



Séminaire de politique économique franco-allemand 2021

Les 9 et 10 novembre derniers s'est tenu le séminaire franco-allemand de politique économique, conjointement organisé par le ministère fédéral des Finances allemand et la direction générale du Trésor. Ce séminaire annuel a pour vocation d'établir des liens entre le monde de la recherche académique et les décideurs publics. Cette année, le thème était « un an après le début de la crise de la Covid-19 ».

L'objectif de ce séminaire est de présenter et discuter de travaux de recherche de pointe afin de nourrir la compréhension des mécanismes économiques à l'œuvre pendant et surtout après la pandémie, et d'informer les décideurs publics sur les réponses adaptées, notamment dans un cadre franco-allemand qui gagne à s'appuyer sur un socle commun de connaissance.

Le séminaire était organisé autour de cinq sessions (i) l'impact de la crise de la covid, (ii) le poids de la dette, (iii) taux d'intérêt souverains, (iv) stabilisation budgétaire et (v) renforcer la résilience de l'union économique et monétaire. Ces sessions étaient précédées d'une présentation introductive sur la surabondance de l'épargne mondiale, présentée par Mortiz Schularick (Sciences Po et Université de Bonn), le séminaire étant lui-même ouvert par Agnès Bénassy-Quéré (DG Trésor et Paris School of Economics) et de Jakob von Weizsäcker (Ministère fédéral des Finances allemand).

14 papiers ont été présentés par leurs auteurs pendant ce séminaire. Ces papiers ont été sélectionnés, via un appel à contribution, par les membres du Comité Scientifique du séminaire :

- Agnès Bénassy-Quéré (French Treasury and Paris School of Economics), Chair
- Giancarlo Corsetti (Cambridge University)
- Essi Eerola (VATT Institute for Economic Research, Helsinki)
- Aitor Erce (Universidad Pública de Navarra, Pamplona)
- Nicola Fuchs-Schündeln (Goethe University, Frankfurt)
- Sébastien Jean (CEPII, Paris)
- Gianmarco Ottaviano (Bocconi University, Milan)
- Andreas Peichl (ifo Institute and University of Munich)
- Xavier Ragot (Sciences Po – CNRS and OFCE, Paris)
- Hélène Rey (London Business School)
- Moritz Schularick (University of Bonn)

Discours introductifs.....	2
Session 1 - The covid crisis unfolding.....	3
Session 2 - Debt overhang.....	5
Session 3 - Sovereign interest rates.....	6
Session 4 – Fiscal stabilization	8
Session 5 - Strengthening the resilience of the EMU to future shocks	10

|| Discours introductifs

Agnès Bénassy-Quéré a souligné que les chercheurs en économie ont été très actifs sur la crise de la Covid et qu'il est important d'incorporer les derniers éléments de recherche pour l'élaboration des politiques économiques. En particulier, ce deuxième séminaire s'inscrit dans un renouveau des discussions sur la gouvernance économique de la zone euro, et ce séminaire contribuera à la convergence franco-allemande en permettant aux deux ministères de s'appuyer sur la même recherche récente. Un enjeu important en la sortie de crise est l'interaction entre politique monétaire et budgétaire: il s'agira de déterminer le bon séquençage entre la normalisation de la politique budgétaire et de la politique monétaire.

Jakob von Weizsäcker a, de son côté, rappelé la classification de Musgrave et Musgrave au sujet de l'intervention publique (allocation, redistribution et stabilisation). L'équilibre entre ces trois motifs d'intervention doit faire l'objet d'un débat franco-allemand. La France a historiquement tendance à privilégier le volet « stabilisation » alors l'Allemagne met davantage en exergue le volet « allocation ». Il est absolument nécessaire de s'accorder sur un même équilibre, en France et en Allemagne, pour favoriser la sortie de la crise de la Covid-19 et soutenir les transitions verte et numérique. Il a par ailleurs souligné l'importance d'avoir un contact direct entre les ministères et le monde de la recherche.

