

LA GUERRE DES MONNAIES

Le Yuan est-il vraiment sous-évalué ?
Les enjeux de la sous-évaluation de la
monnaie chinoise



La Dette Publique et la Zone Euro



INTERVIEW
PIERRE CAHUC

Economiste du travail et professeur du Master Economics and Public Policy



**L'emploi des jeunes
américains au lendemain
de la crise**

SOMMAIRE/CONTENT

L'équipe de la Rédaction :

Rédactrice en Chef :
Vanessa Albert

Relations extérieures :
Oscar Cohen

Conception graphique:
Romain Albert

Mise en page :
Vanessa Albert

Promotion et diffusion :
Alix Angelelli

Collaborateurs :
Timothy Alliez
Julien Barlan
Clément Bellet
Oscar Cohen
Marie-Charlotte Gütlein
Julien Molesin
Meradj Mortezapouraghdam
Caroline Wanders

Contact:
eppsi@economicsociety.org

3 EDITORIAL

5 THE ECONOMIC SOCIETY has some presents for you!

6 ZONE EURO

La Dette Publique et la Zone Euro.

12 FOREIGN VIEW

The Crisis Worsens Youth Unemployment in the US.

L'emploi des jeunes aux Etats-Unis au lendemain de la crise.

16 DOSSIER : La Guerre des Monnaies : Etat des Lieux.

* Le Yuan est-il vraiment Sous-évalué ?

* Les enjeux de la Sous-évaluation de la Monnaie Chinoise.

22 DECIPHERING

Assessing Lepetit report on Systemic Risk or what
Economic Theory tells us about Capital Tax.

25 INTERVIEW

Rencontre avec Pierre Cahuc, économiste du travail et
professeur du Master *Economics and Public Policy*.

29 ANALYSE

Quantitative Easing: good or bad?

30 OPINION

Les Comptes ne font pas les contes.

The Economic Society | X – Sciences Po – ENSAE in brief:

The original idea of this Economic Society came from students in the Masters program Economics and Public Policy, the joint curricular between Ecole Polytechnique, SciencesPo and ENSAE, who realized that they wanted to create an organization to support and promote economics and economics students of their schools.

The Economic Society is designed to welcome any professional or future professional in the economic sphere.

The Economic Society lance enfin son magazine !

Que les défenseurs de l'orthographe attendent notre explication avant de crier gare ! Il semblerait que le *p* d'*Epsilon* se soit dédoublé, mais il ne s'agit pas d'une erreur, et encore moins d'un « résidu » comme le diraient les économétriciens. On reconnaît en effet le sigle du master *Economics and Public Policy*, qui est à l'origine de *The Economic Society*. Mais pourquoi *Epsilon*, qui représente généralement l'infiniment petit ou le quasi-invisible ? Les économistes vous le diront, epsilon est rarement négligeable et, au contraire, bien souvent incontournable. Il devient en quelque sorte, le détail qui peut faire toute la différence !

Nous pensons en effet que toute contribution pour l'économie, aussi petite soit-elle, est importante. Notre ambition est de créer un tremplin pour la discussion à travers des articles engagés, théoriques comme empiriques, mais aussi d'ouvrir l'économie à des thèmes fondamentaux souvent laissés de côté dans le cadre purement académique, tels que l'économie du comportement. Notre objectif est aussi d'établir une plate-forme ouverte au débat afin de contribuer à la vulgarisation cette discipline qui suscite tant de controverses au sein des mondes politiques et académiques.

Grâce à la diversité des étudiants du master *EPP*, ce magazine rassemble les points de vue de nombreux pays et entremêle des articles en français et en anglais. Si *The Economic Society* est à l'origine l'association d'un master issu du partenariat entre l'Ecole Polytechnique, SciencesPo et l'ENSAE, notre magazine se veut ouvert à d'autres horizons. Il nous semble important d'insister sur cette ouverture aux professionnels de l'économie tout comme aux curieux qui suivent l'actualité de près comme de loin.

Cette première édition allie déjà des thèmes d'actualité comme la guerre entre le yuan chinois et le dollar américain, des sujets un peu techniques comme une appréciation du rapport Lepetit, mais aussi un article engageant l'opinion personnelle de son auteur avec *Les comptes ne font pas les contes*.

C'est donc avec le plaisir de voir un projet se concrétiser que nous vous souhaitons une très bonne lecture et espérons que celle-ci vous donnera envie de rédiger un article pour la prochaine édition du magazine qui paraîtra au début de l'année prochaine.

V.A.

The Economic Society is finally launching its magazine!

The defenders of correct spelling should wait for an explanation! It seems that the p of Epsilon is double, but it is not an error, let alone a "residual" as econometricians say. Indeed, we recognize the initials of the master Economics and Public Policy, who builds the origin of *The Economic Society*. But why Epsilon, which generally represents the infinitely small or almost invisible? Economists will tell you, epsilon is rarely negligible and instead often unavoidable. It becomes a sort of details that can make the difference!

