



Dix ans après... Le nécessaire renouvellement de la théorie de la capture

p. 3-8

Edito p. 1-2

Chronique p. 3-8

Evénements p. 9-15

Vie du laboratoire p. 25-29

Publications p. 30-32

Adécouvrir

Les défis des modèles d'évaluation des actifs
p. 16-19

L'aide publique au développement réduit-elle la pauvreté ?
p. 20-24



Valérie MIGNON
Directrice d'EconomiX

Créée en 2005, EconomiX est un laboratoire de recherche de l'Université Paris Nanterre et du CNRS (UMR 7235) en économie alliant des démarches empiriques à des développements théoriques. Rassemblant environ 200 membres, EconomiX est l'un des quatre pôles majeurs de recherche et de formation à la recherche en économie d'Île-de-France. Les activités de recherche d'EconomiX sont structurées autour de trois axes complémentaires :

Macroéconomie Internationale, Banque et Économétrie Financière, coordonné par Cécile COUHARDE ;

Développement Durable, Environnement et Énergie, coordonné par Lionel RAGOT ;

Droit, Institutions, Réglementation et Interactions Stratégiques, coordonné par Eric LANGLAIS.

EconomiX mène ses recherches en développant des partenariats multiples et étroits avec des équipes nationales, européennes et internationales, les pouvoirs publics, le monde de l'industrie et des services et de nombreux établissements d'enseignement supérieur et de recherche.

Direction :
Valérie MIGNON, Directrice

Frédéric HAMMERER, Secrétaire général

Qu'est-ce que la capture ? Ce concept revêt-il une acception unique ? Quels sont ses dangers ? Telles sont les questions, dont l'importance est cruciale et l'actualité criante, auxquelles Laurence Scialom s'attache à répondre dans la chronique, passionnante et engagée, de cette *Lettre*. Elle montre que le concept de capture a évolué, passant d'une acception étroite à une interprétation plus large après la crise de 2007-2008. Laurence Scialom met en avant la nécessité de comprendre les différents canaux de la capture afin d'être en mesure de proposer des recommandations concrètes en termes de politique économique.

Ce quinzième numéro de la *Lettre* comprend également d'autres contributions, toutes très enrichissantes. Restant dans le domaine financier, Christophe Boucher s'intéresse aux déterminants des performances des titres sur les marchés en proposant une revue critique des travaux sur les modèles d'évaluation d'actifs. Il met en évidence une prolifération des facteurs de risque potentiels, défiant ainsi les modèles d'évaluation d'actifs usuels. Juliana Milovich, doctorante à EconomiX, expose quant à elle les principaux résultats d'un de ses chapitres de thèse centré sur l'impact de l'aide publique au développement en termes de réduction de la pauvreté. Elle souligne l'intérêt de dépasser le cadre usuel des travaux focalisés sur la croissance en se focalisant sur des mesures multidimensionnelles de la pauvreté.

Parmi les activités du laboratoire au cours de ce dernier trimestre de l'année universitaire, mentionnons la tenue de la cinquième édition de l'*International Meeting in Law and Economics* réunissant les meilleurs spécialistes internationaux du *Law and Economics* ; le colloque « Penser le capitalisme » organisé en l'honneur de Michel Aglietta qui a rassemblé un très large auditoire autour d'échanges entre économistes, universitaires, banquiers centraux, responsables de *think tanks* et autres grands patrons ; ou encore le colloque interdisciplinaire sur la défaillance d'entreprise mettant l'accent sur l'échec comme un phénomène multidimensionnel et complexe composé de différents éléments interdépendants interagissant sur plusieurs niveaux. D'autres manifestations d'envergure sont aussi à l'agenda et sont décrites dans la rubrique dédiée de cette *Lettre*.

Le dynamisme des membres d'EconomiX en matière de publication s'est naturellement poursuivi avec de nombreux travaux publiés dans les meilleures revues internationales des différents champs de recherche. La rédaction du rapport de l'unité en vue de l'évaluation prochaine par le Haut Conseil de l'Évaluation de la Recherche et de l'Enseignement Supérieur (HCERES) témoigne du renforcement de cette dynamique très positive, mettant notamment en évidence un saut qualitatif par rapport au bilan précédent puisque la très grande majorité des articles publiés le sont dans des revues dites de « rang A ». À côté de ces publications académiques *stricto sensu* et des nombreuses interventions dans les médias des membres du laboratoire, signalons aussi la parution très récente d'un travail de Dramane Coulibaly, co-écrit avec Hippolyte d'Albis et Ekrame Boubtane, dans *Science Advances* affiliée à la prestigieuse revue *Science*, et repris dans de multiples supports dont *Nature*. Les auteurs mettent en évidence que l'arrivée de demandeurs d'asile en Europe n'entraîne pas une dégradation des performances économiques et des finances publiques des pays hôtes mais, au contraire, est de nature à exercer un impact positif sur l'économie dès lors qu'une partie d'entre eux deviennent résidents permanents.

Cette *Lettre* est également l'occasion de féliciter les jeunes docteurs d'EconomiX qui ont brillamment soutenu leur thèse, ainsi que Rachidi Kotchoni pour la soutenance de son Habilitation à Diriger des Recherches. EconomiX est aussi très heureux du succès de Michael Brei, Maître de conférences au sein du laboratoire, pour sa réussite au concours 46.1 et sa nomination à l'Université de Lille I en tant que Professeur et de Sophie Bienstock, post-doctorante à EconomiX, pour sa nomination en tant que Maître de conférences à l'Université de Paris I.

Nous vous laissons à présent feuilleter les quelques pages qui suivent et profitons de la trêve estivale à venir pour vous souhaiter un très bel été et d'excellentes vacances !

Valérie MIGNON, Directrice d'EconomiX



Laurence Scialom
Professeur

Membre de l'axe « Macroéconomie Internationale, Banque et Économétrie Financière »

<https://economix.fr/fr/macro-economie-internationale-banque-et-econometrie-financiere>

L'axe de recherche MIBEF, coordonné par Cécile Couharde, est spécialisé sur différentes thématiques liées aux questions de macroéconomie et finance internationales ; d'économie monétaire, bancaire et financière ; d'histoire de la pensée et théorie économique ; et d'économétrie financière et de méthodologie économétrique. Les travaux menés au sein de l'axe portent ainsi sur les thèmes suivants :

- Macroéconomie internationale : taux de change, politiques et régimes de change ; croissance, cycles économiques et politiques économiques ; macroéconomie internationale et marchés énergétiques ; stagnation séculaire et macroéconomie de la déflation.
- Monnaie, banque et intermédiation financière : monnaie, économie bancaire et banque centrale ; risque systémique, régulations micro et macro-prudentielles ; études sociales de la finance ; intermédiation et intermédiaires financiers.
- Histoire et théorie économique : théorie et histoire de la pensée économique ; philosophie économique.
- Économétrie financière : modélisation des prix d'actifs et de la volatilité des marchés ; formation des anticipations et mesures de risque ; fonds souverains et investisseurs institutionnels ; interactions entre marchés financiers internationaux et marchés énergétiques.
- Méthodologie économétrique : économétrie des séries temporelles ; économétrie des données de panel ; économétrie non linéaire ; économétrie des processus à mémoire longue.

Chronique ^{1/6}

Dix ans après... Le nécessaire renouvellement de la théorie de la capture

Le concept de capture désigne les différents canaux par lesquels l'industrie – ici l'industrie bancaire et financière – influence le régulateur et les décideurs publics dans un sens favorisant leur intérêt – sous-entendu au détriment de l'intérêt général –. On assiste depuis quelques années à un renouvellement de l'approche économique de la capture appliquée au champ de la finance. Si la capture était traditionnellement traitée en économie dans son acception étroite, les travaux post-crise développent une interprétation large de ce concept.

La capture au sens étroit

La capture au sens étroit désigne spécifiquement les processus par lesquels l'industrie régulée manipule les autorités en charge de sa réglementation et de sa supervision. Les travaux fondateurs de Stigler (1971) initient cette approche de la capture au sens étroit. Ils suggèrent que les régulateurs sont soumis aux pressions intenses et efficaces des firmes régulées pour infléchir les réglementations et leur mise en œuvre dans un sens conforme à leurs intérêts privés. Bien que la théorie de la capture se soit historiquement développée à propos de la réglementation des « utilities » – terme qui n'a pas d'équivalent en français et qui désigne les fournisseurs de services de base essentiels type eau, gaz, électricité, ou téléphone – la banque et la finance présentent des caractéristiques qui créent un terrain propice à la capture. En effet, l'un des canaux les plus directs de la capture tient aux opportunités de carrière que l'industrie régulée offre aux régulateurs et/ou hauts fonctionnaires susceptibles d'influencer la réglementation du secteur dans un sens leur étant favorable. Ce canal ne fonctionne que si les salaires prévalant dans l'industrie sont substantiellement supérieurs à ceux de la sphère publique. De ce point de vue, la banque et la finance sont des secteurs particulièrement perméables à la capture du fait des modalités de rémunération des cadres dirigeants. Etudiant la dynamique des salaires dans la finance aux États Unis de 1909 à 2006 et en la comparant à celle observée dans le reste du secteur privé, Philippon et Reshef (2012) montrent que jusqu'au début des années 1990, à caractéristiques équivalentes de qualification et de responsabilités, les salaires dans la finance étaient en ligne avec ceux du reste de l'économie. En 2006, ils les dépassaient en moyenne de 50%, l'écart s'accroissant avec le niveau de rémunération : 80% pour le décile supérieur et 250% pour les cadres dirigeants. Certains salariés du secteur financier bénéficient donc d'une rente en termes de salaires relativement au reste de la population. Cette rente n'est pas une spécificité de l'économie américaine mais affecte nombre de pays de l'OCDE, en particulier les pays européens. Ainsi, Denk (2015) montre qu'en Europe les travailleurs du secteur financier constituent 19% des 1% de salariés les mieux rémunérés, alors que la part de ce secteur dans l'emploi total n'est que de 4%. Au Royaume Uni et au Luxembourg près d'un tiers des 1% salariés ayant les plus fortes rémunérations travaillent dans une entreprise financière. En France, alors qu'en 1980 les salaires dans la finance étaient 30% plus élevés que ceux des autres secteurs, ils l'étaient en 2008 de 60%.

Cet argument en termes de rémunérations permet également de comprendre pourquoi les ONG qui font du contre-lobbying ont du mal à faire entendre leurs arguments auprès des régulateurs. Les salaires y étant modérés, les opportunités de carrière peu attractives, les ONG ne peuvent influencer le régulateur par ce canal.

D'autres facteurs font de la banque et de la finance un terrain privilégié de déploiement des phénomènes de capture. Laffont et Tirole (1991) dressent le tableau des caractéristiques qui favorisent l'efficacité de la capture. La capture est d'autant plus susceptible d'être opérante que le groupe d'intérêt est concentré et organisé, que la réglementation est techniquement complexe, que les asymétries d'information sont fortes et que leur vérification par des *outsiders* est difficile. Toutes ces caractéristiques favorisant l'efficacité de la capture s'appliquent au premier chef à l'industrie bancaire et financière... Cette prédisposition à la capture est aggravée par le fait que le secteur bancaire est dominé dans de nombreux pays par des groupes bancaires systémiques et organisé en associations professionnelles très puissantes et très présentes dans le débat public. *A contrario*, les autres groupes d'intérêt concernés par la réglementation bancaire comme les déposants, les épargnants, les PME qui n'ont que le crédit bancaire comme source de financement externe, voire les contribuables qui *in fine* supportent les pertes du secteur bancaire sont moins bien représentés et organisés. Le jeu d'influence est totalement déséquilibré et ces autres parties prenantes ne parviennent pas à faire entendre leurs intérêts.

