d'experts auprès d'un autre acteur indépendant, les instances chargées de sanctionner les comportements budgétaires déviants.

.../...

“Asset Pricing with Second-Order Esscher Transforms”, A. Monfort et F. Pegoraro, *Journal of Banking and Finance*, juin, 36 (6), p. 1678-1687

“The Impact of Unconventional Monetary Policy on the Market for Collateral: The Case of the French Bond Market”, S. Avouyi-Dovi et J. Idier, *Journal of Banking and Finance*, février, 36, (2), p. 428-438

“Firm-Network Characteristics and Economic Robustness to Natural Disasters”, F. Henriët, S. Hallegatte et L. Tabourier, *Journal of Economic Dynamics and Control*, janvier, 36, (1), p. 150-167

“The Dynamics of US Inflation: Can Monetary Policy Explain the Changes?”, F. Canova et F. Ferroni, *Journal of Econometrics*, mars, 167 (1), p. 47-60

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

“Firms and the Global Crisis: French Exports in the Turmoil”, J. C. Bricongne, L. Fontagné, G. Gaulier, D. Taglioni et V. Vicard, *Journal of International Economics*, mai, 87 (1), p. 134-146

“Has the CDS Market Influenced the Borrowing Cost of European Countries during the Sovereign Crisis?”, A. L. Delatte, M. Gex, A. Lopez-Villavicencio, *Journal of International Money and Finance*, avril, 31 (3), p. 481-497

“Optimal Extraction of a Polluting Non Renewable Resource with R&D toward a Clean Backstop Technology”, F. Henriët, *Journal of Public Economic Theory*, avril, 14 (2), p. 311-347

“EU Enlargement and the Evolution of European Production Networks”, L. Curra et S. Zignago, *Research in International Business and Finance*, mai, 26 (2), p. 240-257

“The Predictive Information Content of External Imbalances for Exchange Rate Returns: How Much Is It Worth?”, P. Della Corte, L. Sarno et G. Sestieri, *Review of Economics and Statistics*, février, 94 (1), p. 100-115

« La production bancaire dans les comptes nationaux : aspects méthodologiques et évaluation pour la France (1980-2011) », M. Beaujour, *Revue d'Économie Financière*, juin, 106, p. 125-138

« Une réglementation macroprudentielle pour rendre durable la création de valeur ? », O. de Bandt, G. Levy-Rueff, *Revue d'Économie Financière*, juin, 106, p. 243-261

À cet égard, le futur Haut Conseil des finances publiques en France constitue une innovation dont on doit se féliciter, même si la présence de membres tout aussi indépendants représentant les intérêts de l'Europe aurait accru sa crédibilité et si on peut se demander si ses recommandations seront entendues. Il semble clair que ces comités nationaux doivent être en relation avec les institutions européennes (la Cour européenne de justice et la Commission européenne par exemple) afin de refléter le fait que la solidarité implicite entre pays fait de l'Europe un acteur important des politiques nationales.

Compte tenu des coûts importants du surendettement en termes d'investissement et de croissance, l'existence de dettes souveraines non soutenables dans la zone euro ne devrait-elle pas conduire à raviver la clause de non-renflouement et à définir un cadre pour des allègements ordonnés de la dette publique ?

En l'état actuel des choses, les pays en difficulté peuvent s'avérer incapables de ramener leur dette à des niveaux soutenables par le seul biais d'une amélioration de la gestion de leur budget. L'Europe sera alors confrontée à un choix difficile entre annulation de la dette et monétisation de la dette. Je parierais plutôt sur la première solution, même si de tels paris sont évidemment risqués. Mais une annulation ordonnée de la dette ne suffira pas non plus, dans la mesure où les efforts des pays en difficulté pour garder leur budget sous contrôle et améliorer la compétitivité pourraient s'interrompre une fois que les dettes souveraines auront été allégées et que la pression du marché aura disparu. Les institutions sont primordiales. Des politiques laissant les institutions pratiquement inchangées peuvent permettre de gagner du temps mais ne résoudront pas les problèmes. Les pays européens doivent accepter des pertes de souveraineté importantes s'ils veulent continuer de vivre ensemble.