Moritz Schularick, the anatomy of the global savings glut

(co-auteurs Luis Bauluz et Filip Novokmet)

Les constats de départ sont, d'une part, une forte croissance des flux d'épargne au niveau mondial (*savings glut*), et d'autre part, une explosion du ratio de richesse rapportée au revenu (ratio qui a doublé sur les 30 dernières années). L'objectif du papier présenté par M. Schularick est d'identifier les ménages ainsi que les actifs qui portent ce phénomène et de le quantifier. Le papier utilise des données individuelles au niveau des ménages afin de décomposer l'augmentation de la richesse mondiale et des flux d'épargne, de 1980 à aujourd'hui, pour quatre pays européens (Allemagne, France, Espagne et Royaume-Uni), les Etats-Unis et la Chine. Les auteurs ont aussi cherché à identifier les détentions indirectes d'actifs, notamment via les fonds de pension ou d'investissement. Par exemple, au Royaume-Uni, seulement 8 % des ménages déclarent détenir des actions, alors qu'en réalité 12 % supplémentaires détiennent des actions via des fonds (soit un total de 20 %).

Le papier montre que l'augmentation du ratio de richesse rapportée au revenu provient principalement des 10 % les plus riches, avec plus ou moins de gains pour la classe moyenne. Toutefois, si les flux d'épargne ont eu tendance à polariser la distribution de richesse, les revenus du capital l'ont plutôt harmonisée (notamment en raison de plus-values immobilières, liées à une baisse des taux d'intérêt, qui ont bénéficié aux classes moyennes). La forte augmentation du taux d'épargne du top 10 % provient en fait des profits non distribués des entreprises dont les propriétaires finaux sont des ménages. Ainsi, la « surabondance mondiale d'épargne des riches » et la « surabondance mondiale d'épargne des entreprises » sont les deux faces du même phénomène.

|| Session 1 - The covid crisis unfolding

Chair: **Essi Eerola** (VATT Institute for Economic Research)

Causal effects of closing businesses in a pandemic

Auteurs: Jean-Noël Barrot (HEC Paris and CEPR); Maxime Bonelli (HEC Paris); Basile Grassi (Bocconi, CEPR and IGIER); Julien Sauvagnat (Bocconi, CEPR and IGIER)

Discutant: Juan Carluccio (Bank of France, University of Surrey)

Les auteurs ont étudié l'impact des mesures de confinement sur divers indicateurs éco-sanitaires aux États-Unis. Dans un premier temps, ils quantifient l'exposition aux mesures sanitaires – mesurée par la part du travail contraint, qui tient compte des possibilités de télétravail – au niveau d'une entreprise et/ou au niveau des marchés du travail locaux (« *commuting zones* »). Cette exposition varie entre Etats du fait de mesures sanitaires différentes (portant sur la définition des commerces essentiels et de la date d'entrée en vigueur des mesures) et d'une composition sectorielle différente de l'emploi et de l'activité (qui induit également des différences intra-Etats). Dans un second temps, une estimation en différence de différences permet de quantifier l'effet des mesures sanitaires sur divers indicateurs éco-sanitaires, en utilisant différents ensembles de variables de contrôle et d'effets fixes pour isoler l'effet des mesures sanitaires. Selon les auteurs, une hausse de 10 pts de la part du travail contraint se traduirait par : (i) une réduction équivalente de l'emploi et des heures travaillées, et une diminution d'environ 2 % des ventes et de 3 % de la valeur ajoutée ; (ii) une diminution de 2,3 / 10 000 des infections par semaine et de 0,15 / 10 000 des morts par semaine, mais uniquement dans les zones intensives en contact humain (tel que mesuré par la structure de l'économie locale). Au total, sur la base de ces estimations, toutes choses égales par ailleurs, le coût par vie sauvé serait de l'ordre de 4,8 M\$. En outre, les mesures de confinement ne seraient pas justifiées dans les zones peu intensives en contacts humains.

Le discutant (Juan Carluccio) a noté que l'analyse pouvait souffrir de divers biais d'endogénéité (exposition à des chocs d'offre sectoriels ou à des effets de réseau corrélée à l'exposition aux mesures sanitaires et prise en compte de l'évolution des comportements individuels qui peuvent se substituer aux mesures publiques) et de la non-prise en compte de potentiels effets non-linéaires. Il a également souligné le côté prometteur de la méthodologie, qui pourrait être utilisée pour étudier d'autres questions comme par exemple les campagnes de vaccination.