Le *think tank* européen *Corporate Europe Observatory* (CEO) a publié en avril 2014 un rapport – « The fire power of the Financial Lobby » – essayant de quantifier le poids des lobbys financiers à Bruxelles. Sa lecture est édifiante et interroge sur le contrôle démocratique de la finance. Les auteurs du rapport précisent dans leur étude la méthodologie employée et les obstacles à la collecte exhaustive de l'information auxquels ils ont été confrontés. L'enregistrement sur le registre de transparence des organismes agissant comme lobbyistes n'étant pas obligatoire mais volontaire, le recensement est compliqué et nécessairement incomplet. Pourtant les forces en présence sont déjà impressionnantes : la finance emploie 1700 lobbyistes et dépense plus de 120 millions d'euros par an pour peser sur le processus d'élaboration des législations financières... Les chiffres présentés dans le rapport sont, d'après les auteurs, les plus « conservateurs » et donc sous-estiment la « puissance de feu » réelle du lobby financier. Cette influence se retrouve à toutes les étapes du processus législatif (Commission, Parlement européen) mais affecte aussi les organes consultatifs officiels et autres groupes d'experts (*Derivative expert group* ou *European securities market group, etc.*), dans lesquels leur présence est tout à fait dominante voire exclusive. En octobre 2017, le CEO a publié un nouveau rapport qui met cette fois l'accent sur la composition des Comités Consultatifs de la Banque Centrale Européenne¹. La BCE a considérablement élargi ses responsabilités depuis la crise en matière de politique économique, de gestion de la crise financière et souveraine et de réglementation financière. Le sujet est donc particulièrement sensible. Le rapport pointe l'existence de 22 Comités consultatifs, ce qui représente 517 sièges parmi lesquels, à la date du rapport, 508 étaient occupés par des représentants du secteur financier privé (banques, gestionnaires d'actifs, chambres de compensation, consultants en finance, *etc.*). D'évidence ce ne sont pas les intérêts de la société au sens large qui sont représentés dans ces organes d'influence mais bien les intérêts de l'industrie. Au sein même de ces Comités, les banques systémiques européennes sont surreprésentées avec 208 sièges sur les 508 monopolisés par l'industrie de la finance. La BCE privilégie donc les acteurs du marché et se désintéresse dans la constitution des Comités de la diversité des intérêts. Le recrutement de ces Comités ne se fait que très rarement sur la base d'appels à candidature ouverts. Plus grave, le rapport montre que sur des questions très sensibles politiquement et/ou éthiquement comme la taxe sur les transactions financières ou le scandale du LIBOR, certains de ces Comités se sont transformés en véritable plateforme de lobbying.

1 Open Doors for forces of finance at the ECB, https://corporateeurope.org/sites/default/files/attachments/open_door_for_forces_of_finance_report.pdf

La capture au sens large

L'un des effets collatéraux positifs de la crise financière globale a été de stimuler les recherches sur de nouveaux canaux de la capture (Baxter 2011 ; Kwak, 2013). Ils mettent l'accent sur les interactions sociales, la formation, l'expérience professionnelle antérieure, les réseaux familiaux, sociaux et professionnels dans la constitution et la structuration d'un paradigme pro-industrie chez les régulateurs. La capture est alors pensée dans une acception plus large qui inclut des processus de capture plus diffus, plus insidieux et donc plus difficiles à mettre en évidence et à contrôler. Il s'agit de capture corrosive, intellectuelle, cognitive voire idéologique.

La « capture corrosive » pour reprendre l'expression de Carpenter et Moss (2014) intervient quand les acteurs régulés parviennent à altérer la robustesse et l'efficacité de la réglementation relativement à ce que le législateur souhaitait au nom de l'intérêt public. La formulation et la mise en œuvre de la réglementation conduisent alors à ce qu'elle soit moins contraignante et moins coûteuse pour l'industrie que ce que supposerait la défense de l'intérêt public.

A titre illustratif, les plus grosses banques calculent elles-mêmes le dénominateur (actif pondéré par les risques) de leur ratio de capital réglementaire. Cette forme d'auto-régulation ronge de l'intérieur l'efficacité de la réglementation. De nombreux travaux, dont ceux de Ouarda Merrouche, montrent que plus les banques sont grosses plus elles manipulent leur ratio de capital.

La capture intellectuelle et/ou idéologique favorise évidemment le développement d'une capture corrosive. Dans le domaine de la finance, cette capture intellectuelle a été portée par les écoles de pensée qui ont justifié et favorisé la déréglementation financière au nom d'une représentation fantasmée de la finance dérégulée.

Appréhender ainsi les phénomènes de capture dans l'acception la plus large aide à expliquer la perméabilité d'une société, de ses décideurs politiques et de la haute administration au discours porté par les grandes institutions financières et bancaires. Les mécanismes d'identification sociale sont reconnus comme ayant une influence non seulement sur le régime de supervision et de régulation mais également sur la vision parfois déformée – fantasmée – de ce que fait réellement l'industrie et de son apport à la société.

Le nouveau management public a créé les conditions permissives d'une capture au sens large. Le nouveau management public prône la supériorité des modes de gestion privée et leur exportation dans des sphères jusque-là protégées d'une transposition trop directe de pratiques issues du privé : les hôpitaux, la recherche, les grands travaux (partenariats publics-privés). Il a sous-tendu la multiplication des agences indépendantes en lieu et place des directions administratives. Il a légitimé et favorisé le recours systématique à des conseils privés sur les affaires publiques - y compris en matière de réglementation. Ainsi, les anciennes puissantes Directions administratives du Ministère de l'Economie et des Finances ont cédé une part importante de leurs pouvoirs à des autorités sectorielles et/ou spécialisées comme la Commission de la Régulation de l'Energie (CRE), l'Autorité de Régulation des Communications Electroniques et des Postes (ARCEP), l'Autorité de la Concurrence. Ce fut le cas dans le domaine de la finance avec l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ou l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR). Ces agences d'encadrement public des marchés se sont vues déléguer d'importants pouvoirs d'ordre public de régulation et supervision, d'agrément, d'enquêtes et de sanctions. Dans cette nouvelle conception de l'Etat, celui-ci est donc moins le garant du fonctionnement d'un espace économique et financier public dissocié du marché que le régulateur des conditions de fonctionnement des marchés privés. L'interventionnisme et l'activisme étatique prend désormais la forme du « façonneur » des marchés privés *via* les autorisations (de mises sur le marché pour les produits et de licences pour les acteurs), les sanctions (abus de position dominante, atteinte à l'intégrité des marchés, pratiques irrespectueuses des conditions d'activité associées à l'agrément...) et les règles prudentielles pour contrer les défaillances de marché et autres externalités négatives.

Le monde de la banque et de la finance a rapidement compris que sa profitabilité ne résidait pas uniquement dans la maîtrise de son cœur de métier mais aussi et peut être bien davantage dans sa capacité à peser sur le

règlementaire de son activité façonné par une puissance publique à l'écoute de ses intérêts. Dans cet espace de circulation des élites de la haute administration et des décideurs privés, tous maîtrisent les arcanes de la réglementation publique nationale et internationale. L'influence sur la conception des réglementations se fait en amont *via* différents canaux : les réponses convergentes à des consultations de la Commission ou d'agences de régulation, le lobbying auprès des parlementaires, le « noyautage » de Comités d'experts techniques, la rédaction d'amendements et de projets de lois clef en main, *etc.*

Les portes tournantes

La pratique des portes tournantes – alternance – entre les positions de haute responsabilité dans la banque et dans la haute administration et/ou les cabinets ministériels est légitimée par le nouveau management public et très ancrée en France mais également à Bruxelles.

Le cas le plus emblématique est évidemment celui de l'ancien Président de la Commission Européenne M. Barroso (2004-2014). Son recrutement par Goldman Sachs – annoncé le 8 juillet 2016 – au poste de conseiller et président non exécutif de Goldman Sachs International, le groupe qui gère les opérations britanniques et européennes de la banque, a suscité une vague d'indignation. Son embauche, qui intervient au moment où la banque doit se préparer au Brexit et où des négociations se nouent avec l'Union européenne, notamment sur le sujet du « passeport européen » si crucial pour les établissements financiers, ne laisse guère de doute sur ses motivations. Ce qui est « acheté » par les banques systémiques qui débauchent régulateurs et hauts fonctionnaires, c'est une expérience des rouages de la haute administration, de l'écriture de la loi et de la production de règles administratives. C'est l'entregent, le carnet d'adresses de ces transfuges issus de la haute sphère administrative et politique, leur capacité à court-circuiter les strates hiérarchiques et à établir un contact direct avec les décideurs publics.

L'identification au secteur régulé favorisé par les portes tournantes influe sur l'attitude plus ou moins conciliante et bienveillante vis-à-vis du secteur bancaire. Ce risque d'identification sociale bien connu en psychologie sociale a été étayé empiriquement dans deux études récentes. La première recherche a été menée par des chercheurs de la banque centrale des Pays Bas. Veltrop et de Haan (2014) ancrent leur étude dans la théorie de l'identité sociale, ce qui se justifie par le fait que le secteur de la finance se caractérise par des normes sociales fortes. Contrairement aux approches traditionnelles de la capture qui se focalisent sur la capacité du secteur financier à directement influencer les politiques et les hauts fonctionnaires *via* des contributions financières à des campagnes électorales, le lobbying et des opportunités de carrière, Veltrop et de Haan (2014) mettent en évidence des canaux plus subtils de capture. Ceux-ci passent par l'internalisation par les superviseurs et régulateurs des objectifs, normes et valeurs du secteur financier à travers des processus d'identification sociale. Leurs résultats démontrent que les superviseurs ayant eu antérieurement des fonctions et/ou un mandat dans le secteur financier sont prédisposés à une plus grande identification sociale avec le secteur financier. De plus, celle-ci affecte négativement leurs performances en tant que superviseur. De ce point de vue, cette étude est l'une des premières qui montre sur la base d'une étude scientifique les effets pernicioeux des « revolving doors ». Ils montrent également que cet effet négatif de l'identification sociale peut être limité, contrebalancé par une identité professionnelle forte du superviseur. Une seconde étude menée par Mishra et Reshef (2017) produit des résultats convergents avec celle de Veltrop et de Haan. Elle met en exergue la capture cognitive qui affecte les banquiers centraux. Mishra et Reshef analysent les CV des gouverneurs de Banque Centrale au niveau mondial entre 1970 et 2011 et les mettent en relation avec des données concernant la régulation financière. Plusieurs résultats intéressants méritent d'être soulignés. La proportion des gouverneurs ayant une expérience professionnelle dans la finance s'accroît passant de 10% en 1980 à 30% en 2010. Si cette expérience est suffisamment longue (au-delà de 5 à 6 ans) elle a un impact fort. Le banquier devenu banquier central dérègle trois fois plus que le banquier central sans expérience dans la finance... Au contraire, une expérience professionnelle à la Banque des Règlements Internationaux ou aux Nations Unies ralentit la dérèglementation.