Fluctuations du commerce international et crises : le rôle de la composition de la demande

L'effondrement du commerce mondial suite à la crise financière de 2008 constitue pour beaucoup une énigme. La décomposition de la demande à l'aide de tableaux entrées-sorties fournit une clé.

Au cours de l'année qui a suivi la crise financière de la fin 2008, le commerce international s'est effondré dans des proportions sans précédent, un phénomène difficile à réconcilier avec l'évolution de la demande, qui a certes baissé au cours de cette période mais dans une moindre proportion.

Dans un article à paraître dans l'*American Economic Journal: Macroeconomics*, Matthieu Bussière, Giovanni Callegari, Fabio Ghironi, Giulia Sestieri et Norihiko Yamano utilisent les tableaux entrées-sorties de l'OCDE pour estimer un nouveau modèle permettant de mieux expliquer l'évolution des flux de commerce international. Ces tableaux révèlent en effet que certaines composantes du PIB sont plus intensives que d'autres en imports, lesquelles sont précisément celles qui sont le plus affectées pendant la crise : c'est le cas notamment de l'investissement et des exportations, qui s'avèrent être très pro-cycliques.

M. Bussière, G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri et N. Yamano, “Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-09”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, à paraître

Matthieu Bussière dirige le service des Études macroéconomiques et des Synthèses internationales depuis 2009, après avoir travaillé à la BCE et au FMI. Il a un doctorat en économie de l'Institut Universitaire Européen de Florence, un Master's de l'Université de Cambridge et est diplômé de Sciences Po Paris. Ses articles ont été publiés dans *AEJ: Macro*, *Journal of International Money and Finance*, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, *Review of International Economics*, et *The World Economy*.



.../...

Les documents de travail de la Banque de France

384 « Préviation du cycle d'activité avec des bases de données de fréquences multiples », M. Bessec et O. Bouabdallah (en anglais)

383 « Préviation macroéconomiques pendant la Grande Récession : le retour des non-linéarités ? », L. Ferrara, M. Marcellino et M. Mogliani (en anglais)

382 « Quel impact de la consolidation fiscale sur les inégalités du revenu ? », L. Agnello et R. M. Sousa

381 « Prix en finance : une décision en avenir aléatoire non stochastique », Y. Ivanenko et B. Munier (en anglais)

380 « Désintermédiation ou diversification financière ? Le cas des pays développés », M. Boutillier et J. C. Bricongne (en anglais)

379 « Une difficulté relative à l'estimation des multiplicateurs aux dépenses publiques dans les modèles DSGE », P. Fève, J. Matheron et J-G. Sahuc (en anglais)

378 « Un traitement mathématique des incitations bancaires à la surveillance », H. Pagès et D. Possamai (en anglais)

377 « Incitations bancaires à la surveillance et ABS optimaux », H. Pagès (en anglais)

376 « La modification du rôle des anticipations dans la politique monétaire des États-Unis : une nouvelle approche par l'utilisation de l'enquête Livingston », A. Banerjee et S. Malik (en anglais)

375 « La dynamique des prix des carburants : analyse empirique à partir de données microéconomiques françaises », E. Gautier et R. Le Saout (en anglais)

374 « Les effets macroéconomiques des réserves obligatoires », C. Glocker et P. Towbin (en anglais)

373 « Commonalité dans les rendements des *hedge funds* : facteurs déterminants et implications », M. Bussière, M. Hoerova et B. Klaus (en anglais)

372 « Réglementation financière en équilibre général », C. A. E. Goodhart, A. K. Kashyap, D. P. Tsomocos et A. P. Vardoulakis (en anglais)

371 « Fixation optimale des prix lors d'un changement de monnaie : analyses théorique et empirique sur les restaurants en France », N. Berardi, T. A. Eife et E. Gautier (en anglais)

.../...

Rigidité des prix et des salaires : caractéristiques micros, implications macros

Les modèles macroéconomiques de la rigidité des prix sont stylisés à l'excès. Hervé Le Bihan propose une approche plus conforme à la fois aux distributions observées et aux faits stylisés de la politique monétaire.