Supply shocks in supply chains: Evidence from the early lockdown in China

Auteurs: Isabelle Méjean (CREST-Ecole Polytechnique and CEPR); Raphael Lafrogne-Joussier (CREST-Ecole Polytechnique); Julien Martin (Université du Québec à Montréal and CEPR)

Discutant: Maxime Bonelli (HEC Paris)

Les auteurs ont étudié la réaction des entreprises engagées dans les chaînes de valeur mondiales à des pénuries d'intrants. Les auteurs utilisent les premiers temps du choc Covid-19 – qui semblait initialement ne devoir affecter que la Chine – comme expérience naturelle. En particulier, ils comparent les importations et exportations des entreprises françaises engagées dans les chaînes de valeur mondiales durant les deux premiers mois de l'épidémie de Covid, en distinguant les entreprises qui importent majoritairement des intrants en provenance de Chine des entreprises utilisant des intrants en provenance du reste du monde. Durant les deux premiers mois de l'épidémie, les entreprises exposées réduisent leurs importations et leurs exportations par rapport aux entreprises non-directement exposées au choc, avant que l'écart ne se comble avec la diffusion du choc Covid au reste du monde. Parmi les entreprises

« traitées », une meilleure diversification des origines des intrants ne réduirait pas l'impact du choc. En revanche, les exportations des firmes disposant de stocks préalables seraient moins affectées. Ainsi, un choc sur les chaînes de valeur affecte les importations et exportations des entreprises exposées, et les stocks pourraient aider à limiter cet impact, contrairement à la diversification des intrants.

Le discutant a noté que l'analyse du rôle des stocks et de la diversification pouvait souffrir de divers biais d'endogénéité (car ces variables sont choisies de manière endogène par les entreprises), et a souligné que la validité externe des résultats pouvait être questionnée (également du fait de biais d'endogénéité, les entreprises importantes de Chine étant *a priori* structurellement différentes ; sur ce point Agnès Bénassy-Quéré a suggéré d'effectuer la même analyse en utilisant Fukushima comme expérience naturelle). Pour Isabelle Méjean, il n'y a pas de problème d'endogénéité : ces décisions relèvent du long terme tandis que les implications du choc sont de court terme. Agnès Bénassy-Quéré a également demandé si l'analyse prenait en compte le commerce intra-groupe. Isabelle Méjean a répondu que le manque de données sur cet aspect limite cette analyse.

From Macro to Micro: heterogeneous exporters in the Pandemic

Auteurs: Jean-Charles Bricongne (Bank of France); Juan Carluccio (Bank of France, University of Surrey); Lionel Fontagné (Bank of France, CEPII, Paris School of Economics); Sebastian Stumpner (Bank of France)

Discutant: Isabelle Méjean (CREST-Ecole Polytechnique and CEPR)

Les auteurs ont essayé de mieux caractériser la chute des exportations en France durant la crise de la Covid-19 (-42 %) plus forte qu'ailleurs. En particulier, la décomposition de cette variation entre entreprises montre que la baisse des exportations provient uniquement de la marge intensive et de la sur-réaction des plus gros exportateurs (le top 0,1 % des exportateurs représenteraient 57 % de la chute des exportations, contre une part de 41 % des exportations pré-crise). Ils ont ensuite mesuré une exposition aux chocs d'offre étrangers (rapport intrants-valeur ajouté) et montré que cette sur-réaction des entreprises les plus exportatrices s'expliquerait par des effets de demande (liés à l'effet des confinements à l'étranger sur la demande qui leur a été adressée) plutôt que par une sur-réaction à des chocs d'offre.

Le discutant a noté que les entreprises les plus exportatrices sont également les plus grandes, et qu'elles diffèrent structurellement des autres (elles diversifient mieux le risque, exploitent mieux les économies d'échelle et ont un pouvoir de marché plus important), ce qui pourrait expliquer les résultats. Il pourrait s'agir d'un effet de réallocation géographique (le marché intérieur serait privilégié en cas de choc au détriment des marchés étrangers). Isabelle Méjean a également souligné que la fragmentation des chaînes de production augmente les vulnérabilités et l'intégration verticale pourrait permettre de limiter l'effondrement des exportations.

|| Session 2 - Debt overhang

Chair: **Sébastien Jean** (CEPII)

The Debt Capacity of a Government

Authors: Bernard Dumas (INSEAD, NBER and CEPR); Paul Ehling (BI Norwegian Business School); Chunyu Yang (BI Norwegian Business School)

Discussant: Nicola Borri (LUISS University)

Les auteurs étudient la dynamique de la dette publique au regard des débats actuels sur la faiblesse des taux d'intérêt, à travers un modèle à générations imbriquées sans incertitude. Dans le modèle, la dynamique du solde primaire est endogène et dépend des fondamentaux (préférences, technologie, accumulation du capital, croissance démographique et équilibre du système de sécurité sociale qui représente la totalité du secteur public).