Cette approche plus englobante des phénomènes de capture suggère l'existence de biais psychologiques. Des mécanismes apparentés à ceux qui, dans le domaine du sport, expliquent l'avantage qu'il y a à jouer à domicile. Cet avantage à jouer sur son terrain a été étudié et semble s'expliquer par l'effet psychologique de la foule sur les juges et les arbitres. Caprio (2013) défend l'idée que les mêmes forces sont à l'œuvre dans le « jeu de la régulation du secteur financier ». Elles se sont accentuées dans la période pré-crise car les réunions et conférences téléphoniques entre superviseurs et banques ont explosé alors que les réunions sur des sujets de réglementation ouverte au public sont réduites à peau de chagrin. Cette disproportion dans les relations que les parties prenantes entretiennent avec le régulateur conforte le biais « avantage à jouer à domicile ». Ce biais psychologique explique pourquoi des régulateurs en apparence honnêtes et bien intentionnés favorisent les intérêts de l'industrie au détriment de l'intérêt de la collectivité qu'ils doivent défendre tout en croyant sincèrement que leurs décisions ne sont pas biaisées. Dans le domaine du sport, l'arbitrage vidéo a permis de très fortement réduire ce pouvoir d'influence de la foule sur les arbitres...

La réaction d'Alan Greenspan – ancien Président du Conseil des gouverneurs de la Fed de 1987 à 2006 – au moment du scandale du LIBOR en dit long sur l'intensité de ce biais psychologique : « Au cours de mon expérience, je n'ai jamais envisagé qu'il y avait des banquiers qui pouvaient sciemment déformer les informations fournies aux autorités bancaires »¹. Une telle naïveté si elle n'est pas feinte laisse songeur...

Ce phénomène de capture n'est évidemment pas spécifique à la finance mais les conséquences peuvent en être plus graves que dans des secteurs non financiers². Cette spécificité tient à ce que les dysfonctionnements de la banque et de la finance induits par une mauvaise régulation publique peuvent avoir des incidences systémiques majeures et affecter l'ensemble de l'économie bien au-delà de la sphère financière. Pire, la globalisation de la finance a pour conséquence qu'une mauvaise régulation publique dans un pays peut affecter massivement d'autres pays. Si les intermédiaires financiers et les marchés du pays mal régulés irriguent la finance mondiale, des effets de déversement sur les autres pays peuvent se produire en cas d'accident financier majeur. De ce point de vue, le parallèle avec l'industrie nucléaire et l'industrie chimique est justifié : le nuage de Tchernobyl ne s'est pas arrêté à la frontière...

Conclusion

Le décryptage des canaux de la capture dans toutes leurs dimensions et dans la complexité de leurs interactions est essentiel non seulement pour concevoir des politiques micro- et macro-prudentielles qui protègent mieux la société des dérives de la finance mais également pour répondre à la défiance citoyenne à l'égard de la finance alimentée par les scandales financiers à répétition. Seule une compréhension fine des ressorts de la capture permettra d'imaginer les solutions « policy » susceptibles de desserrer l'étau de la capture. Ce thème de recherche aux incidences sociétales majeures mériterait d'être davantage investi par les économistes.

Bibliographie indicative

- Baxter L.G. (2011), Capture in financial regulation: can we channel it toward the common good?, *Cornell Journal of Law and Public Policy* 21(1).
- Becker (1983), Theory of competition among pressure groups for political influence, *Quarterly Journal of Economics* 98(3).
- Caprio G. (2013), Regulatory Capture: why it occurs, how to minimize it, North Carolina Banking Institute, Vol. 18.
- Carpenter D. and Moss D (Edited by) (2014), Preventing regulatory capture - special interest influence and how to limit it, Cambridge University Press.

1 Rapporté dans l'article de Caprio (2013).

2 La capture des régulateurs dans des secteurs non financiers, comme le nucléaire ou l'industrie chimique, peut néanmoins également avoir des conséquences systémiques majeures en termes de santé publique et/ou de risque d'accident à incidence systémique.

- Corporate Europe Observatory (2014), The fire power of the Financial Lobby, April.
- Cour des comptes, *Dexia, un sinistre coûteux, des risques persistants*, juillet 2013
<http://www.ccomptes.fr/Publications/Publications/Dexia-un-sinistre-couteux-des-risques-persistants>
- Dal Bo E. (2006), Regulatory capture: A review, *Oxford Review of Economic Policy* 22(2).
- Denk (2015), Financial sector pay and labour income inequality: evidence from Europe, OECD Economic department working paper N°1225.
- Hardy D. (2006), Regulatory Capture in Banking, IMF Working Paper, WP/06/34, January.
- Harnay S. and Scialom L. (2015), The influence of economic approaches to regulation on banking regulations: a short history of banking regulation, *Cambridge Journal of Economics*.
- Kwak J. (2013), Cultural capture and financial crisis, in D. Carpenter and D. Moss (eds), *Preventing Regulatory Capture*, Cambridge University Press.
- Laffont, J-J. and Tirole J. (1991), The Politics of Government Decision-Making: Theory of Regulatory Capture, *Quarterly Journal of Economics*, 1089-1127.
- Mariathanan M. and Merrouche O. (2014), The manipulation of Basel risk weights, *Journal of Financial Intermediation* 23(3).
- Mishra P. and Reshef A. (2017), How do central bank governors matters? Regulation and the financial sector, March 10, Paris School of Economics.
- Moret Bailly J. , Ruiz Fabri H. and Scialom L. (2017), *Conflits d'intérêt : nouvelle frontière de la démocratie*, Rapport Terra Nova,
<http://tnova.fr/rapports/les-conflits-d-interets-nouvelle-frontiere-de-la-democratie>
- Moskowitz T. and Wertheim J. (2011), *Scorecasting: the hidden influences behind how sports are played and games are won*, Three Rivers Press.
- Peltzman S. (1976), Toward a more general theory of regulation, *Journal of Law and Economics* 19(2).
- Philippon T. and Reshef A. (2012), Wages and human capital in the US financial industry: 1909-2006, *Quarterly Journal of Economics*, November.
- Reshef A. (2017), A quoi tient la progression des salaires dans la finance ?, 18 avril,
http://www.cepii.fr/EIC/pages/post.asp?post_id=17
- Stigler G. (1971), The Economic Theory of Regulation, *Bell Journal of Economics and Management* 2.
- Vauchez A. (2017), *Sphère publique, intérêts privés. Enquête sur un grand brouillage*, Presses de Science Po.
- Veltrop D. and de Haan J. (2014), I just cannot get you out of my head: regulatory capture of the financial sector supervisors, DNB working Paper, n° 410, January.

Michel Aglietta, penseur du capitalisme et de ses crises

« Penser le capitalisme avec Michel Aglietta », un colloque co-organisé par EconomiX à la Banque de France, a réuni le 29 mai 2018 un aéropage d'intellectuels, économistes universitaires, banquiers centraux, responsables de *think tanks*, et autres grands patrons autour des travaux de cet économiste singulier.

Cette capacité à réunir autour de son nom des personnalités si différentes et à les faire dialoguer sur des sujets aussi cruciaux pour notre avenir commun que l'instabilité de la finance, la transition écologique ou l'avenir de l'Europe témoigne à elle seule de sa singularité dans le monde des économistes. Polytechnicien ayant commencé sa carrière à l'INSEE, Michel Aglietta est avec Robert Boyer le père de l'Ecole de la Régulation qui propose une macroéconomie institutionnelle et historique. Les travaux de Marx, Keynes, Polanyi, Schumpeter, Minsky mais aussi de Braudel, Simmel et René Girard irriguent ce courant de pensée institutionnaliste qui s'intéresse au capitalisme, à sa genèse, à ses mutations et aux institutions qui le sous-tendent que ce soit en Europe, aux Etats-Unis ou en Chine.

Les outils proposés par l'Ecole de la Régulation permettent de disposer d'un canevas théorique fondé sur les interactions institutionnelles, leurs cohérences et contradictions. Cette façon d'aborder le système économique est aux antipodes des canons actuels des sciences économiques. Pour autant, elle constitue un socle fécond et pertinent pour comprendre la diversité des trajectoires nationales, mais aussi tenter d'agir sur ses structures. Les crises du capitalisme sont un objet central de ce programme de recherche « régulationniste ». Capitalisme, crise, voilà bien des « objets » étrangers au cœur de la science économique qui reste arcbutée sur le concept d'équilibre. Si Michel Aglietta a à nous dire sur notre monde et ses mutations structurelles c'est non seulement parce qu'il se donne comme objet de recherche la crise sous toutes ses formes (monétaire, financière, sociale et écologique) en ce qu'elle nous révèle les logiques et rapports de forces cachés qui sous-tendent la dynamique de nos économies, mais également par son rapport aux sciences sociales. Les sciences politiques, l'histoire, la sociologie, l'anthropologie et la philosophie ne sont pas « mobilisées » comme des disciplines vassales de l'économie, leurs fertilisations croisées alimentent la réflexion et la compréhension du monde.

Cette démarche pluridisciplinaire a produit des résultats particulièrement innovants dans la compréhension de la nature profonde de la monnaie, institution primordiale du capitalisme pourtant impensée par la théorie néoclassique. Alors que cette dernière part des individus qu'elle dote d'un principe de rationalité et, ce faisant, ne pose pas la question de ce qui fait société, Michel Aglietta fait le chemin inverse. C'est en posant la société comme première que la relation de l'individuel au collectif devient fondamentale, que la monnaie est alors pensée comme une sorte de langage et que le système de paiement se dévoile comme un dispositif de coordination.

Cette conception de la monnaie permet à Michel Aglietta de poser un diagnostic éclairant sur la crise de la zone euro : la monnaie européenne est incomplète, elle est commune aux agents économiques dans les échanges marchands, mais elle est étrangère aux États. La relation essentielle de la monnaie au souverain a été occultée dans la construction monétaire européenne. Là est le talon d'Achille de l'Union monétaire mais également de la démocratie européenne, toutes deux étant les deux faces d'une même monnaie... Une démocratie est une puissance publique dotée d'un budget démocratiquement discuté et voté. Il n'y a pas de société, de communauté politique sans production de biens publics communs. L'euro ne sera une monnaie complète et l'Europe une démocratie que lorsque le principe d'interdiction de mutualisation des dettes aura été dépassé. Ce lien indissociable entre monnaie, puissance publique et démocratie mis en exergue dans

Evénements 2/7

l'un des derniers ouvrages de Michel Aglietta co-écrit avec le politiste N. Leron souligne une fois de plus la singularité de cet économiste chercheur en sciences sociales.

Ainsi, Michel Aglietta a compris bien avant d'autres que les barrières disciplinaires sont un obstacle au décryptage de la complexité du monde et à la recherche de solutions innovantes. Cette capacité à produire des travaux théoriques et conceptuels fondamentaux, comme ceux sur la théorie de la monnaie, tout en proposant sans relâche un diagnostic sur les pathologies de notre système économique ainsi que des options concrètes de politique économique pour les contrer est exceptionnelle.

Cette pensée hors du cadre normé de sa discipline d'origine, cette démarche intellectuelle si singulière ont permis à Michel Aglietta d'être un visionnaire ou précurseur dans nombre de champs. Ainsi pointa-t-il les effets pervers de l'hyper-financiarisation sur la stabilité financière et sur la gouvernance des entreprises bien avant la crise et la manifestation patente de ceux-ci. Son décryptage des ressorts des crises de liquidité récurrentes au niveau mondial depuis la fin des années 1980 et du rôle des innovations financières sur celles-ci nous donnait bien avant la crise financière globale de 2007 - 2008 toutes les clefs de compréhension de cette dernière. Son analyse du risque de système dès le début des années 1990 le conduisit très tôt à préconiser la création d'un conseil européen du risque systémique. Celui-ci fut finalement créé en 2010... Nous pourrions multiplier à l'envi les domaines dans lesquels Michel Aglietta eut raison avant l'heure.

Michel Aglietta a consacré beaucoup d'énergie dans la période la plus récente à travailler sur la transition écologique vers une économie bas carbone et les modalités de son financement. Gageons que ses travaux et propositions concrètes ne tarderont pas trop à être entendues et relayées politiquement. Il en va de notre avenir commun.