Les modèles DSGE, désormais standard pour l'analyse et la définition de la politique monétaire, font jouer un rôle important à l'hypothèse de rigidité des prix et des salaires. Sa représentation repose le plus souvent soit sur le modèle de Calvo, dans lequel la probabilité de changement est constante au cours du temps, soit sur le modèle de Taylor, dans lequel les durées sont échelonnées mais fixes et déterministes (un an par exemple). Or, différents travaux récents sur données microéconomiques montrent qu'aucune de ces deux hypothèses n'est une bonne approximation de la distribution de la durée de vie des prix ou des salaires.

Hervé Le Bihan et Huw Dixon considèrent des versions généralisées des modèles de fixation de Calvo et de Taylor et montrent qu'elles rendent compte exactement des distributions des durées de fixité des prix et des salaires observées au niveau microéconomique. Ils utilisent ensuite des données individuelles françaises et développent des versions calibrées de ces modèles. En intégrant ces éléments dans un modèle DSGE standard de la zone euro, ils sont en mesure d'en évaluer les conséquences pour la transmission de la politique monétaire.

Leur résultat principal est que le modèle de « Taylor généralisé » prédit une réponse graduelle et en forme de « cloche » (*hump shaped*) de l'inflation à la suite d'un choc de politique monétaire. Cette spécification permet donc de rationaliser un fait stylisé empirique de la macroéconomie monétaire, sans recourir à l'hypothèse contrefactuelle, souvent retenue de façon *ad hoc* dans les modèles DSGE, d'indexation systématique des salaires et des prix sur l'inflation à chaque période.

H. Le Bihan et H. Dixon, "Generalized Taylor and generalized Calvo prices and wage setting: Micro-evidence with macro implications", *Economic Journal* (1), mai 2012, 122(560), p. 532-554

Hervé Le Bihan est chef du service d'Études macroéconomiques et de Préviation. Ses travaux portent sur la rigidité des prix et des salaires, la modélisation macroéconométrique, l'utilisation des données microéconomiques pour la macroéconomie monétaire. Il a publié des articles de macroéconomie et d'économétrie appliquée dans des revues telles que *American Economic Journal: Macroeconomics*, *Journal of Econometrics*, *Journal of Economic Perspectives*, *Journal of the European Economic Association*.



Durées d'emploi et caractéristiques inobservées

L'économétrie révèle certaines régularités dans la relation employeur-employé au-delà de ses déterminants usuels. Guillaume Horny souligne l'importance des caractéristiques inobservées.

Les durées d'emploi sont hétérogènes. De nombreux résultats indiquent que dans les pays de l'OCDE, les emplois de long terme sont courants, la plupart des nouveaux emplois se terminent rapidement, et la probabilité de fin d'un emploi décroît avec le temps. Comme la rupture d'un contrat implique à la fois l'employeur et l'employé, il est plausible que les taux de sortie soient affectés à la fois par les caractéristiques de l'entreprise et celles de l'individu. La littérature empirique dans ce domaine s'est toutefois beaucoup plus intéressée à l'hétérogénéité des employés qu'à celle des employeurs.

Dans une recherche cosignée avec Rute Mendes et Gerard van den Berg, Guillaume Horny montre que les caractéristiques propres aux employeurs et aux employés, mais inobservées de l'économiste, ont une influence notable sur le marché du travail. Ces variables peuvent traduire par exemple des préférences individuelles pour la mobilité, des caractéristiques rendant certains individus très productifs, ou encore des modes de gestion particuliers de la main d'œuvre...

.../...