Les auteurs formalisent le fait que la dette publique intègre une composante de bulle (car le gouvernement peut la rouler indéfiniment, au contraire des agents privés), ce qui permet à la valeur actualisée de la dette d'excéder la valeur actualisée des soldes primaires futurs. Autrement dit, grâce à cette bulle, la dette peut avoir un prix positif même s'il n'y a pas de surplus primaires dans le futur. Cependant, les auteurs soulignent qu'il existe un niveau initial de dette publique maximum au-delà duquel l'endettement explose dans le futur. Si le ratio de dette initial est inférieur à ce seuil, alors le ratio finit par converger vers un niveau stable, avec une bulle perpétuelle finie. L'intuition centrale du papier est donc que si l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance est important pour la soutenabilité du ratio d'endettement, le point de départ du ratio de dette est aussi crucial.

Breakup and Default Risks in the Great Lockdown

Authors: Giovanni Bonaccolto (University of Enna Kore); Nicola Borri (LUISS University); Andrea Consiglio (University of Palermo)

Discussant: Paul Ehling (BI Norwegian Business School)

Les auteurs soulignent la particularité des marchés de dettes souveraines en zone euro, où un pays pourrait théoriquement quitter la zone euro tout en remboursant sa dette, et *vice versa*. Ils utilisent des données quotidiennes de *Credit Default Swaps* (CDS) de janvier à septembre 2020, intégrant différentes clauses en cas de défaut et de redénomination, afin d'estimer séparément ces deux risques. L'échantillon couvre 11 pays de la zone euro dont 4 (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas) concernés par un changement de définition de leur contrats CDS en 2014, car ils font partie du G7 au contraire des autres.

Les estimations indiquent que le risque d'un éclatement de la zone euro est faible mais non négligeable, et qu'il n'est pas quantitativement plus élevé aujourd'hui comparé à avant la pandémie. Elles mettent aussi en lumière des effets de débordement : bien que le risque de redénomination soit hétérogène entre pays, une hausse du risque de redénomination dans un pays est associée à une hausse du risque de défaut et des spreads dans d'autres pays de la zone euro. Enfin, les auteurs estiment qu'une part importante des primes de défaut et de redénomination est liée à (i) une forme d'assurance contre une dépréciation de l'euro en cas de redénomination des contrats, et (ii) une prime de liquidité associée aux contrats CDS.

|| Session 3 - Sovereign interest rates

Chair : **Aitor Erce** (Universidad Pública de Navarra)

The Liquidity Channel of Fiscal Policy

Authors: Christian Bayer (University of Bonn, CEPR, CESifo, and IZA); Benjamin Born (Frankfurt School of Finance & Management, CEPR, CESifo, and ifo Institute); Ralph Luetticke (University College London, CEPR, and CFM)

Discussant: Stéphanie Pamies (European Commission)

Les auteurs étudient les effets d'une hausse de la dette publique aux Etats-Unis sur l'économie américaine, à travers les taux d'intérêt, l'effet d'éviction et le coût budgétaire pour les finances publiques. La première partie de l'analyse présente des preuves empiriques de la réponse du spread entre actifs peu liquide (le capital) et liquide (la dette publique) à une expansion budgétaire par endettement, à l'aide d'une méthode d'estimation à projection locale et plusieurs mesures des chocs budgétaires. Les auteurs montrent qu'une hausse de l'endettement public provoquée par une hausse des dépenses diminue la prime de liquidité dont bénéficie la dette publique par rapport aux actifs moins liquides.