Le programme détaillé du colloque co-organisé par EconomiX, la Banque de France, le CEPII, l'OFCE, l'Institut CDC pour la Recherche figure à l'adresse suivante :

<https://economix.fr/fr/colloques-et-workshops/penser-le-capitalisme-avec-michel-aglietta>

Laurence Scialom

Colloques et workshops

5th International Meeting in Law and Economics

12-13 avril 2018

Les 12 et 13 avril 2018, l'axe DIRIS (Droit, Institutions, Règlementation et Interactions Stratégiques) du laboratoire EconomiX, le Centre d'Economie du Droit (Paris 2 Panthéon-Assas), le Laboratoire d'Economie Dionysien (Paris 8 Vincennes-St Denis), le laboratoire ERUDITE (Paris Est-Créteil) et le Centre d'Economie de l'Université Paris-Nord ont organisé conjointement la cinquième édition de l'*International Meeting in Law and Economics*, qui s'est déroulé dans les locaux de l'Hôtel de Lauzun sur l'Île Saint-Louis à Paris. Sept sessions étaient programmées autour de thématiques variées (Compliance and Standards ; Law Enforcement and Crime ; Institutions and Markets ; Fee Shifting and Litigations ; Economics of Competition Law ; Markets, Innovations, and the Law ; Law, Finance, and Entrepreneurship), avec la participation de : Urs SCHWEIZER (University of Bonn), Shahar DILLBARY (University of Alabama School of Law), Ronen AVRAHAM (University of Texas School of Law), Tim FRIEHE (University Philipps Marburg), Gerd MUEHLHEUSSER (University of Hamburg), Stéphane MECHOULAN (Dalhousie University), Maria PERROTTA BERLIN (Stockholm Institute of Transition Economics & Stockholm School of Economics), James SPINDLER (University of Texas School of Law), Daniel CHEN (IAST Toulouse and Harvard Law School), Giovanni RAMELLO (University of Eastern Piedmont), Frank FAGAN (EDHEC Business School), Yu-Cheong, YEUNG (University Paris Dauphine), Andreas ENGERT (University of Mannheim), Régis BLAZY (LARGE University of Strasbourg), John GOLDEN (The University of Texas at Austin), Gaétan de RASSENFOSSE (Ecole Polytechnique de Lausanne) et Laurie CIARAMELLA (Max Planck Institute for Innovation and Competition).

Ce rendez-vous régulier en Ile-de-France avec les meilleurs spécialistes internationaux du *Law and Economics*, favorise les interactions entre chercheurs français et étrangers sur ces thématiques, et contribue à faire émerger de nouvelles collaborations.

Le programme détaillé du colloque est disponible sur le site d'EconomiX à l'adresse :

<https://economix.fr/fr/colloques-et-workshops/5th-international-meeting-in-law-economics>

Agenda

19 septembre 2018

Econometric Theory and Time Series Analysis

EconomiX, avec les soutiens du CNRS à travers le Défi InFiniTi et de l'Institut d'Etudes Avancées de Paris, organise la première édition du workshop Econometric Theory and Time Series Analysis. Cet événement regroupe économistes et mathématiciens autour de la modélisation des séries temporelles en économie avec un accent mis sur les séries financières et assurantielles. Cette conférence se déroulera à l'Hôtel de Lauzun, 17 quai d'Anjou, à Paris le 19 septembre 2018.

Les informations sont disponibles sur le site de la conférence : <https://ettsa.sciencesconf.org>

20 septembre 2018

Table ronde de macro-finance contemporaine

Cette nouvelle édition des tables rondes de la macro-finance contemporaine organisées à chaque rentrée universitaire par Laurence Scialom sur le campus de l'université Paris Nanterre se déroulera le 20 septembre 2018. Elles seront centrées sur les thématiques suivantes : (1) Bons et mauvais usages des mathématiques en finance. (2) Dix ans après, l'enseignement de la finance a-t-il changé ?

Le programme est disponible sur le site d'EconomiX à l'adresse :

<https://economix.fr/fr/colloques-et-workshops>

7 novembre 2018

17ème Journée d'Économétrie : Développements récents de l'économétrie appliquée à la finance

Cette 17e journée d'économétrie organisée à l'université Paris Nanterre a pour objet de permettre à des chercheurs de présenter des travaux de recherche théoriques et/ou appliqués en économétrie de la finance. L'accent sera mis sur l'utilisation des techniques économétriques les plus récentes. Les propositions de communications sont à transmettre avant le 15 septembre 2018 à : valerie.mignon@parisnanterre.fr.

Les informations sur le colloque sont disponibles sur le site d'EconomiX à l'adresse :

<https://economix.fr/fr/colloques-et-workshops/17eme-journee-deconometrie-developpements-recents-de-leconometrie-appliquee-a-la-finance>

29 et 30 novembre 2018

Strategic Interactions and General Equilibrium IX: Theories and Applications

La neuvième édition de ce workshop organisé les 29 et 30 novembre 2018 à l'université Paris Nanterre a pour objet de permettre à des chercheurs de présenter leurs travaux les plus récents sur les interactions stratégiques et la concurrence imparfaite dans une perspective d'équilibre général. Les propositions de communication des jeunes chercheurs sont encouragées.

Les propositions de communication (texte intégral format Pdf) doivent être parvenues avant le 1er septembre 2018 (notification le 15 septembre) par mail à : ludovic.julien@parisnanterre.fr

Professeurs invités



Giovanni Battista Ramello

Professeur - Université du Piémont Oriental (Italie)

Giovanni Battista Ramello, Professeur à l'Université du Piémont Oriental, a effectué un séjour à EconomiX du 10 avril au 10 mai 2018. Il entretient des relations soutenues avec des membres du laboratoire EconomiX grâce à ses collaborations avec des chercheurs de l'axe DIRIS (Alessandro Melcarne, Eric Langlais) dans le cadre de projets de recherche. Giovanni Battista Ramello a participé au workshop sur la défaillance d'entreprise organisé en juin 2016 par Nadine Levratto et au workshop international «Economics Analysis of Litigation» qui s'est tenu les 22 et 23 juin 2017. Ce nouveau séjour de Giovanni Ramello a permis de finaliser les travaux de recherche sur les cours internationales de justice et les droits de l'homme, ainsi que des partenariats pédagogiques européens (conventions de master et de niveau doctoral en cours de signature). De plus, sa présence a permis d'oeuvrer à la préparation d'une réponse à l'appel « Ecole Thématique» du CNRS pour l'année 2018. Il a assuré une séance du séminaire LIEN et a participé au International Meeting in Law and Economics organisé par EconomiX les 12-13 avril 2018. Enfin, des entretiens individuels ont été organisés avec les doctorants d'EconomiX.



Désiré Avom

Professeur - Université de Dschang (Cameroun)

Désiré Avom, Professeur de Sciences Economiques à l'Université de Dschang (Cameroun), a effectué un séjour à EconomiX en mai 2018. Ses recherches portent sur les problématiques liées à l'économie du développement et à l'intégration économique, monétaire et financière. Ses travaux s'inscrivent dans les thématiques du laboratoire EconomiX et, plus particulièrement, de son axe de recherche Macroéconomie Internationale, Banque et Econométrie Financière. Désiré Avom collabore avec plusieurs membres d'EconomiX et a également participé à des jurys de soutenance de thèse à l'Université Paris Nanterre. Au cours de son séjour, il a conduit des échanges avec les doctorants et les chercheurs du laboratoire pour faciliter la coopération Nord-Sud entre nos deux universités et a dispensé un séminaire de recherche sur l'intégration économique et monétaire de la zone Franc CFA. Sa venue a aussi été l'occasion de finaliser les travaux déjà engagés avec les membres d'EconomiX.



David Doloreux

Professeur - HEC Montréal

David Doloreux, Professeur à HEC Montréal, a effectué un séjour à EconomiX durant le mois de mai dernier. Il a assuré deux séminaires, en partenariat avec l'Ecole Doctorale EOS, programmés les lundi 14 et mercredi 16 mai. Le premier séminaire a porté sur l'analyse des déterminants des stratégies d'innovation des entreprises. A partir d'une revue de la littérature et de la présentation des résultats de travaux empiriques réalisés sur un échantillon d'entreprises québécoises, le séminaire a permis de guider les étudiants dans leurs recherches sur les comportements des entreprises engagées dans des projets innovants. Le second séminaire a porté plus spécifiquement sur la place et la contribution des services à forte intensité en capital aux systèmes nationaux et locaux d'innovation. Les relations entre industrie et services, d'une part, et l'interfaçage par les pôles de compétitivité et autres SRI, d'autre part, rendent compte du caractère situé des projets innovants. En matière de recherche, il a interagi avec les collègues travaillant sur la thématique « Entreprises et Territoires » du laboratoire.

Professeurs invités



Claudio Lucifora

Professeur - Université Cattolica del Milano

Claudio Lucifora, Professeur d'économie à l'Université Cattolica del Milano en Italie, a effectué un séjour à EconomiX du 11 mai au 10 juin 2018. Ses domaines de recherche s'inscrivent dans les thèmes développés au sein d'EconomiX, notamment l'axe DDEE, et concernent l'économie du travail, l'économie de l'éducation et l'économie de la santé. Sa venue fut bénéfique tant au niveau des enseignements, puisqu'il est intervenu auprès de nos étudiants de master, qu'au niveau de la recherche en permettant des interactions avec nos jeunes collègues et doctorants.

Par ailleurs, Claudio Lucifora participe actuellement à un projet avec Elena Vilar, doctorante, et Dominique Meurs, professeur à l'Université Paris Nanterre, mesurant l'impact des maternités sur les carrières dans le cadre d'une convention de recherche entre EDF et EconomiX. Sa venue a été l'occasion de finaliser la rédaction de l'article de recherche tiré de ce travail, qui a déjà fait l'objet de présentations dans des colloques internationaux d'économie du travail. Compte tenu de ses compétences scientifiques, Claudio Lucifora a assuré un cours en formation doctorale (micro-économétrie appliquée au marché du travail), ainsi qu'un accompagnement pédagogique aux doctorants d'EconomiX et aux étudiants du Master SES (M1 et M2).



Paige Marta Skiba

Professeur - Vanderbilt Law University, Tennessee, Etats Unis

Paige Marta Skiba, Professeur à la Vanderbilt Law University (Tennessee – Etats Unis), a effectué un séjour à EconomiX du 25 mai au 24 juin 2018. Cette visite a permis de finaliser des travaux de recherche en cours au sein de l'axe DIRIS, notamment ceux avec Alessandro Melcarne portant sur les défaillances d'entreprises en Italie. Parallèlement au projet scientifique développé, Paige Marta Skiba a présenté un article lors de la séance du séminaire LIEN du lundi 28 mai et a assuré également des entretiens individuels avec les doctorants du laboratoire.



Murat Mungan

Professeur associé - Antonin Scalia Law School de George Mason University (Fairfax, Virginie, USA)

Murat Mungan, Professeur Associé à la Antonin Scalia Law School de George Mason University (Fairfax, Virginie, USA), a effectué un séjour à EconomiX durant le mois de juin 2018. Etant déjà intervenu dans le cadre du séminaire LIEN en 2017, il entretient des liens avec les membres de l'axe « Droit, Institutions, Réglementation et Interactions Stratégiques » et, plus particulièrement, avec Eric Langlais au travers d'échanges scientifiques depuis plusieurs années. Spécialiste reconnu en économie du droit, ainsi qu'en économie du risque, ses travaux portent principalement sur la criminalité et le *law enforcement*, la responsabilité civile et l'économie des droits de propriété. Le projet scientifique qui fait plus spécifiquement l'objet de l'invitation de Murat Mungan s'inscrit dans la thématique de l'économie du secteur informel et de la criminalité. Problématique au coeur du projet scientifique de l'axe DIRIS, il s'agit d'analyser dans une perspective historique et comparative les mécanismes de sanctions collectives (dits « Frankpledge ») qui ont pu être en vigueur au début du 12ème siècle. Outre une nouvelle intervention lors du séminaire LIEN, Murat Mungan a rencontré les doctorants lors d'entretiens et a animé une conférence sous l'égide du Collège Doctoral, en partenariat avec l'Ecole Doctorale « Economie, Organisations, Société ».