Indeed, we believe that any contribution to economics, even little, is important. Our ambition is to create a springboard for discussion through dedicated articles, as well theoretical as empirical, but also to open economics to fundamental themes often ignored in the purely academic framework, such as behavioral economics. Our goal is to establish a platform for open debate in order to popularize the discipline that arouses so much controversy in the center of the political and academic spheres.

Thanks to the diversity of students in the master EPP, this magazine captures the views of many countries and mixes articles in French and English. Even though *The Economic Society* is in its origin an association of partnership between Ecole Polytechnique, ENSAE and SciencesPo in with the goal to promote economics, our magazine is open to other horizons. It seems important to emphasize this openness to professional economists as well anybody curious who follows the news from close or from far.

This first edition already combines topical issues like the war between the Chinese yuan and U.S. dollar, some technical issues as the evaluation of the report Lepetit, but also articles leaving more room for personal opinion as *Les comptes ne font pas les contes*.

It is therefore a pleasure to see a project move forward that we hope you enjoy reading and hope it will inspire you to write for the next edition of the magazine that will be published at the beginning of next year.

The Economic Society has some presents for you!

In this short month of December, we will organize two events.

* On Wednesday 8th December you can join a PhD info meeting with Ruben Durante, assistant professor at Sciences Po and Camille Hémet, 2nd year PhD student at Sciences Po.

* Moreover, we have the pleasure to offer you an exclusive guided visit to the **French National Bank**, which will open the door of its famous and wonderful "Golden Gallery" for us! We will also have the pleasure to meet some of the institutions' top officials; this will take place on Wednesday 15 December, from 10:30am to 1 pm [unfortunately the registrations are closed already, thanks for your interest!]

Of course, there will be new interesting events next year and many exciting projects such as the organization of debates and maybe a second radio programme with *France Culture* for *l'Economie en question!*

We encourage all of you to register for the activities, once they have been announced via our Newsletter, by sending an email to bureau@economicsociety.org. In addition, we are happy to welcome students with ideas for organising visits, meetings or promoting projects. Simply write us an email or contact us directly!

Caroline Wanders.

LA DETTE PUBLIQUE ET LA ZONE EURO : LE CAS DE LA FRANCE

La dette publique est revenue sur le devant de la scène, avec la crise de la dette souveraine grecque au printemps dernier et tout récemment en Irlande. Après la mise en place nécessaire de fonds d'intervention européens capables de palier le risque de défaut de paiement des Etats de la Zone Euro, plane aujourd'hui la menace d'une contagion sur le continent. La *Figure 1* montre que les déficits publics et les niveaux d'endettement rapportés au PIB, ont fortement augmenté avec la crise économique. La croissance de la dette est particulièrement forte en France, en Italie et au Royaume-Uni, plus contenue en Allemagne.

Pour autant, l'accumulation de dette publique n'est pas un épisode récent de l'Histoire économique : dans le cas de la France, celle-ci est particulièrement forte à partir de la mise en place de politiques d'inspiration keynésienne qui ont suivi le premier choc pétrolier.

Cet article ne saurait bien sûr prétendre à l'exhaustivité. Il vise à répondre à quelques questions simples à l'aide d'ordres de grandeur : qu'est-ce que la dette publique ? D'où vient-elle ? Quelle est sa dynamique ? Comment peut-on la réduire ?