Les auteurs comparent ensuite ces résultats empiriques aux intuitions théoriques d'un modèle à agents hétérogènes qui intègrent deux actifs, un liquide (la dette publique) et un peu liquide (le capital). Dans ce modèle, la baisse endogène de la prime de liquidité sur la dette publique lorsqu'il y a expansion budgétaire est contra-cyclique : l'effet d'éviction est réduit par rapport à un modèle sans effet de liquidité puisque capital et dette publique sont des substituts imparfaits, et davantage de dette publique permet aux ménages de mieux s'assurer. Ainsi, intégrer l'aspect liquidité pour étudier les effets d'une expansion budgétaire par l'endettement est important : si le coût budgétaire ne se limite pas à $r-g$ (écart entre taux d'intérêt et taux de croissance) puisque la dette réduit la prime de liquidité, réduire la dette publique de manière excessive n'est pas non plus optimal puisque celle-ci est source de liquidité ce qui est important pour les agents pour s'assurer. Lors de la discussion, les intervenants ont toutefois souligné que ces aspects étaient relatifs au risque plutôt qu'à des aspects de liquidité.

Dispelling the Shadow of Fiscal Dominance? Fiscal and Monetary Announcement Effects for Euro Area Sovereign Spreads in the Corona Pandemic

Authors: Annika Havlik (ZEW Mannheim); Friedrich Heinemann (ZEW Mannheim, University of Heidelberg); Samuel Helbig (ZEW Mannheim); Justus Nover (ZEW Mannheim, University of Mannheim)

Discussant: Benjamin Born (Frankfurt School of Finance & Management, CEPR, CESifo, and ifo Institute)

Les auteurs mesurent l'effet des annonces de politique monétaire et budgétaire à l'échelle européenne sur les spreads à 10 ans (par rapport à l'Allemagne) de 10 pays de la zone euro pendant la pandémie. Les estimations mettent en lumière que les annonces de politique monétaire à travers le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) ont joué un rôle important dans la stabilisation des spreads pendant la crise, alors que les annonces de politique budgétaire ont eu un effet limité. Seuls les événements liés au volet transferts de NGEU (*Next Generation EU*) ont contribué à calmer les hausses de spreads, alors que les instruments de prêts comme le programme SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), les actions de la Banque européenne d'investissement ou du Mécanisme européen de stabilité n'ont pas eu d'effet significatif.

Les auteurs interprètent ces résultats avec prudence : l'effet relatif des annonces de politique monétaire comparé à la politique budgétaire suggèrent que la tâche de contenir les spreads

en zone euro repose avant tout sur les épaules de la BCE. Lors de la discussion, les intervenants ont mis en lumière la difficulté d'identifier la temporalité des annonces de politique budgétaire européenne qui a déployé beaucoup de nouveaux instruments, comparé à la politique monétaire dont la communication et les outils sont déjà bien établis.

Do Fundamentals Explain Differences between Euro Area Sovereign Interest Rates?

Auteurs: Stéphanie Pamies (European Commission); Nicolas Carnot (European Commission); Anda Pătărău (European Commission)

Discutant: Friedrich Heinemann (ZEW Mannheim, University of Heidelberg)

Les auteurs étudient le lien entre spreads souverains en zone euro et fondamentaux économiques, avec une attention sur les effets non linéaires de la dette publique. L'étude présente des régressions en panel sur données annuelles de 2000 à 2019 pour les taux à 10 ans par rapport à l'Allemagne. Les auteurs considèrent trois types de fondamentaux : budgétaires, macroéconomiques et institutionnels, en contrôlant pour des facteurs structurels comme l'aversion au risque, les tensions sur les conditions de financement ou encore l'effet des programmes de rachat des banques centrales.

Les auteurs trouvent que les spreads répondent aux chocs sur les fondamentaux, et en particulier à la dette publique, et ce de façon non linéaire (pour tout l'échantillon et en régression linéaire, une hausse de 1% du ratio de dette publique se traduit en moyenne par une hausse de spread de 3 pb, mais dans une spécification non linéaire, cet effet double à des niveaux de dette élevés). Les résultats sont robustes à diverses spécifications. De plus, les estimations soulignent qu'une forte croissance potentielle et une bonne qualité des institutions permettent d'atténuer l'effet d'une hausse de la dette publique sur les spreads, de sorte que pour les pays où elles sont les plus élevées, l'effet marginal est proche de 0.

|| Session 4 – Fiscal stabilization

Chair: **Agnès Bénassy-Quéré** (French Treasury and Paris School of Economics)

Does tax policy work when consumers have imperfect price information? Theory and evidence