Professeurs invités



Charbel Bassil

Professeur associé - Notre Dame University (Liban)

Charbel Bassil, *Associate Professor* à Notre Dame University (Liban) a effectué un séjour à EconomiX du 4 au 30 juin 2018. Ses recherches s'inscrivent dans les champs de l'économétrie appliquée, l'économie politique du terrorisme et les liens entre finance et croissance économique. Dans le cadre d'une collaboration scientifique avec Eliane El Badaoui, il travaille sur l'analyse des déterminants du capital social et son rôle dans le développement économique. Parallèlement à cette recherche, il a assuré une séance du séminaire LIEN et il a dispensé, dans le cadre de la formation doctorale proposée par le laboratoire, un cours intitulé « Political Economy of Terrorism and Criminality ». Des entretiens individuels ont été également organisés avec les doctorants d'EconomiX.



Davide Romelli

Maître de conférences - Trinity College de Dublin

Davide Romelli, Maître de conférences en économie au Trinity College de Dublin, a effectué un séjour à EconomiX du 11 juin au 10 juillet. Ses travaux de recherche portent sur l'économie politique des banques centrales et leur processus de prise de décision. Ses domaines de spécialisation s'inscrivent dans les thématiques de l'axe de recherche Macroéconomie Internationale, Banque et Econométrie Financière (MI-BEF) du laboratoire EconomiX, ainsi que dans les enseignements de Macroéconomie internationale avancée dispensés au sein du Master 2 Economie Internationale, Politiques Macroéconomiques et Conjoncture (EIPMC) du département d'économie de l'Université Paris Nanterre. Davide Romelli a animé un séminaire à destination des étudiants de Master et des doctorants du laboratoire EconomiX sur le thème des banques centrales. Son séjour a également été l'occasion de débiter un projet de recherche portant sur le mode de fonctionnement de la Réserve Fédérale Américaine en collaboration avec des chercheurs d'EconomiX.

A découvrir ^{1/9}



Christophe Boucher
Professeur

Membre de l'axe « Macroéconomie Internationale, Banque et Économétrie Financière »

<https://economix.fr/fr/macro-economie-internationale-banque-et-econometrie-financiere>

L'axe de recherche MIBEF, coordonné par Cécile Couharde, est spécialisé sur différentes thématiques liées aux questions de macroéconomie et finance internationales ; d'économie monétaire, bancaire et financière ; d'histoire de la pensée et théorie économique ; et d'économétrie financière et de méthodologie économétrique. Les travaux menés au sein de l'axe portent ainsi sur les thèmes suivants :

- Macroéconomie internationale : taux de change, politiques et régimes de change ; croissance, cycles économiques et politiques économiques ; macroéconomie internationale et marchés énergétiques ; stagnation séculaire et macroéconomie de la déflation.

- Monnaie, banque et intermédiation financière : monnaie, économie bancaire et banque centrale ; risque systémique, régulations micro et macro-prudentielles ; études sociales de la finance ; intermédiation et intermédiaires financiers.

- Histoire et théorie économique : théorie et histoire de la pensée économique ; philosophie économique.

- Économétrie financière : modélisation des prix d'actifs et de la volatilité des marchés ; formation des anticipations et mesures de risque ; fonds souverains et investisseurs institutionnels ; interactions entre marchés financiers internationaux et marchés énergétiques.

- Méthodologie économétrique : économétrie des séries temporelles ; économétrie des données de panel ; économétrie non linéaire ; économétrie des processus à mémoire longue.

Les défis des modèles d'évaluation des actifs

Les économistes tentent depuis plusieurs décennies de comprendre ce qui gouverne la rentabilité espérée des entreprises sur les marchés financiers. Dès les années 1960, à partir des travaux de Markowitz développés quelques années plus tôt, Sharpe, Lintner et Mossin proposent le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) qui servira de socle à la théorie financière moderne. Selon ce modèle, la rentabilité espérée d'équilibre d'un titre s'explique par un seul facteur (la prime de risque de marché) avec une sensibilité propre à chaque entreprise (le beta). Depuis, le MEDAF a connu de nombreuses applications, a été soumis à d'innombrables tests empiriques sur l'ensemble des marchés financiers, et reste à ce jour un modèle incontournable malgré des attaques continues, de nature tant théorique qu'empirique.

De la « mort du CAPM » au « zoo » des facteurs

Dès les années 1970, plusieurs anomalies empiriques sont mises en évidence poussant certains chercheurs à s'interroger sur la validité de ce modèle à un seul facteur. À partir des années 1990, les travaux empiriques commencent à mettre en avant, outre le beta de marché, l'existence d'autres sources systématiques de rémunération sur le marché des actions (par exemple, Fama et French, 1992). Certains de ces facteurs ou primes de risque dépendent de la taille des titres, du niveau de leur valorisation, de leur performance récente.

Depuis, on assiste à une prolifération des facteurs de risque. John Cochrane, ancien président de l'Association Américaine de Finance, a ainsi fait référence en 2011 à un « zoo de facteurs » pour caractériser cette prolifération. La plupart de ces nouveaux facteurs ont été mis en évidence de manière statistique avec le risque de détecter des facteurs qui ont fonctionné dans le passé sur certains échantillons mais qui ne sont pas réellement systématiques sur plus longue période. Cette pratique de « chasse à la p-value » (ou *data snooping*) qui consiste pour de nombreux chercheurs à mettre en évidence la significativité d'un nouveau facteur sur les mêmes échantillons (compte tenu de la prime académique associée à la découverte d'un nouveau facteur) a finalement abouti à dénombrier plusieurs centaines de facteurs potentiels à la fin des années 2000.

L'exploitation du zoo par l'industrie de la gestion d'actifs : l'investissement factoriel

Parallèlement à l'hyperinflation du nombre de facteurs potentiels, l'industrie de la gestion d'actifs a commencé à commercialiser des produits permettant de répliquer ces facteurs de risques individuels ou des portefeuilles s'exposant à ces facteurs. Les dernières générations de produits visent ensuite à combiner plusieurs facteurs au sein d'un même portefeuille en cherchant à améliorer le couple rendement-risque à travers, en particulier, une diversification plus efficace.

Les défis des modèles d'évaluation des actifs

Depuis le milieu des années 1990, l'investissement factoriel a connu une croissance spectaculaire. Fin 2017, ce type de gestion représentait en moyenne environ 10% des actifs gérés et l'industrie projette un quasi doublement dans les 5 ans (Invesco Global Factor Investing Study 2017). Ces gestions qui reposent sur des heuristiques d'investissement relativement simples ont l'avantage d'être bon marché pour l'investisseur final et de présenter des performances globalement en ligne avec le reste du marché. Au niveau systémique, leur développement est néanmoins susceptible d'entraîner davantage de volatilité et de risques de liquidité (Cong et Xu, 2017).

En 2009, le fonds souverain norvégien a mandaté Andrew Ang de l'Université Columbia, William Goetzmann de Yale et Stephen Schaefer de la London Business School pour analyser la performance de sa gestion financière. Leur rapport a montré que la quasi intégralité de la rentabilité du portefeuille du fonds souverain s'expliquait par des expositions factorielles plutôt que par la gestion active des gérants.

Malgré son succès, l'investissement factoriel connaît plusieurs limites. D'abord les facteurs mis en évidence au niveau académique sont généralement des portefeuilles de type long-short (par exemple, long en titres décotés et short de titres chers). Or, les produits commercialisés sont essentiellement des portefeuilles longs qui embarquent dès lors une importante composante marché (le premier facteur du MEDAF). Dans sa version industrielle, l'investissement factoriel n'est donc pas si dé-corrélat. Par ailleurs, le risque de spécification et d'estimation des facteurs de risque reste important. Il existe parfois plus de différences entre deux portefeuilles qui répliquent le même facteur (car les critères ne sont pas toujours les mêmes pour définir un même facteur de risque) qu'entre l'indice de marché et un facteur de risque alternatif. Surtout, il est devenu crucial de mieux gérer le risque de spécification et d'opérer un tri entre les pseudo-facteurs et les facteurs de risque systématiques.

Dompter le zoo de facteurs

La recherche en évaluation des actifs fait donc face aujourd'hui à un défi fondamental : se doter de critères plus restrictifs face à la prolifération des facteurs. Ainsi, plusieurs recherches récentes, à partir de stratégies assez différentes, proposent de réexaminer la pertinence des facteurs et des anomalies découverts (par exemple, Kozak, Nagel et Santosh, 2017 ; Feng, Giglio et Xiu, 2017 ; Fama et French, 2018). Ces recherches aboutissent à réduire drastiquement le nombre de facteurs pour passer de plusieurs centaines à une poignée, sans qu'un réel consensus apparaisse sur leur nature exacte. Green et al. (2016) testent les caractéristiques des entreprises à l'aide de régressions à la Fama-MacBeth (estimations en deux étapes : betas puis primes de risque) et constatent que 8 à 12 caractéristiques peuvent être considérées comme des facteurs indépendants significatifs. D'autres proposent des critères de validation sur des périodes ou pays en dehors de l'échantillon initial tels que McLean et Pontiff (2016) ou Linnainmaa et Roberts (2016). Ces derniers estiment que la plupart des facteurs ou anomalies identifiés par la littérature sont fallacieux dès lors que le critère devient leur validation hors échantillon. Harvey, Liu et Zhu (2015), faisant écho à une récente conclusion troublante dans la littérature médicale, à partir de procédures de tests multiples, soutiennent que les conclusions de la plupart des recherches en économie financière sont vraisemblablement fallacieuses. Harvey et Liu (2016) proposent ensuite une méthode de ré-échantillonnage pour sélectionner les facteurs significatifs. Ces auteurs concluent que le facteur de marché original (du MEDAF) est de loin le facteur le plus important dans l'explication en coupe transversale des rentabilités attendues des titres individuels. Retour à la case départ.

Facteurs ou récits de marché ?

Une approche alternative vise à montrer au contraire l'instabilité des modèles à facteurs au cours du temps. Les facteurs qui gouvernent les rentabilités boursières et/ou les sensibilités des titres à ces facteurs dépendraient des états de la nature et des préoccupations des investisseurs. L'assouplissement du MEDAF en autorisant un beta variable dans le temps (soit le MEDAF conditionnel) permettrait ainsi d'expliquer les nombreuses anomalies

Les défis des modèles d'évaluation des actifs

détectées qui ont poussé les chercheurs à augmenter le nombre de facteurs dans le MEDAF (par exemple, Petkova et Zhang, 2005). Le MEDAF serait ainsi validé période par période. Lewellen et Nagel (2006) ainsi que Ang et Kristensen (2012) montrent cependant que le beta des titres varie effectivement au cours du temps, mais pas suffisamment pour rendre compte des principales anomalies.