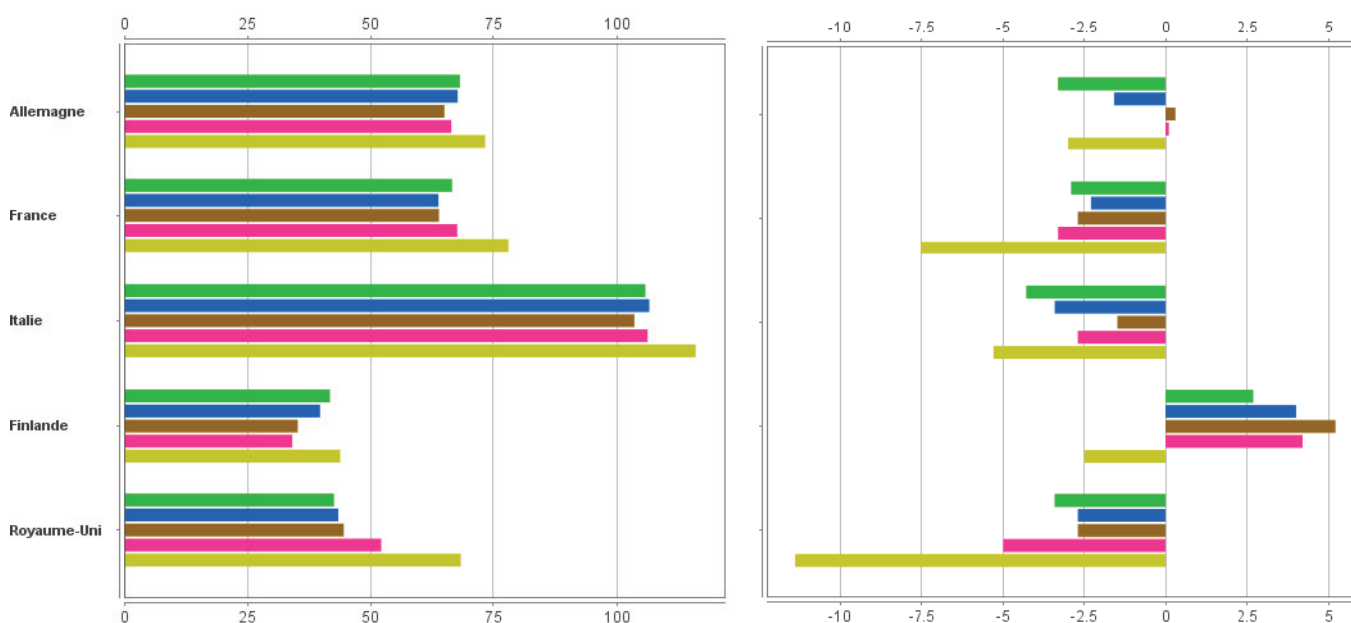


Figure 1 : Dette (à gauche) et déficit (à droite) de quelques Etats européens. Source : Eurostat.

D'où vient la dette française ?

La dette publique est définie comme la dette de l'ensemble des administrations publiques (APU). En France, cela comprend trois grands acteurs :

- L'Etat et les organismes divers d'administration centrale (ODAC)¹.
- Les collectivités locales (administrations publiques locales, APUL).
- La Sécurité Sociale (administrations de sécurité sociale, ASSO).

La distribution de la dette publique et des budgets entre ces différentes administrations publiques est donnée en *Figure 2*.

Bien que cette ventilation soit à prendre avec prudence en raison des nombreux transferts qui existent entre les différentes APU, l'analyse budget – dette montre que les enjeux de la dette portent surtout sur l'Etat. Les Administrations de Sécurité Sociale, qui assurent notamment le financement du système de santé et de retraite par répartition, sont ainsi faiblement endettées par rapport aux budgets qu'elles gèrent. Si le déficit de la Sécurité Sociale fait souvent la une de l'actualité, il n'en reste pas moins que le déficit le plus important et le plus récurrent est celui de l'Etat. Toutefois, les dépenses des ASSO, et donc le déficit et la dette si aucune ressource nouvelle n'est trouvée, devraient connaître une forte augmentation dans les années à venir en raison du vieillissement de la population qui pèse particulièrement sur les branches vieillesse et maladie.

Dans la suite, nous traiterons plus spécifiquement de la dette de l'Etat.

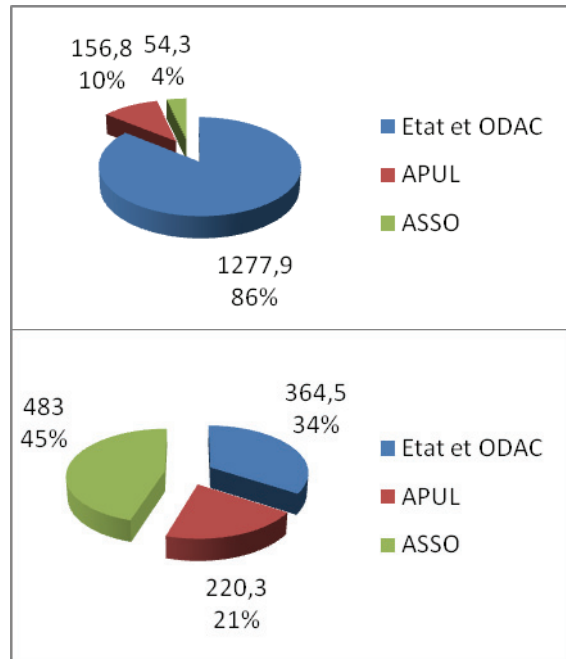


Figure 2 : Dette (en haut) et budget annuel (en bas) des APU. Année de référence : 2009.

Source : INSEE.

Pourquoi les marchés financiers se tendent ?

En plus du ratio dette/PIB, les marchés financiers s'intéressent à l'émission de dette, qui est pour eux l'indicateur le plus pertinent car il mesure la pression qui s'exerce et s'exercera sur les créanciers des Etats. En permanence, l'Etat émet de la dette sous forme d'obligations qui permet de :

- Refinancer la dette qui arrive à maturité, c'est-à-dire émettre de nouvelles obligations pour rembourser les coupons qui arrivent à expiration.
- Financer le déficit de l'année en cours.