Auteurs: Monika Schnitzer (University Munich); Felix Montag (University Munich); Alina Sagimuldina (University Munich)

Discutant: Alice Lapeyre (Center for Research in Economics and Statistics)

Le papier développe un cadre théorique sur le *pass-through* dans une situation d'information imparfaite des consommateurs, modèle qui est ensuite testé empiriquement avec la mesure de baisse temporaire de la TVA en Allemagne en 2020. Dans leur modèle théorique, la part de consommateurs « informés » détermine la sensibilité de la demande aux prix. Plus les consommateurs sont sensibles aux prix, plus on se rapproche d'un marché en concurrence parfaite. Or, en concurrence parfaite, le prix est égal au coût marginal et une baisse de TVA se répercute entièrement dans le prix pour le consommateur. Le modèle est un jeu en 2 étapes : dans la première, les entreprises entrent sur le marché et dans la deuxième, ces entreprises fixent un prix et les consommateurs cherchent (au prix désiré) et achètent. Le modèle prévoit que le *pass-through* au « prix attendu » (prix tiré au hasard par un non-informé) augmente bien avec la sensibilité prix, mais la relation avec le nombre d'entreprises n'est pas linéaire : à partir d'un certain nombre d'entreprises, le *pass-through* diminue.

L'estimation économétrique s'appuie sur des données publiques sur les prix de l'essence et du gasoil, ce dernier carburant étant réputé utilisé par des consommateurs plus avertis (car plus gros rouleurs). Les auteurs effectuent une double différence avec la baisse temporaire de la TVA de 19 à 16% sur les six derniers mois de 2020, puis ré-augmentation au 1er janvier 2021 ainsi qu'introduction d'un quota carbone pour l'essence. Les résultats confirment les prévisions du modèle théorique : le *pass-through* augmente bien avec la sensibilité aux prix des consommateurs (gasoil versus essence), et il y a également une relation en bosse entre le *pass-through* et le nombre de vendeurs et une asymétrie entre baisse et hausse de TVA. Ce dernier sujet est creusé par Benzarti et al. (2020), « What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes ».

Cette étude met en évidence le rôle de l'information pour accentuer l'impact des politiques publiques, ici l'obligation faite aux stations-services allemandes de déclarer leurs prix.

What are the price effects of temporary VAT Changes ? Evidence from Germany

Auteurs: Günter W Beck (University of Siegen); Xavier Jaravel (London School of Economics); Sebastian G. Kessing (University of Siegen and CESifo); Sebastian Sieglösch (University of Mannheim)

Discutant: Felix Montag and Alina Sagimuldina (University Munich)

L'objectif du papier est d'étudier l'impact sur les prix à la consommation de la baisse de TVA en Allemagne en juillet 2020 (puis la hausse en janvier 2021). Le papier s'appuie sur une analyse en double-différence, à partir de données de scanner : (i) deux groupes de biens sont considérés : les biens durables qui sont des *slow moving consumer goods*, et les biens non durables considérés comme *fast moving goods*; (ii) les Pays-Bas sont utilisés comme groupe de contrôle et (iii) afin de contrôler pour les chocs macroéconomiques, les auteurs exploitent la distribution des variations de prix.

Pour les biens durables (*slow moving goods*), la baisse et la hausse de TVA sont complètement répercutées sur les prix. Pour les biens non-durables (*fast moving goods*), la baisse est

répercutée à 70 % (-1,6 %) et la hausse est répercutée de manière asymétrique (la variation reste à -0,7 %). Concernant l'hétérogénéité entre catégories socio-professionnelles ou catégories de produits (importés, ou produits dans le pays), ils ne trouvent pas de différence significative. Lors de la discussion, ils ont également indiqué avoir regardé le degré de concurrence, sans effet non plus. S'agissant des données de quantités, ils voient qu'il n'y a pas de réponse particulière. Même sur la dernière semaine de juin (donc une semaine avant la baisse), ils ne voient pas de report. À ce sujet, l'étude de Bachmann et al (2021) est citée : dans leur enquête, les consommateurs déclarent avoir modifié leur comportement d'achat suite à la baisse de TVA, ce qui paraît contradictoire. Un des auteurs de l'étude Bachmann et al., présent dans la salle, a expliqué ce résultat : ils ont également exploité les données de scanner, mais ces derniers ne couvrent pas les gros items tels que voitures et cuisines. C'est sur ces items là que la substitution intertemporelle va jouer, et que les ménages vont ajuster leurs comportements.