370 « Évolution des inégalités salariales en France : le rôle des effets de composition », G. Verdugo, H. Fraisse et G. Horny

369 « Construction et partage des rentes – Une analyse empirique sur des données pays-secteurs », P. Askenazy, G. Cette et P. Maarek (en anglais)

368 « Choc de variable, choc de distribution avec application aux *stress-tests* », S. Dubecq et C. Gourieroux (en anglais)

367 « Points morts d'inflation : quelques troublantes corrélations », G. Cette et M. de Jong (en anglais)

366 « Les effets des hausses du SMIC sur le salaire moyen », G. Cette, V. Chouard et G. Verdugo

365 « Chocs globaux et chocs locaux dans la dynamique des prix microéconomiques », P. Andrade et M. Zachariadis (en anglais)

364 « Les chaînes internationales de valeur durant la crise de 2008-2009 », C. Altomonte, F. Di Mauro, G. Ottaviano, A. Rungi et V. Vicard

363 « Les réserves obligatoires comme instrument pour la stabilité des prix et la stabilité financière – Quand sont-elles efficaces ? », C. Glocker et P. Towbin

362 « Déterminants du commerce intrafirme : analyse sur données de firmes françaises », G. Corcos, D. Irac, G. Mion et T. Verdier (en anglais)

361 « Comment les variations anticipées des taux de marché de court terme influencent les taux d'intérêt des banques de détails ? Cas des quatre principales économies de la zone euro », A. Banerjee, V. Bystrov et P. Mizzen (en anglais)

360 « Les sorties de récession en zone euro », F. Bec, O. Bouabdallah et L. Ferrara (en anglais)

359 « Un modèle de courbe de taux avec facteur niveau ne peut être réaliste en absence d'opportunités d'arbitrage », S. Dubecq et C. Gourieroux (en anglais)

Leur effet peut être identifié dans une analyse empirique des durées d'emploi grâce au suivi des employeurs et employés. Les résultats indiquent que les caractéristiques inobservées de l'entreprise expliquent environ 30 % de la variance des durées d'emploi (en logarithme). Il existe en outre une synergie entre les caractéristiques inobservées des employeurs et des employés. Ce résultat est instructif sur la manière dont certains types d'entreprises fonctionnent avec certains types d'employés. Il indique que si les durées d'emplois sont généralement courtes dans une entreprise donnée, ce n'est pas seulement du fait d'un fort taux de sortie propre à l'entreprise, mais aussi parce qu'elle attire les individus les plus mobiles.

G. Horny, R. Medes et G. Van den Berg (2012), "Job Durations With Worker- and Firm-Specific Effects: MCMC Estimation With Longitudinal Employer", *Journal of Business and Economic Statistics*, 30(3), p. 468-480

Guillaume Horny est économiste senior au service d'Analyse microéconomique (SAMIC). Il est titulaire d'un doctorat en économie décerné par l'Université de Strasbourg. Ses recherches s'inscrivent essentiellement dans le domaine de la microéconométrie, mais portent également sur l'économétrie bayésienne. Ses travaux sont parus dans *Journal of Business and Economic Statistics*, *Applied Economics* et *Statistical Papers*.



La rigidité des salaires nominaux : une évaluation sur données individuelles trimestrielles

La rigidité nominale est un élément crucial de l'analyse monétaire. Les données microéconomiques révèlent des changements beaucoup plus fréquents et complexes qu'on ne pourrait le croire.

En apparence, les salaires nominaux s'ajustent rarement et réagissent avec retard aux chocs. Cette rigidité reste un thème d'élection de la littérature néo-keynésienne, en raison de l'influence qu'elle exerce sur la persistance de l'inflation et sur la règle de politique monétaire. Bien qu'il existe de nombreux travaux microéconomiques sur la question, ces derniers ont principalement porté sur l'évaluation de la rigidité nominale à la baisse à partir de données annuelles.

Dans une recherche cosignée avec Hervé Le Bihan et Thomas Heckel, Jérémie Montornès complète à l'aide de données infra-annuelles françaises les rares travaux empiriques effectués sur la question. Les résultats suggèrent que les changements de salaires sont assez fréquents, de l'ordre de 38 % par trimestre. Ils sont essentiellement synchronisés au sein des entreprises mais échelonnés entre elles. Une certaine synchronisation est néanmoins induite par les révisions du salaire minimum et par la saisonnalité des variations de salaires (plus fréquents au premier trimestre). De plus, l'estimation d'un modèle de sélection montre que les salaires sont révisés selon un schéma temporel (*time-dependent*), c'est-à-dire à intervalles réguliers, plutôt que de dépendance à l'état (*state-dependent*).