En France, c'est l'Agence France Trésor (AFT) qui gère la dette de l'Etat. La maturité de la dette française est variable², de moins d'un an à plus de cinquante ans, la moyenne s'établissant à environ financement de l'Etat de manière simplifiée, en le décomposant en amortissement en de la dette et déficit courant.

¹ Les ODAC regroupent un très grand nombre d'organismes publics bénéficiant du statut d'établissement public à caractère administratif qui vont de Météo France aux grandes écoles publiques, en passant par le CNRS. L'Etat contrôle et finance majoritairement ces organismes.

² Il existe trois catégories de titres standardisés qui se différencient par leur maturité à l'émission : ce sont les OAT, BTAN et BTF. Source : site de l'AFT.

ZONE EURO

On constate donc que si la dette en pourcentage de PIB n'a pour l'instant été augmentée par la gestion de la crise « que » d'environ 20 points de PIB (passant d'environ 60 % à 80 %, soit une augmentation d'un tiers), l'émission de dettes a elle été multipliée par 2,5. Comme l'ensemble des pays de la zone euro a eu recours à un fort endettement public pour amortir les effets de la crise, les besoins de financement exercent d'ores et déjà une très forte pression sur les marchés financiers. Mais le plus ennuyeux, c'est que ce besoin de financement se reporte d'année en année. Même si la France était capable de

réduire dès 2011 son déficit public pour le ramener à un niveau proche des critères de Maastricht – hypothèse d'ailleurs irréaliste – les montants qu'elle devrait emprunter seraient colossaux, en raison du refinancement de la dette. La *Figure 4* montre les années d'échéance de l'encours de dette actuel.

Pour l'année 2011 par exemple, le besoin de refinancement est déjà le double de celui qui existait au début des années 2000.

Les marchés financiers s'attendent donc à une demande de financement élevée et durable de la part des Etats de la Zone Euro dans les années à venir. Ceci explique les tensions qui existent aujourd'hui sur le marché de la dette souveraine.

En milliards d'euros	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Besoin de financement	81,5	85,6	90,6	109,6	119,5	112,9	112,9	115,8	104,9	164,0	246,2
Amortissement de la dette à moyen/long terme	41,6	57,1	51,3	59,4	62,5	66,5	65,6	77,6	69,1	97,6	110,2
Impact en trésorerie du solde de la gestion	39,9	28,5	39,3	50,2	57,0	46,4	47,3	35,4	34,6	56,4	134,7

Figure 3 : Tableau de financement de l'Etat. Source : AFT.

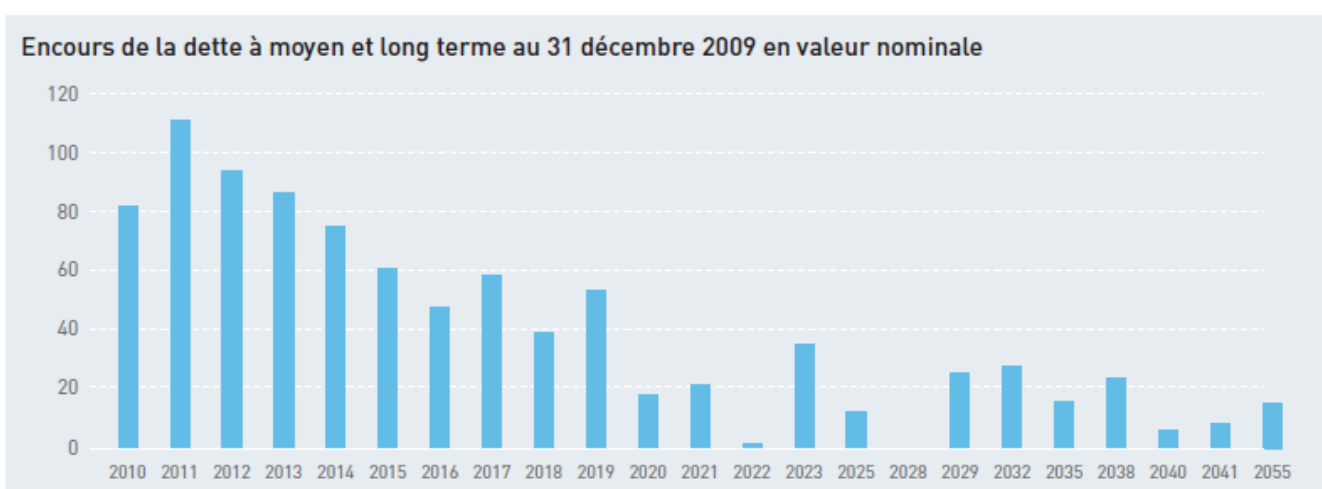


Figure 4. Source : AFT.