Une autre démarche propose d'extraire directement les facteurs qui gouvernent les rentabilités des titres à partir de modèles à facteurs latents, permettant de caractériser les co-mouvements d'un grand ensemble de rentabilités de titres (par exemple, Lettau et Pelger, 2018). L'avantage de cette approche est de ne pas présupposer *a priori* la nature de ces facteurs. L'inconvénient réside dans l'identification économique difficile et la justification théorique délicate de ces facteurs mis en évidence de façon empirique. Quoiqu'il en soit, Boucher et al. (2018) montrent sur le marché européen que ces facteurs changent au cours du temps et correspondent rarement aux facteurs usuellement retenus, à l'exception du risque de marché du MEDAF. Estimé de façon dynamique, le premier facteur latent des titres correspond, quelle que soit la période, au portefeuille de marché du MEDAF. En revanche, le nombre de facteurs systématiques détecté peut varier de trois à seize selon les états de la nature. Comment dès lors expliquer que les facteurs systématiques qui gouvernent les titres soient si instables ?

Ces résultats trouvent leur sens dans le cadre du programme de recherche de Robert Shiller (2017) qui se rattache à la psychologie sociale, en mettant l'accent sur les récits auxquels peuvent adhérer les agents économiques. Dans ce cadre, relativement proche des travaux d'André Orléan sur la formation des croyances sur les marchés financiers, les dynamiques de prix sur les marchés financiers peuvent être décrites comme une succession de récits auxquels les investisseurs souscrivent. Un programme de recherche prometteur serait, à partir des nouveaux outils d'analyses textuelles et sémantiques, de relier ces facteurs instables qui gouvernent les évolutions des titres aux récits économiques observés dans la presse spécialisée ou sur certains réseaux sociaux par exemple.

Bibliographie

- Ang, A. et Kristensen, D. (2012). Testing conditional factor models. *Journal of Financial Economics* 106(1), 132-156.
- Boucher, C., Jasinski, A., Kouontchou, P. et Tokpavi, S. (2018). Smart Alpha: A post factor investing paradigm. Technical Report, Paris Nanterre University.
- Cochrane, J. H. (2011). Presidential address: Discount rates. *The Journal of Finance* 66(4), 1047-1108.
- Cong, L. W. et Xu, D. (2017). Rise of factor investing: Asset prices, informational efficiency, and security design. 29th Australasian Finance and Banking Conference 2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2800590>
- Fama, E. F. et French, K. R. (2018). Choosing factors. *Journal of Financial Economics* 128(2), 234-252.
- Fama, E. F. et French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47, 427-486.
- Feng, G., Giglio, S. et Xiu, D. (2017). Taming the factor zoo. Chicago Booth Research Paper No. 17-04.
- Freyberger, J., Neuhierl, A., et Weber, M. (2017). Dissecting characteristics nonparametrically. Technical report, University of Wisconsin-Madison.

Les défis des modèles d'évaluation des actifs

- Green, J., Hand, J. R. et Zhang, F. (2016). The characteristics that provide independent information about average u.s. monthly stock returns. Technical report, Penn State University.
- Harvey, C. R. et Liu, Y. (2016). Lucky factors. Technical report, Duke University.
- Harvey, C. R., Liu, Y. et Zhu, H. (2015). ... and the cross-section of expected returns. *Review of Financial Studies* 29(1), 5-68.
- Kozak, S., Nagel, S. et Santosh, S. (2017). Shrinking the cross section. Technical report, University of Michigan.
- Lettau, M. et Pelger, M. (2018). Estimating latent asset-pricing factors. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3175556>.
- Lewellen, J. et Nagel, S. (2006). The conditional CAPM does not explain asset-pricing anomalies. *Journal of Financial Economics* 82(2), 289-314.
- Linnainmaa, J.T. et Roberts, M.R. (2016). The history of the cross section of stock returns, University of Chicago working paper.
- McLean, R. D. et Pontiff, J. (2016). Does academic research destroy stock return predictability? *The Journal of Finance* 71(1), 5-32.
- Petkova, R. et Zhang, L. (2005). Is value riskier than growth?. *Journal of Financial Economics* 78, 187-202.
- Shiller, R. J. (2017). Narrative Economics. *American Economic Review* 107(4), 967-1004.

A découvrir 5/9



Juliana Yael Milovich
Doctorante

Membre de l'axe « Macroéconomie Internationale, Banque et Économétrie Financière »

<https://economix.fr/fr/macro-economie-internationale-banque-et-econometrie-financiere>

L'axe de recherche MIBEF, coordonné par Cécile Couharde, est spécialisé sur différentes thématiques liées aux questions de macroéconomie et finance internationales ; d'économie monétaire, bancaire et financière ; d'histoire de la pensée et théorie économique ; et d'économétrie financière et de méthodologie économétrique. Les travaux menés au sein de l'axe portent ainsi sur les thèmes suivants :

- Macroéconomie internationale : taux de change, politiques et régimes de change ; croissance, cycles économiques et politiques économiques ; macroéconomie internationale et marchés énergétiques ; stagnation séculaire et macroéconomie de la déflation.

- Monnaie, banque et intermédiation financière : monnaie, économie bancaire et banque centrale ; risque systémique, régulations micro et macro-prudentielles ; études sociales de la finance ; intermédiation et intermédiaires financiers.

- Histoire et théorie économique : théorie et histoire de la pensée économique ; philosophie économique.

- Économétrie financière : modélisation des prix d'actifs et de la volatilité des marchés ; formation des anticipations et mesures de risque ; fonds souverains et investisseurs institutionnels ; interactions entre marchés financiers internationaux et marchés énergétiques.

- Méthodologie économétrique : économétrie des séries temporelles ; économétrie des données de panel ; économétrie non linéaire ; économétrie des processus à mémoire longue.

L'aide publique au développement réduit-elle la pauvreté ?

Doctorante en troisième année au sein de l'axe MIBEF d'EconomiX, Juliana Milovich présente les principaux résultats de son premier chapitre de thèse.

La contribution de l'aide au développement à la réduction de la pauvreté dans les pays receveurs, constitue une question qui est largement débattue depuis plus de cinquante ans au sein des travaux en économie du développement¹. Que l'on considère les travaux théoriques emblématiques de cette littérature, comme ceux de Chenery (1967) et de Bacha (1990), ou les travaux empiriques les plus récents, tels que Clemens et al. (2012) et Galiani et al. (2017), force est de constater que l'analyse sur l'efficacité de l'aide n'a pas encore abouti à des résultats très conclusifs.

Au cours des dernières années, cette question a connu un regain d'intérêt, avec l'adoption en septembre 2015 des Objectifs du Développement Durable (ODD). Parmi ces objectifs, figure, en effet, la volonté de « *mettre fin à la pauvreté sous toutes ses formes d'ici 2030* » (Nations Unies, 2015). Pour ce faire, la communauté internationale a souligné la nécessité de réorienter le soutien à la lutte contre la pauvreté à travers une meilleure allocation des flux de l'aide publique au développement (ODA) (Banque Mondiale, 2015). En effet, malgré les montants massifs d'aide reçus par les pays en développement – près d'1 milliard de dollars américains en moyenne depuis 1960 –, la pauvreté monétaire représentait encore 14.5% de la population mondiale en 2011 (Groupe de la Banque Mondiale, 2014) alors que la pauvreté multidimensionnelle² continue de concerner environ 30% des personnes dans le monde (Alkire et al., 2016). Au vu de ces chiffres et du nouvel agenda défini par les Nations Unies, la question relative à la contribution de l'aide à la réduction de la pauvreté demeure donc toujours d'actualité.

Mon premier chapitre de thèse s'inscrit dans ces travaux et cherche à y apporter de nouveaux éléments empiriques, en comblant deux lacunes de la littérature. En premier lieu, la relation, qui a été largement analysée, consiste à évaluer l'impact exercé par l'aide sur la croissance économique, principalement en raison du manque de données fiables sur la pauvreté dans les pays en développement. Néanmoins, le lien entre pauvreté et croissance économique n'est pas aussi direct qu'il n'y paraît (Bourguignon, 2004). Bien que la croissance économique soit susceptible de réduire la pauvreté, son impact reste toutefois limité, en

1 Pour une revue complète de la littérature, voir White (1992), McGillivray et al. (2006) et Clemens et al. (2004).

2 L'Indicateur de Pauvreté Multidimensionnelle saisit les privations sévères auxquelles les personnes sont confrontées sur la base des besoins non satisfaits dans les domaines de l'éducation et de la santé ainsi que ceux liés au niveau de vie. Le score de privation de chaque personne est construit sur la base d'une moyenne pondérée de la privation subie au niveau de chaque indicateur. Un individu est considéré multidimensionnellement pauvre si le score de privation atteint ou dépasse le seuil de 33,33% (Alkire et Foster, 2011). La pauvreté monétaire correspond, quant à elle, au pourcentage de la population mondiale vivant en-dessous du seuil de pauvreté, soit avec moins de 1,25\$/jour (Groupe de la Banque Mondiale, 2014).

L'aide publique au développement réduit-elle la pauvreté ?

particulier lorsque l'on considère la pauvreté dans une perspective multidimensionnelle (Santos et al., 2017). Par conséquent, l'analyse indirecte de l'effet de l'aide sur la réduction de la pauvreté – *via* son effet sur la croissance économique – présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte certaines dimensions affectant le bien-être des individus, comme par exemple l'accès à l'éducation, à la santé et la qualité de vie (Banque Mondiale, 1998). L'étude empirique que je développe cherche à remédier à ce premier écueil, en se basant sur la base de données développée récemment par Oxford Poverty and Human Development Initiative (OPHI)¹. Cette base de données présente, en effet, l'avantage de fournir des données originales sur la pauvreté multidimensionnelle, c'est-à-dire sur les différentes formes de privations auxquelles sont confrontées les personnes en situation de pauvreté. Dans ma thèse, je retiens une spécification dans laquelle les variables expliquées sont l'Indicateur Global de Pauvreté Multidimensionnelle (MPI), ainsi que les dix sous-indicateurs qui le composent. Les résultats obtenus sont ensuite comparés à ceux issus d'une spécification dans laquelle la variable expliquée est la pauvreté mesurée d'un point de vue monétaire. Mon étude présente donc l'avantage de se concentrer sur la relation directe entre l'aide au développement et la pauvreté.

Le deuxième écueil de la littérature concerne la stratégie empirique utilisée pour estimer la relation entre l'aide et la croissance. Si l'aide agit sur la croissance des pays, une croissance plus faible (et une pauvreté plus élevée) peut également favoriser des montants d'aide plus importants. Se pose ainsi un problème de simultanéité qui empêche d'identifier correctement l'effet causal de l'aide sur la croissance économique (et la réduction de la pauvreté). Des études précédentes, telles que Boone (1996), Burnside et Dollar (2000), Rajan et Subramanian (2005) et Clemens et al. (2012), ont cherché à remédier à ce problème, en prenant en compte les valeurs retardées de l'aide plutôt que ses valeurs courantes. Cependant, ces études débouchent sur des résultats empiriques contrastés. Mais, surtout, elles ne réussissent pas à régler le problème de simultanéité. En effet, dans la mesure où les niveaux de pauvreté présentent un certain degré d'inertie à court terme, l'utilisation des niveaux passés de l'aide publique peut encore introduire un biais d'endogénéité dans les estimations. Plus récemment, Galiani et al. (2017) ont proposé de résoudre ce problème, en utilisant l'éligibilité à l'aide provenant de l'Association Internationale de Développement comme variable instrumentale de l'aide retardée. Leurs résultats montrent qu'une augmentation d'1 point de pourcentage du ratio de l'aide sur le revenu national brut augmente en moyenne la croissance économique de 0,35 point de pourcentage. Néanmoins, leur analyse porte toujours sur la relation aide-croissance, laissant ainsi un espace ouvert pour analyser l'impact de l'aide sur la réduction de la pauvreté.