L'analyse révèle aussi que les salaires sont indexés à l'inflation et au chômage, à la fois passés et futurs, en suivant des profils prédéterminés. Alors que les variations de salaires ont lieu en moyenne tous les deux trimestres, les décisions à l'origine de ces changements sont en réalité nettement moins fréquentes.

H. Le Bihan, J. Montornès et T. Heckel, "Sticky wages: Evidence from quarterly microeconomic data", *AEJ: Macroeconomics* (2A), 2012, 19(7-9)

Jérémie Montornès (service des Analyses et des Statistiques monétaires) appartenait au service des Analyses microéconomiques au moment de la réalisation de cette étude.

.../...

Titrisation et rétention du risque : le régulateur américain a-t-il eu raison ?

Les règles strictes de rétention du risque préconisées selon le Dodd-Frank Act ont suscité une forte opposition de l'industrie de la titrisation. Henri Pagès montre que le régulateur a eu (presque) raison.

En avril 2011, six agences de régulation fédérales ont proposé de nouvelles règles de rétention du risque en vue de pallier les vices conceptuels des pratiques actuelles de la titrisation. La mesure la plus controversée concernait le financement d'un compte dit de « capture de prime » qui était en première ligne devant les cinq pour cent de rétention du risque déjà prescrits par le *Dodd-Frank Act*. Compte tenu du tollé s'étant élevé dans l'industrie financière, il est probable qu'une nouvelle proposition verra le jour.

En se plaçant dans un monde de contrats optimaux, Henri Pagès montre dans deux papiers conjoints que le régulateur américain a eu raison, pour l'essentiel. L'idée est d'empêcher l'arrangeur de stimuler ses gains à l'émission en monétisant la plus-value de vente ou les tranches les plus risquées, ce qui l'incite à prêter sans discernement. La différence principale entre le modèle et la réglementation prévue est que le compte de « capture de prime » n'est pas une réserve peu rémunérée et subordonnée à tous les autres intérêts, mais une garantie fortement rémunérée susceptible de capter les commissions pendant la durée de la titrisation. Elle permet de suivre en temps réel la performance : les défauts déclenchent des retraits à hauteur de la protection accordée, mais les diverses commissions sont alors détournées vers le compte jusqu'à ce que l'encours soit restauré à un niveau adéquat. En liant la rémunération de l'arrangeur à la performance, les investisseurs corrigent ses incitations et atténuent les coûts résultant d'exigences en rendement élevées.

H. Pagès, "Bank monitoring incentives and optimal ABS", *Journal of Financial Intermediation*, à paraître

H. Pagès et D. Possamaï, "A mathematical treatment of bank monitoring incentives", *Finance and Stochastics*, à paraître

Henri Pagès est conseiller scientifique à la DGEI. Il détient un Ph. D. en économie du MIT. Ses centres d'intérêt ressortissent à la théorie bancaire, à la finance en temps continu et au risque de crédit. Il a publié dans diverses revues comme *Economic Theory*, *Mathematical Finance* ou le *Journal of Financial Intermediation*.



Implications en termes de bien-être social de l'hétérogénéité des marchés du travail dans une union monétaire

Certaines réformes du marché du travail sont davantage susceptibles d'apporter des gains importants en termes de bien-être. Jean-Guillaume Sahuc indique celles qui devraient être réalisées dans le cadre d'une union monétaire en présence d'hétérogénéité des marchés du travail.

Plus de dix ans après la création de la zone euro, les disparités économiques sont encore prononcées, notamment en termes de performances des marchés du travail. Il ne s'agit pas seulement de savoir comment la performance globale de l'union monétaire est affectée par une modification des frictions sur le marché du travail, mais également (a) comment l'environnement propre à chaque pays est modifié et (b) quelles modifications structurelles procurent les avantages les plus appréciables pour favoriser l'ajustement.

Dans une étude récente, Céline Poilly et Jean-Guillaume Sahuc proposent une analyse normative pour identifier les modifications institutionnelles nécessaires, dans un contexte d'hétérogénéité des marchés du travail au sein d'une union monétaire, pour atteindre un taux de chômage spécifique.

.../...