Plusieurs remarques ont porté sur les conditions macroéconomiques en cours afin d'expliquer l'asymétrie de *pass-through* : alors que la baisse de TVA a eu lieu à une période où la demande était faible et restreinte, la hausse a eu lieu quand la demande était revenue. Dans un modèle à coûts fixes, certaines entreprises pourraient souhaiter capturer la rente plutôt que d'essayer d'augmenter leurs ventes dans une période où la demande est déprimée. De ce point de vue, les résultats sur le *pass-through* et sur les quantités semblent un peu contradictoires.

Should We Insure Workers or Jobs During Recessions?

Auteurs: Giulia Giupponi (Bocconi University); Camille Landais (London School of Economics); Alice Lapeyre (Center for Research in Economics and Statistics)

Discutant: Xavier Jaravel (London School of Economics)

Le papier compare l'effet des dispositifs d'assurance chômage et d'activité partielle. La réponse politique à la crise de la Covid-19 sur le marché du travail a été radicalement différente des deux côtés de l'Atlantique : les Etats-Unis ont accru la générosité de leur assurance chômage, tandis que l'Europe a préféré subventionner la réduction du nombre d'heures de travail en promouvant l'activité partielle. En cas de choc, l'assurance chômage fournit une assurance contre la perte d'emploi, alors que la relation de travail est rompue. Inversement, en cas de choc, l'activité partielle préserve la relation d'emploi : l'entreprise peut réduire sa demande de travail et réduire le nombre d'heures travaillées par ses employés.

Sur le plan théorique, le papier cherche à mesurer l'efficacité de ces dispositifs en mettant en balance leur coût, la valeur de l'assurance qu'ils procurent et les inefficacités générées sur le marché du travail (inefficience des séparations, recherches et réallocations).

Sur le plan empirique, les auteurs montrent que :

- La valeur de la protection offerte par l'assurance chômage est plus forte que celle de l'activité partielle. Selon la littérature académique, la valeur pour les individus de l'assurance chômage dépend du niveau d'aversion pour le risque des travailleurs, des autres sources de revenus dont dispose le travailleur pour lisser sa consommation et de la taille du choc. Bien qu'il y ait peu de preuve empirique sur la valeur pour les agents de l'assurance chômage, les études sont unanimes sur le fait que celle-ci est très forte mais aussi très hétérogène d'un individu à l'autre.
- L'assurance chômage est source d'un aléa moral plus important que l'activité partielle. 1\$ supplémentaire d'assurance chômage a un coût de 1,5 à 2,5\$ en prenant en compte l'aléa moral.
- L'activité partielle permet de réduire les inefficacités des processus de licenciement. Elle a des effets limités sur la vitesse de réallocation.
- L'assurance chômage est probablement plus efficace que l'activité partielle pour réduire les inefficacités de la recherche d'emploi.

|| Session 5 - Strengthening the resilience of the EMU to future shocks

Chair: **Xavier Jaravel** (London School of Economics)

The Effects of Government Spending in the Eurozone

Auteurs: Ricardo Duque Gabriel (University of Bonn); Mathias Klein (Sveriges Riksbank); Ana Sofia Pessoa (University of Bonn)

Discutant: Andreja Lenarcic (IMF)

Les auteurs s'attachent à étudier les effets des stimulus budgétaires sur la production et l'emploi, dans le contexte d'un retour de la politique budgétaire au cœur des débats, alors que les gouvernements ont mis en place d'importantes mesures de soutien en réponse à la crise et que la politique monétaire est contrainte par la faiblesse des taux d'intérêt. Ils étudient les mécanismes de transmission en analysant les données régionales liées à la production, la valeur ajoutée brute, l'investissement, les heures travaillées, l'emploi et les salaires.