Dans mon étude, je propose de compléter cette littérature en instrumentalisant les flux d'aide au développement à travers une approche originale. Plus précisément, j'utilise des données sur les flux d'aide provenant des États-Unis entre 1946 et 1999, que j'instrumentalise par le nombre d'années durant lequel un pays a siégé en tant que membre temporaire au Conseil de Sécurité de l'Organisation des Nations Unies (ONU). Par conséquent, l'analyse considère uniquement les pays qui ont siégé au moins une année en tant que membre temporaire du Conseil de Sécurité. Ce choix s'appuie sur les résultats obtenus par Kuziemko et Werker (2006), selon lesquels l'aide américaine reçue par un pays sur la période allant de 1946 à 2001 augmentait de 59% lorsque celui-ci siégeait au Conseil de Sécurité. Par ailleurs, ces auteurs montrent que l'effet est particulièrement prononcé durant les années considérées comme des années clés en matière de diplomatie internationale, suggérant ainsi que le motif principal de l'aide n'était pas forcément lié durant ces années aux besoins des pays receveurs.

En utilisant des données en coupe transversale sur un échantillon composé de 64 économies en développement, j'analyse la relation entre le montant moyen d'aide que ces pays ont reçu des États-Unis au cours de la période 1946-1999 et leurs niveaux de pauvreté entre 2000 et 2014. Cette stratégie empirique se justifie à plusieurs niveaux. Premièrement, les données de pauvreté multidimensionnelle ne commencent qu'à partir de 2000.

1 Centre de recherche du Département du Développement International d'Oxford (ODID), Université d'Oxford.

L'aide publique au développement réduit-elle la pauvreté ?

En deuxième lieu, les données concernant les flux d'aide provenant des États-Unis sont disponibles en longue période et notamment depuis la création de l'ONU en 1946, contrairement aux autres données sur l'aide publique au développement, comme celles émanant du Comité d'Aide au Développement, qui remontent seulement aux années 1960. Par ailleurs, prendre en compte les seuls flux d'aide provenant des États-Unis permet, malgré tout, d'avoir une vision assez représentative de l'aide dans la mesure où les États-Unis sont le principal pays donateur au sein du Comité d'Aide au Développement.

En troisième lieu, on peut raisonnablement supposer que la pauvreté moyenne enregistrée sur la période 2000-2014 a peu de chances d'expliquer la participation des pays au Conseil de Sécurité des Nations Unies entre 1946 et 1999, et ce d'autant plus que les niveaux de pauvreté ont diminué au cours des trois dernières décennies (Nations Unies, 2009). Enfin, l'instrument que j'utilise s'avère pertinent puisqu'il remplit la condition d'exogénéité vis-à-vis de la pauvreté, en captant la partie de l'aide allouée par les États-Unis pour des raisons géostratégiques.

Les résultats de mon étude suggèrent qu'un pays a reçu en moyenne 14,6% plus d'aide de la part des États-Unis pendant la période 1946-1999, lorsqu'il a siégé au moins une année supplémentaire au Conseil de Sécurité. Par ailleurs, malgré leur faible transparence, ces flux d'aide semblent être significativement corrélés à des niveaux, en moyenne, plus bas de pauvreté multidimensionnelle sur la période 2000-2014. En particulier, une augmentation de 1% du montant moyen d'aide reçue des États-Unis est associée à une réduction du MPI de 0,61%, en moyenne sur l'ensemble de l'échantillon. Lorsque l'on distingue les trois principales dimensions composant le MPI, les résultats suggèrent qu'une augmentation moyenne de 1% du montant d'aide reçue des États-Unis est liée à une baisse du pourcentage de personnes multidimensionnellement pauvres et n'ayant pas accès à l'éducation (0,82%), à la santé (0,36%) ou souffrant d'un faible niveau de vie (0,64%). Par ailleurs, ils montrent l'absence d'une relation significative entre l'aide provenant des États-Unis et la pauvreté monétaire, mesurée ici par le pourcentage de population dont le revenu se situe en dessous du seuil de 1,90\$/jour (pauvreté extrême) et de 3,10\$/jour (pauvreté non-extrême) ainsi que par l'intensité de la pauvreté. Ces résultats sont robustes à un large éventail de spécifications, intégrant différentes mesures de la qualité institutionnelle, des variables de contrôle supplémentaires (telles que la part de l'aide américaine sur l'aide totale reçue par les pays et le pourcentage de la consommation publique par rapport au PIB), ainsi que les dotations en ressources naturelles des pays receveurs.

Au total, les résultats issus de mon premier chapitre de thèse soulignent l'intérêt d'utiliser des mesures de la pauvreté, telles que l'Indicateur de Pauvreté Multidimensionnelle, qui pourraient contribuer à améliorer la compréhension de la relation entre l'aide au développement et la réduction de la pauvreté, sans passer nécessairement par la croissance économique, à l'instar de la plupart des études antérieures. Enfin, ces résultats montrent qu'une analyse plus complète des différentes dimensions de la pauvreté pourrait permettre de mieux éclairer les modalités d'une meilleure réorientation des flux d'aide au développement dans l'objectif d'éradiquer la pauvreté dans toutes ses formes d'ici 2030.

Références

Alkire, S. et Foster, J. (2011). 'Counting and multidimensional poverty measurement', *Journal of Public Economics*, vol. 95(7-8), pp. 476-487, doi:10.1016/j.jpubeco.2010.11.006.

Alkire, S., Jindra, C., Robles, G. et Vaz, A. (2016). 'Multidimensional poverty in africa', University of Oxford.

Bacha, E. L. (1990). 'A three-gap model of foreign transfers and the gdp growth rate in developing countries', *Journal of Development Economics*, vol. 32(2), pp. 279 - 296, doi:10.1016/0304-3878(90)90039-E.

L'aide publique au développement réduit-elle la pauvreté ?

Banque Mondiale (2015). 'From billions to trillions: transforming development finance. post-2015 financing for development: multilateral development finance', Washington D.C. : Banque Mondiale.

Banque Mondiale (1998). 'Assessing aid: What works, what doesn't, and why', Washington D.C. : Banque Mondiale.

Boone, P. (1996). 'Politics and the effectiveness of foreign aid', *European Economic Review*, vol. 40(2), pp. 289–329, doi:10.1016/0014-2921(95)00127-1.

Bourguignon, F. (2004). 'The poverty-growth-inequality triangle', *Poverty, Inequality and Growth*, vol. 69, pp. 69–73.

Burnside, C. et Dollar, D. (2000). 'Aid, policies, and growth', *American Economic Review*, vol. 90(4), pp. 847–868, doi:10.1257/aer.90.4.847.

Chenery, H. B. (1967). 'Foreign assistance and economic development', in (J. H. Adler, ed.), *Capital Movements and Economic Development*, pp. 268–292, chap. 7, London: Palgrave Macmillan UK, ISBN 978-1-349-15238-4, doi:10.1007/978-1-349-15238-4_9.

Clemens, M.A., Radelet, S., Bhavnani, R.R. et Bazzi, S. (2012). 'Counting chickens when they hatch: Timing and the effects of aid on growth', *The Economic Journal*, vol. 122(561), pp. 590–617, doi:10.1111/j.1468-0297.2011.02482.x.

Clemens, M., Radelet, S. et Bhavnani, R. (2004). 'Counting chickens when they hatch: The short-term effect of aid on growth', Center for Global Development.

Galiani, S., Knack, S., Xun, L.C. et Zou, B. (2017). 'The effect of aid on growth: Evidence from a quasi-experiment', *Journal of Economic Growth*, vol. 22(1), pp. 1–33, ISSN 1573-7020, doi: 10.1007/s10887-016-9137-4.

Groupe de la Banque Mondiale (2014). 'Global monitoring report 2014/2015: Ending poverty and sharing prosperity', Washington D.C. : Banque Mondiale.

Kuziemko, I. et Werker, E. (2006). 'How much is a seat on the security council worth? foreign aid and bribery at the united nations', *Journal of Political Economy*, vol. 114(5), pp. 905–930, doi:10.1086/507155.

McGillivray, M., Feeny, S., Hermes, N. et Lensink, R. (2006). 'Controversies over the impact of development aid: it works; it doesn't; it can, but that depends . . .', *Journal of International Development*, vol. 18(7), pp. 1031–1050, doi:10.1002/jid.1335.

Nations Unies (2015). 'Sustainable development goals: 17 goals to transform our world', Récupéré le 17/04/2018 de <https://www.un.org/sustainabledevelopment>.

Nations Unies (2009). 'Rethinking poverty. report on the world social situation 2010', Département des Affaires Économique et Sociales, New York: Nations Unies..

Rajan, R.G. et Subramanian, A. (2005). 'Aid and growth: What does the cross-country evidence really show?', National Bureau of Economic Research, doi:10.3386/w11513.

L'aide publique au développement réduit-elle la pauvreté ?

Santos, M.E., Dabus, C. et Delbianco, F. (2017). 'Growth and poverty revisited from a multidimensional perspective', *The Journal of Development Studies*, vol. 0(0), pp. 1–18, doi:10.1080/00220388.2017.1393520.

White, H. (1992). 'The macroeconomic impact of development aid: A critical survey', *The Journal of Development Studies*, vol. 28(2), pp. 163–240, doi: 10.1080/00220389208422230.

Prix, distinctions et nominations

Michel Boutillier

Promu au deuxième échelon de la classe exceptionnelle des Professeurs des universités

Michael Brei

Nommé Professeur à l'Université de Lille I

Edouard Civel et Nathaly Cruz Garcia

Doctorants à EconomiX, ils ont reçu le prix du meilleur poster au World Congress of Environmental and Resource Economists (WCERE, <http://www.eaere-conferences.org/index.php?p=120>) qui se tenait à Gothenburg (Suède) du 25 au 29 juin 2018 pour leur travail intitulé «Green, yellow or red lemons? An experiment on the perception of houses energy labels».

Marion Dupoux

Mention spéciale au prix de thèse de l'AFSE pour sa thèse intitulée « Structure of preferences, decision-making and the environment. Theoretical and experimental approaches »

Valérie Mignon

Elue seconde vice-présidente de l'AFSE

Saïd Souam

Promu à la classe exceptionnelle des Professeurs des universités

Soutenances de thèses

Samira Hellou

Réglementations de Bâle et flux de capitaux bancaires vers les pays émergents

Michel Boutillier

30/03/2018

Anthony Paris

Les biocarburants dans la transition énergétique : impacts macroéconomiques et perspectives de développement

Valérie Mignon

04/07/2018

Tiphanie Fontaine

Conditions économiques nécessaires au déploiement des énergies renouvelables dans l'offre d'électricité

Johanna Etner

10/07/2018

Soutenance HDR

Rachidi Kotchoni

Économétrie des modèles de grande dimension, politique de la concurrence et prévisions macroéconomiques

Sous la direction du Professeur Valérie Mignon

05/07/2018

Devenir des docteurs



Magali Dauvin
Economiste à l'OFCE



Raphaël Hekimian
Assistant professor à l'Institut Supérieur de Gestion



Déborah Leboullenger
Economiste à l'European Covered Bond Council (European Mortgage Federation), Bruxelles

Départs



Sophie Bienenstock
Post-doctorante à EconomiX, Sophie rejoint l'Université de Paris I – Panthéon Sorbonne en tant que Maître de conférences en septembre 2018



Michael Brei
Maître de conférences à EconomiX, Michael rejoint l'Université de Lille I en tant que Professeur en septembre 2018

Nouveaux entrants

Chercheurs associés



Denis Carré, ex-CNRS

Thèmes de recherche : Economie géographique et performances des territoires ; Dynamique des entreprises, PME, réseaux d'entreprises ; Politique économique locale



Rémi Generoso, Université de Lille 1

Thèmes de recherche : Economie du développement et de l'environnement ; Économétrie appliquée ; Migrations et transferts de fonds ; Variabilité et changement climatique



Emmanuel Hache, Institut Français du Pétrole Energies Nouvelles

Thèmes de recherche : Énergie ; Matières premières ; Asie



Anne Lavigne, Conseil d'orientation des retraites

Thèmes de recherche : Retraite ; Financement des régimes de retraite ; Vieillesse des populations



Catherine Lubochinsky, Université de Paris II Panthéon Assas

Thèmes de recherche : Taux d'intérêt ; Marchés financiers et dérivés ; Banque

Assemblée générale

L'Assemblée Générale du laboratoire s'est tenue le jeudi 12 juillet 2018 devant l'ensemble de ses membres. A l'occasion du premier point à l'ordre du jour sur les questions budgétaires et financières, un bilan a été effectué concernant l'activité contractuelle confirmant le très vif dynamisme du laboratoire en la matière. Ainsi, outre l'obtention d'une ANR, de plusieurs contrats auprès du CNRS et d'autres grandes institutions, mais aussi auprès de plus jeunes entreprises, ce sont sept contrats CIFRE qui ont été signés cette année. Divers projets sont également en cours, notamment auprès de l'ANR.