La dynamique de la dette et sa mise en équation

Pour comprendre comment la dette évolue et quels paramètres peuvent permettre de la réduire, une mise en équation s'impose³.

Nous notons D_t la dette publique à la date t , p_t le niveau des prix, Y_t la production en volume, $p_t G_t$ le déficit public en valeur. $p_t Y_t$ exprime donc le PIB en valeur.

La dynamique de la dette publique est donnée par l'équation (1)

$$D_t = D_{t-1} + p_t G_t \quad (1)$$

En divisant par le PIB de l'année t qui vaut $p_t Y_t$ et en notant $d_t = D_t / p_t Y_t$ le ratio dette/PIB et

$g_t = p_t G_t / p_t Y_t$ le ratio déficit/PIB, on obtient (2)

:

$$d_t = d_{t-1} \frac{p_{t-1} Y_{t-1}}{p_t Y_t} + g_t \quad (2)$$

On introduit l'inflation i et le taux de croissance réelle (nette de l'inflation) x . Alors,

$$1 + i = \frac{p_t}{p_{t-1}}$$

$$1 + x = \frac{Y_t}{Y_{t-1}}$$

On obtient donc au premier ordre en x et i :

$$\frac{p_{t-1} Y_{t-1}}{p_t Y_t} = \frac{1}{1+i} \cdot \frac{1}{1+x} = (1-i)(1-x) = 1 - i - x$$

Finalement, on obtient l'équation (3) qui résume la dynamique de la dette publique :

$$d_t = d_{t-1}(1 - i - x) + g_t \quad (3)$$

Cette équation traduit simplement le fait que la dette publique rapportée au PIB est augmentée chaque année du déficit public et diminuée de l'inflation et de la croissance réelle. Ceci est naturel : le PIB réel est augmenté de la croissance réelle, mais le ratio se calcule avec le PIB nominal qui est en plus augmenté de l'inflation.

Cette analyse montre quels paramètres permettent de réduire la dette :

- L'inflation i
- La croissance réelle x
- Le déficit public g_t

Dans le contexte de faible croissance réelle de la Zone Euro et d'inflation quasi nulle, le seul moyen de stabiliser voire réduire le niveau d'endettement public est de réduire le déficit public. C'est la voie qui a été choisie à partir de 2010 par la plupart des Etats européens.

Comment réduire le déficit public ?

Améliorer le solde des administrations publiques et en particulier de l'Etat passe par une augmentation des recettes ou une diminution des dépenses. C'est cette dernière solution, celle de la « rigueur », qui a été généralement choisie par les gouvernements européens. Dans le cas de la France, la réduction du déficit prévue par le projet de loi de finances 2011 est ambitieuse : elle vise à passer d'un déficit de l'Etat de 152 milliards d'euros en 2010 à 92 milliards en 2011. Ceci reste toutefois très insuffisant, le déficit public prévu par le gouvernement pour 2011 étant de 6 points de PIB, soit encore le double du critère de Maastricht. Sans détailler l'ensemble des mesures

³ Le modèle utilisé est emprunté au cours de Macroéconomie de Patrick Artus.

prises, nous traiterons de quelques points emblématiques en comparant l'économie réalisée avec les besoins réels de financement.

- La réduction des dépenses

De nombreuses dépenses conjoncturelles liées à la crise vont être supprimées (plan de relance, grand emprunt). Ne pas le faire comporte le risque d'une solidification des mesures prises pendant la crise : celles-ci perdurent et le déficit conjoncturel se déverse dans le déficit structurel de l'Etat. C'est par exemple le cas de la baisse de la TVA dans la restauration : le caractère conjoncturel ou non de cette mesure qui coûte de l'ordre de 3 milliards d'euros en rythme annuel fait encore débat.

La réduction du nombre de fonctionnaires se poursuit. Mais il est à noter que les économies réalisées sont infinitésimales devant les besoins de financement de l'Etat : en 2010, la suppression d'environ 33 000 postes a généré moins de 500 millions d'économie⁴.

- L'augmentation des recettes

Les recettes fiscales de l'Etat en 2011 augmentent de manière automatique par l'amélioration de la conjoncture. La TVA représente plus de la moitié de ces recettes et reste un fort levier d'augmentation, que ce soit pour le compte de l'Etat ou de la Sécurité Sociale dans le cas d'une TVA sociale.

La suppression concomitante de l'ISF et du bouclier fiscal n'est pas neutre pour les finances publiques : les revenus tirés de l'ISF sont compris entre 3 et 4 milliards par an, les rétrocessions effectuées dans le cadre du bouclier fiscal représentent environ 600 millions. La piste avancée de créer une nouvelle tranche d'impôt sur le revenu (45 % à partir de 100 000 €) ne générerait que 1 milliard pour l'Etat, soit moins de la moitié du manque à gagner. Cela provoquerait aussi le transfert d'une fiscalité sur le patrimoine vers un impôt

qui pèse essentiellement sur les revenus du travail. D'où la proposition avancée par le gouvernement mais pour l'instant non détaillée d'un nouvel impôt sur les revenus du patrimoine.