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 Spector (PSE), Roberto Pancrazi (École d'économie de Toulouse), Olivei Giovanni (Fed Boston), Chira Criscuolo (OCDE), Jean-Paul Laurent (PSE), Guillaume Plantin (École d'économie de Toulouse), Stefan Hirth (Université d'Aarhus), Claude Diebolt (Université de Strasbourg), Marek Jarocinski (BCE), Dalibor Stevanovic (UQAM), Enrique Sentana (CEMFI), Kumar Mallick (Université Queen Mary de Londres), Andrew Meldrum (BoE), Pierre-Olivier Gourinchas (Berkeley), Sandra Poncet (Université Paris 1), Christian Francq (Université Lille 3), Eduardo Morales (Princeton), Klaus Adam (Université de Mannheim), Katheline Schubert (PSE)

Pour ce faire, ils introduisent des coûts de transaction sur le marché du travail dans un modèle d'équilibre général stochastique dynamique représentant une union monétaire à deux pays. Ils concluent que l'amélioration des services offerts par les agences pour l'emploi et des réformes structurelles garantissant des destructions d'emplois moins fréquentes sont propices à des gains significatifs en termes de bien-être. En outre, des modifications structurelles du marché du travail dans un pays ont des répercussions sur le reste de l'union monétaire. En effet, les autres membres de l'union peuvent profiter d'appariements réussis sans subir la contrainte des restrictions dans le processus de négociation inhérentes à ses propres institutions, ce qui entraîne une convergence plus rapide vers le nouveau taux d'emploi. Enfin, les auteurs soutiennent que plus le degré de rigidité des prix est élevé dans un pays donné, plus les avantages qu'il retirera d'une refonte structurelle permanente du marché du travail sont importants, donnant à penser que les frictions d'appariement peuvent compenser l'effet négatif lié aux rigidités des prix dans une économie.

C. Poilly et J. G. Sahuc, "Welfare implications of heterogeneous labor markets in a currency area", *Macroeconomic Dynamics*, à paraître

Jean-Guillaume Sahuc est adjoint au responsable du service de Recherche sur la politique monétaire et conférencier à l'Edhec. Ses travaux de recherche sur la macroéconomie quantitative et la macroéconométrie ont été publiés notamment dans *The Economic Journal*, le *Journal of Money, Credit and Banking*, le *Journal of Macroeconomics*, et l'*International Journal of Central Banking*.

Le bloc-notes DSGE

Conférence "Macroeconomic Modeling in Times of Crisis"

25 et 26 octobre 2012 à Paris

La conférence "Macroeconomic Modeling in Times of Crisis" s'est tenue à la Banque de France les 25 et 26 octobre 2012. Cette conférence a été organisée en collaboration avec la Federal Reserve Bank of Atlanta, le Centre d'Analyses Stratégiques et le CEPREMAP. La conférence a été également l'occasion d'honorer la contribution de Lawrence Christiano de Northwestern University à la modélisation DSGE.

Durant la première journée, six contributions de Marco Del Negro, Antoine Devulder, Günter Coenen, Jesper Lindé, Ulf Söderström et Rafael Wouters ont montré différents éclairages de la crise depuis 2008 au travers de modèles DSGE, ainsi que la manière dont certains de ces modèles ont été utilisés dans la préparation des décisions de politique monétaire. La journée s'est terminée par une table ronde avec la participation de David Altig, Lawrence Christiano, Douglas Laxton et Tao Zha.

La seconde journée était consacrée à des papiers plus prospectifs avec des contributions de Fabio Canova, Varadarajan Chari, Lawrence Christiano, Frank Portier et Thomas Sargent. Une table ronde sur les attentes des responsables politiques en matière de modélisation animée par Marc-Olivier Strauss-Kahn rassemblait Olivier Blanchard, Claudio Borio, Benoît Coeuré, Daniel Cohen et Athanasios Orphanides.

Le programme de la conférence est disponible à <http://www.banque-france.fr/en/economics-statistics/research/seminars-and-symposiums/macro-economic-modeling-in-times-of-crisis-paris-25-26-october-2012.html>

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



La lettre des études et de la recherche

Responsable éditorial
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