Les résultats révèlent que les multiplicateurs de production et d'emploi relatifs aux dépenses publiques sont positifs au sein de la zone euro, avec un multiplicateur de production supérieur à 2 et un multiplicateur d'emploi de 1,4. Une relance budgétaire régionale entraîne un accroissement significatif de la demande privée (via la hausse de l'investissement privé et de la consommation), une hausse de la productivité et de la masse salariale, ainsi qu'une hausse significative du nombre total d'heures travaillées. Celle-ci est surtout liée à la hausse de l'emploi total, tandis que les heures travaillées par tête réagissent faiblement. L'étude met en lumière l'importance de la position dans le cycle, les multiplicateurs budgétaires étant nettement plus élevés en période de récession que d'expansion économique. Par ailleurs, malgré les nombreux échanges commerciaux au sein de l'UE, les externalités entre régions sont limitées. Enfin, les résultats suggèrent une hétérogénéité de l'impact des dépenses publiques selon les secteurs (l'industrie et les services représenteraient par exemple près de 75% de l'augmentation de la demande privée) et selon les zones géographiques; les multiplicateurs sont ainsi plus importants pour les régions du cœur que les régions périphériques.

Monetary-Fiscal Crosswinds in the European Monetary Union

Auteurs: Lucrezia Reichlin (London Business School, CEPR); Giovanni Ricco (University of Warwick, OFCE SciencesPo, CEPR); Matthieu Tarbé (London Business School)

Discutant: Ana Sofia Pessoa (University of Bonn)

Les auteurs étudient les interactions entre politiques budgétaires et politique monétaire en zone euro et leur impact à long terme. Ils étudient empiriquement la réaction de la politique budgétaire agrégée, des taux d'intérêt et de l'inflation à des changements de politique monétaire, à l'aide d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR) sur les données des quatre plus gros pays de la zone euro (Allemagne, France, Espagne et Italie) sur une période allant de 1991 à 2019.

Ils mettent en lumière une réaction différenciée à un choc expansionniste de politique monétaire conventionnelle qui agit sur les taux d'intérêt à court terme et non-conventionnelle qui comprime les écarts de taux souverains sur une maturité longue. Dans le cas d'une politique monétaire conventionnelle, la politique budgétaire réagit à court terme dans le même sens via une baisse de l'excédent primaire. A long terme, la hausse de dette publique qui en découle est quasi-entièrement absorbée par la hausse de l'inflation provoquée par ce choc expansionniste, tandis que les taux d'intérêt à long terme n'ont pas un impact significatif. À l'inverse, dans le cas d'une politique monétaire non-conventionnelle, la politique budgétaire reste relativement neutre et les effets sur l'inflation à long terme sont plus faibles, résultant principalement de la baisse des taux d'intérêt. Selon G. Ricco lors de la présentation de l'article,

la faible réaction de la politique budgétaire au choc de politique monétaire non-conventionnelle provient essentiellement du comportement budgétaire idiosyncratique de l'Allemagne.

Conditionality in Official Lending: Compliance through Strategic Assessment

Auteurs: Daragh Clancy (Central Bank of Ireland); Aitor Erce (Navarra Public University); Andreja Lenarcic (IMF); Ramon Marimon (EUI, Barcelona GSE, CEPR, NBER)

Discutant: Giovanni Ricco (University of Warwick, OFCE SciencesPo, CEPR)

Cette étude porte sur les programmes d'assistance financière en zone euro, et le respect des conditionnalités liées aux programmes par les pays débiteurs. L'étude est basée sur des données des programmes d'assistance financière mis en œuvre par le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité (MES) dans cinq pays de la zone euro, entre 2010 et 2018.

Les auteurs constatent que le respect d'un sous-ensemble de conditions critiques a suffi à la poursuite des programmes d'assistance financière de la zone euro. Ces conditions critiques recouvrent en particulier les mesures budgétaires visant à la stabilisation immédiate des finances publiques ainsi que celles assorties d'objectifs numériques explicites. Par ailleurs, les auteurs montrent que les créanciers planifient leurs évaluations de manière à favoriser le respect des conditions. Enfin, contrairement à l'accent mis dans les documents associés aux programmes, le respect des réformes structurelles visant à renforcer le potentiel de croissance des économies semble avoir eu une importance limitée.

En conséquence, les auteurs recommandent que, lors de la conception de la conditionnalité des prêts officiels, les prêteurs se concentrent sur un nombre réduit de conditions, formulées en termes quantifiables, et disposent d'un mécanisme intégré pour ajuster ces conditions de manière transparente au fur et à mesure de l'évolution du programme d'aide financière.