Conclusion

Réduire la dette publique relève donc d'une mission bien difficile, mais reste toutefois possible. Les gouvernements de Lionel Jospin entre 1999 et 2001 et de Dominique de Villepin en 2006 y sont parvenus comme le montre la *Figure 5*. Il est vrai qu'ils ont profité d'une conjoncture économique favorable.

La réduction des déficits publics et la stabilisation *a minima* de la dette restent une nécessité. Dans le cas contraire, les difficultés peuvent survenir à trois échéances de temps. A court terme, nous avons vu que la pression sur les marchés financiers s'accroît. Ceux-ci ne continueront de prêter aussi facilement aux Etats que si ces derniers sont crédibles sur leur capacité à rembourser. C'est la question des fameuses agences de notation et de la note qu'elles attribuent à la dette souveraine. La France risque-t-elle vraiment de perdre son « AAA » ? La question reste ouverte. A moyen terme, la quasi-certitude d'une remontée des taux d'intérêt aujourd'hui proches d'un minimum historique fait courir le risque d'une explosion des intérêts sur la dette versés chaque année par l'Etat. Enfin, à long terme, le vieillissement de la population affectera pleinement les finances publiques à partir de 2020-2030. Prendre les mesures pour contrôler les déficits des comptes sociaux est donc indispensable dès aujourd'hui.

Les prévisions de dette publique à l'horizon 2050 annoncées par le gouvernement, données en *Figure 6*, sont à cet égard des plus optimistes.

Timothy Alliez.

⁴ Source : article du *Figaro* du 7 mai 2009.

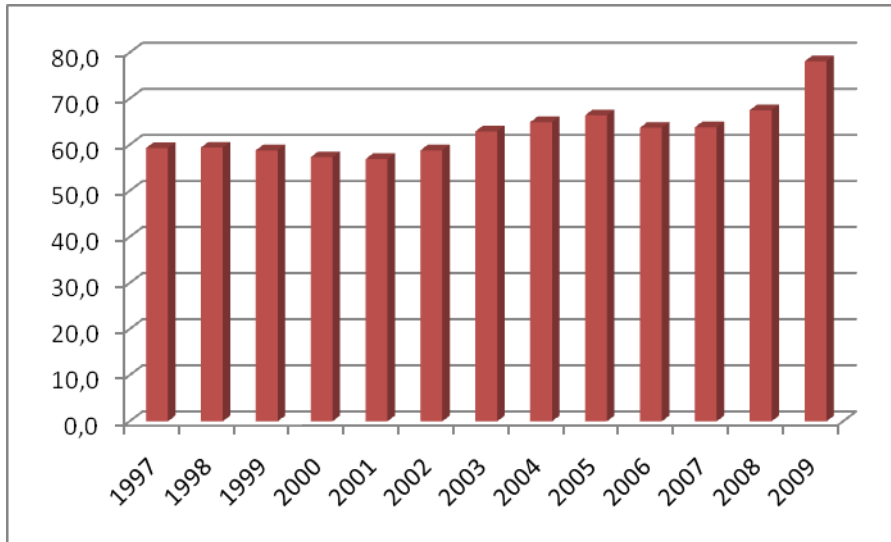


Figure 5 : Dette des APU au sens de Maastricht. Source : INSEE.