Outre cette vive activité contractuelle et la très forte implication de nombre de ses membres dans le débat public et auprès des médias, EconomiX a naturellement poursuivi cette année sa dynamique très soutenue de publication. En plus du très grand nombre, toujours croissant, de publications dans les revues académiques d'excellence (revues de rangs 1*, 1 et 2), on relève la parution d'ouvrages de recherche et de manuels, ainsi que de plusieurs rapports auprès de diverses institutions. En parallèle à cette intense activité de publication, près d'une douzaine de conférences internationales, nationales ou workshops ont été organisés cette année rassemblant, à chaque fois, un très large auditoire. Ces événements ont concerné l'ensemble des thématiques du laboratoire couvrant la macroéconomie et la finance internationales, la macro-finance contemporaine, les questions de politique économique, la croissance et l'environnement, le capitalisme, l'économétrie appliquée à la finance, l'économie du droit, les entreprises, les interactions stratégiques, les questions de risque et d'incertitude, *etc.* Tous ces événements ont été l'occasion d'accueillir les spécialistes internationaux sur ces thématiques et d'assister à des échanges scientifiques très fructueux.

Ces diverses manifestations illustrent la richesse des activités du laboratoire, ainsi que cela a été présenté par les responsables d'axes lors de cette Assemblée Générale. Il convient d'ajouter les 22 professeurs invités qui ont été accueillis par le laboratoire durant l'année universitaire 2017-2018 et qui sont intervenus *via* leur participation à des séminaires, des conférences, des cours à destination des étudiants de master et des doctorants ou encore au travers de la co-écriture d'articles et la co-organisation d'événements scientifiques.

L'année a également été marquée par la rédaction du rapport d'activité du laboratoire sur le quinquennal 2013-2018 en vue de l'évaluation à venir de l'unité par le Haut Conseil de l'Évaluation de la Recherche et de l'Enseignement Supérieur (HCERES). Ce travail a permis de mettre en évidence la richesse et la qualité des recherches et activités du laboratoire, comme cela peut notamment être illustré par l'important saut qualitatif en matière de publication dans les revues à comité de lecture. Ainsi, alors que sur le quinquennal précédent, 35% des publications étaient dans des revues de rang A et 45% dans des revues de rang B, les publications des membres du laboratoire pour le quinquennal en cours sont très majoritairement dans des revues de rang A puisque celles-ci sont le support de près de 60% des articles publiés. L'année a aussi été marquée par la mise en place du nouveau site web de l'unité (<https://economix.fr/>), plus convivial et dynamique, comprenant une multitude d'informations relatives à nos activités en matière de séminaires, de colloques, de venues prochaines de professeurs invités, de publications, d'interventions dans les médias, *etc.*

L'Assemblée Générale a été l'occasion de féliciter plusieurs membres du laboratoire pour des réussites aux concours, des promotions, des distinctions ou des nominations. Du côté des « juniors », Marion Dupoux a reçu une mention spéciale au prix de thèse de l'AFSE pour sa thèse intitulée « Structure of preferences, decision-making and the environment. Theoretical and experimental approaches ». De chaleureuses félicitations ont été adressées à Michael Brei qui accède au statut de Professeur des universités et rejoindra l'Université de Lille I à la rentrée, ainsi qu'à Sophie Bienenstock, post-doctorante à EconomiX, pour sa nomination à l'Université de Paris I en tant que Maître de conférences. L'année écoulée a également vu les promotions de Michel Boutillier au deuxième échelon de la classe exceptionnelle des professeurs des

Vie du laboratoire 5/5

universités et de Saïd Souam à la classe exceptionnelle des professeurs des universités, la nomination de Cécile Couharde au jury national chargé d'examiner les candidatures au recrutement prévu à l'article 46-1 du décret statutaire du 6 juin 1984, la nomination de Pauline Gandré au prix 2017 du jeune chercheur en économie de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ou encore l'élection de Valérie Mignon en tant que seconde vice-présidente de l'AFSE.

Chaque fin d'année universitaire est aussi l'occasion de mouvements. EconomiX se réjouit d'accueillir Sophie Harnay recrutée en tant que Professeur des universités sur le poste en économie institutionnaliste, ainsi que sept nouveaux doctorants contractuels, Baptiste Bridonneau, Elizavetta Dorinet, Margaux Escoffier, Thibault Mirabel, Rémi Odry, Charles-Emmanuel Teuf et Julie Tréguier. Augustin Baboloma, bénéficiant d'une autre source de financement pour sa thèse, rejoindra également l'unité à la rentrée, de même que d'autres nouveaux doctorants dont les dossiers sont en cours d'instruction pour l'obtention de financements.

L'Assemblée Générale s'est clôturée par de très vifs et chaleureux remerciements adressés à l'ensemble des membres du laboratoire : l'équipe administrative et ingénieurs, pour leur investissement sans faille et le travail remarquable effectué au quotidien en termes d'appui à la recherche, ainsi que les membres du directoire, les responsables d'axes et tous les chercheurs et enseignants-chercheurs dont l'implication fait qu'EconomiX est un laboratoire d'une grande richesse scientifique, très dynamique, attractif et dont la visibilité ne cesse de croître aux niveaux national et international.

Revue

Jawadi Fredj, (2019), « Understanding Oil Price Dynamics and their Effects over Recent Decades: An Interview with James Hamilton », **Energy Journal**, (A paraître).

Arcuri Giuseppe, Levratto Nadine, (2018), « Early stage SME's bankruptcy : does local banking market matter? », **Small Business Economics**.

Avom Désiré, Gnimassoun Blaise, Keneck Massil Joseph, (2018), « Is regional integration in the CFA zone sustainable? », **Applied Economics**, (A paraître).

Benetti Carlo, Béraud Alain, Klimovsky Edith, Rebeyrol Antoine, (2018), « Use values and exchange values in Marx's extended reproduction schemes », **European Journal of the History of Economic Thought**, (A paraître).

Benetti Carlo, Rebeyrol Antoine, (2018), « Une conception économique de l'exploitation: Smith, Marx et Torrens », **Cahiers d'Économie Politique**, n°73, (A paraître).

Bennani Hamza, (2018), « Media Coverage and ECB Policy-Making: Evidence from an Augmented Taylor Rule », **Journal of Macroeconomics**, vol.57, pp.26-38.

Boubtane Ekrame, Coulibaly Dramane, d'Albis Hippolyte, (2018), « Macroeconomic evidence suggests that asylum seekers are not a "burden" for Western European countries », **Science Advances**, vol.4, n°6.

Chefou Karim, Jawadi Fredj, Jawadi Nabila, (2018), « A Statistical Analysis of Uncertainty for Conventional and Ethical Stock Markets », **Quarterly Review of Economics and Finance**, (A paraître).

Couharde Cécile, Delatte Anne-Laure, Grekou Carl, Mignon Valérie, Morvillier Florian, (2018), « EQ-CHANGE: A World Database on Actual and Equilibrium Effective Exchange Rates », **International Economics**, (A paraître).

Crifo Patricia, Escrig-Olmedo Elena, Mottis Nicolas, (2018), « Corporate Governance as a Key Driver of Corporate Sustainability in France: The Role of Board Members and Investor Relations », **Journal of Business Ethics**, (A paraître).

Harnay Sophie, Sachs Tatiana, (2018), « La régulation de la gouvernance d'entreprise: de l'autorégulation à la co-régulation? », **Revue d'Économie Financière**, (A paraître).

Hautcoeur Pierre-Cyrille, Levratto Nadine, (2018), « Legal vs. economic explanations of the rise in bankruptcies in 19th century France », **Revue d'Économie Industrielle**, vol.décembre, (A paraître).

Melcarne Alessandro, Ramello Giovanni Battista, (2018), « Bankruptcy Delay and Firms' dynamics », **Small Business Economics**, vol.forthcoming.

Sanch-Maritan Mathieu, Védrine Lionel, (2018), « Forced Displacement and Technology Adoption: an Empirical Analysis based on Agricultural Households in Bosnia and Herzegovina », **Journal of Development Studies**, (A paraître).

Chojnicki Xavier, Ragot Lionel, (2016), « L'incidence fiscale de l'immigration », **Informations Sociales**, vol.197, n°3.

Documents de travail

<https://economix.fr/fr/publications-documents-de-travail>

Imperfect Governance and Price Stickiness in Emerging Economie

Zouhair Aït Benhamou

Oil windfalls might not be the problem in oil-producing countries: evidence from the impact of oil shocks on export diversification

Eric W. Djimeu, Luc-Désiré Omgba

The quantification of structural reforms: extending the framework to emerging market economies

Balázs Egert

Aggregate multi-factor productivity: measurement issues in OECD countries

Balázs Egert

Can Public and Private Sanctions Discipline Politicians? Evidence from the French Parliament

Maxime Le Bihan, Benjamin Monnery

Understanding the long run dynamics of French unemployment and wages

Michel-Pierre Chélini, Georges Prat

Term structure of bank flows to emerging countries: what effects of short- vs. long-term regulatory arbitrage are?

Samira Hellou

The tale of two international phenomena: International migration and global imbalances

Dramane Coulibaly, Blaise Gnimassoun, Valérie Mignon

Term structure of interest rates: modelling the risk premium using a two horizons framework

Georges Prat, Remzi Uctum

The Nonlinear Relationship between Economic growth and Financial Development

Balázs Egert, Fredj Jawadi

Credit risk and bank competition in sub-saharan africa

Michael Brei, Luc Jacolin, Alphonse Noah

«Taking Diversity into Account»: Real Effects of Accounting Measurement on Asset Allocation

Gaëtan Le Quang

Media Perception of Fed Chair's Overconfidence and Market Expectations

Hamza Bennani

The effects of migration and pollution externality on cognitive skills in Caribbean economies: a Theoretical analysis

Lesly Cassin

Documents de travail

Les interventions de crise de la FED et de la BCE diffèrent-elles ?

Anne-Marie Rieu-Foucalt

Male reproductive health, fairness and optimal policies

Johanna Etner, Natacha Raffin, Thomas Seegmuller

Dynamic Effects of the Chilean Fiscal Policy

Antonio Lemus

Directeurs de la publication
Valérie Mignon et Frédéric Hammerer

Conception / réalisation
Frédéric Lebiet



EconomiX
Université Paris Nanterre
Bâtiment G
200, avenue de la République
92001 Nanterre cedex

Contact : secretariat@economix.fr

<https://economix.fr/>

EconomiX



Université
Paris Nanterre