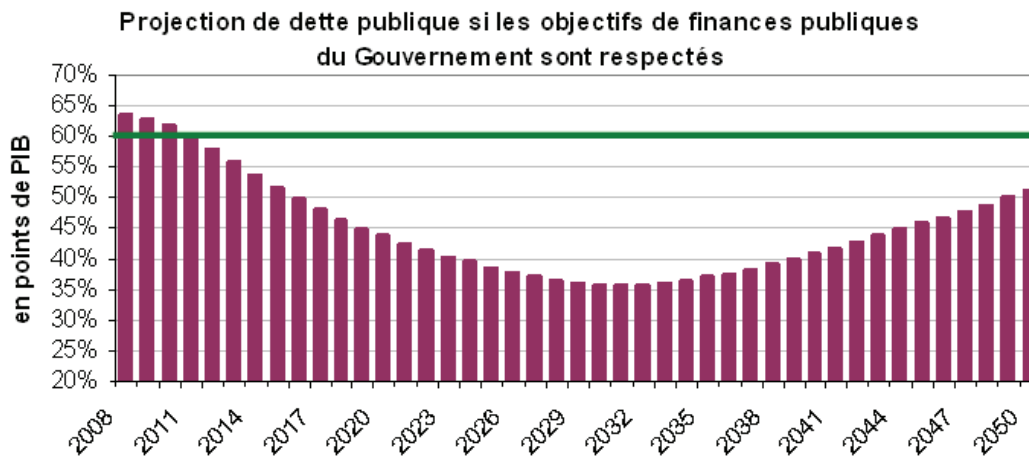


Figure 6 : Source : www.performance-publique.gouv.fr

THE CRISIS WORSENS US YOUNG UNEMPLOYMENT

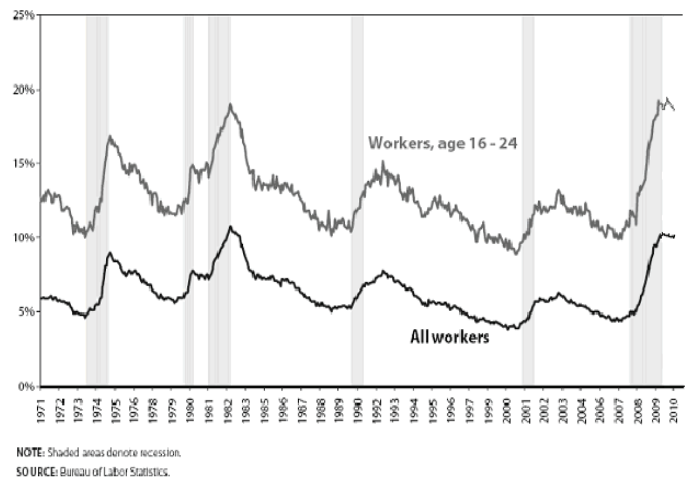
The economic downturn in the US has had an extraordinarily strong impact on youth employment.

Continuously high levels of unemployment are a main concern among Americans. Yet, the current unemployment rate of 9.6 percent masks enormous variation in joblessness within the population. In October 2010, the unemployment rate for 16-24 year old, for instance, stood at 18.5%, only 1.1 percentage point lower than its peak rate of 19.6 percent in April 2010, which had been the highest rate on record. In addition, a June 2010 publication by the Bureau of Labor Statistics (BLS) revealed that younger workers were overrepresented among the long-term jobless in 2009, making up 19.5 percent of all persons unemployed for 27 weeks or more, compared with 13.9 percent of the labor force.

Even during periods of economic expansion, young workers aged 16-24 experience an unemployment rate substantially higher than the rate for all workers. This is mainly due to the fact that young workers are less settled into a career or an employer. As previous recessions have shown, youth unemployment is particularly sensitive to economic performance, i.e. it increases extremely sharply during periods of economic slowdown but also falls rapidly once the economy recovers.

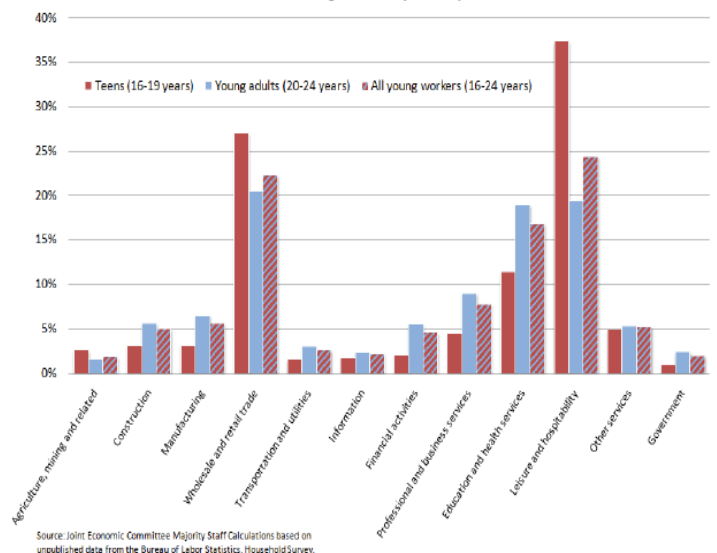
This can be partly explained by the fact that younger workers are more likely to be employed in cyclically-sensitive industries such as leisure and hospitality or wholesale and retail trade. In addition, young workers are often employed in temporary positions or the newest employees on the payroll and consequently among the first ones to lose their jobs should economic conditions deteriorate.

Unemployment rates of young adults and the total population, 1971-present



Source: *Economic Policy Institute: "The Kids Aren't Alright. A Labor Market Analysis of Young Workers." Briefing Paper*
by Kathryn Anne Edwards and Alexander Hertel-Fernandez (April 2010)

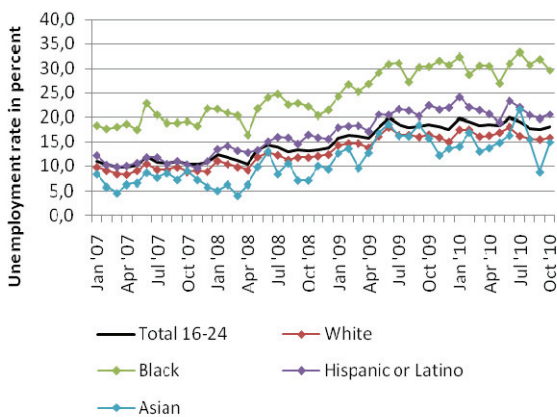
Distribution of Young Workers by Industry, 2009



Source: *"Understanding the Economy: Unemployment Among Young Workers." Report by the U.S. Congress Joint Economic Committee Representative Carolyn B. Maloney, Chair (May 2010)*

Young workers have been particularly vulnerable to unemployment during this recession as they were literally "crowded out" of the labor market by the large number of job seekers. Facing the worst recession in the post-war era, it may seem only natural that youth unemployment hit its highest level since the BLS began tracking unemployment in 1947. However, additional factors add to youth unemployment. In particular, many older workers have delayed retirement or decided to return to the job market. The trend to delay retirement began in the late 1990s but a main reason for the current development lies within the bursting of the housing bubble in 2007: many people have lost a significant portion of their retirement and now try to compensate for that loss by staying in the labor market. Certainly, this trend will help bolster Social Security and Medicare, especially as Baby Boomers reach retirement, but it also adds to the hardship of young people looking for job openings.

Unemployment Rates for 16-24 Year Old by Race and Ethnicity, January 2007 - October 2010



Source: Not seasonally adjusted data from the BLS.

Lower education increases the vulnerability to labor market deterioration and the crowding out by older workers. Nonetheless, the unemployment rate for those holding a Bachelor's degree or more has also increased sharply between April 2007 and April 2010, rising from 3.7 percent to 8.0 percent. In addition, college graduates are often forced into low skill jobs and the benefits of a college degree are not uniform among 16-24 year

olds. The unemployment rate for young black college graduates, for instance, was 15.8 percent in April 2010.

The situation is particularly worrisome for minority youth. As youth unemployment has risen, inequalities between races have become more apparent. This trend largely reflects the increase in disparities in the U.S. labor market as a whole. Not seasonally adjusted data from the BLS reveals that while 16-24 year old White workers saw the smallest increase in unemployment between October 2007 and October 2010 (+7.1 percentage points), the unemployment rate for Black youth increased 10.5 percentage points. Young Black workers have by far the highest unemployment rate (29.7 percent in October 2010 compared to 15.9 for White, 15.0 for Asian, and 20.6 for Hispanic).

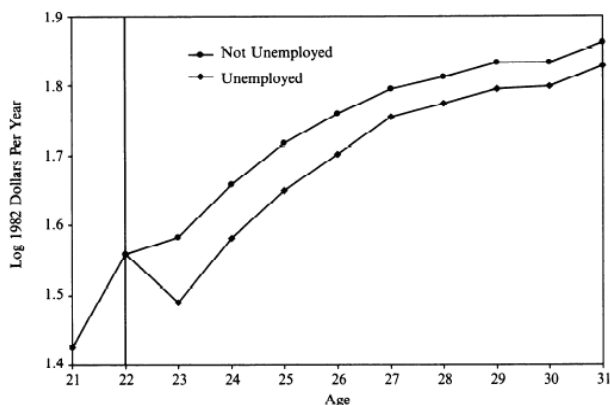
The youth unemployment rate is extremely high, yet it reveals only parts of the problem facing teens and young adults. Indeed, the unemployment rate does not account for the dramatic drop in labor force participation. In October 2010, the participation rate for those aged 16-24 years was 55.3 percent, down from 59.2 percent three years earlier. The decrease in labor force participation is partly reflected by an increase in the number of 16-24 year olds enrolled in either high school or college. These findings are coherent with previous research on the effects of labor market conditions on school enrolment which is grounded in the so-called *warehouse hypothesis* (when economic conditions are unfavorable, schools act as a "warehouse" buffering youth from unstable labor market conditions.) However, while leaving the labor force to enroll in school can improve the prospect of finding work later on, it does not solve the underlying problem of high unemployment for both college graduates and non-graduates.

FOREIGN VIEW

Youth unemployment has severe consequences on an individual as well as on a collective level.

The low labor force participation and employment rates for 16-24 year olds are especially alarming considering the medium and long-term implications unemployment can have for young workers and for the economy as a whole. The “scarring effects” of early unemployment or underemployment can have a prolonged negative impact on human capital investment, productivity, earnings, skills, and future employment.

Lisa Kahn, a Yale school of management economist, observed an initial wage loss of 6 to 7 percent for a 1 percentage point increase in the unemployment rate measure, analyzing the labor market situation of white males who graduated from college between 1979 and 1989. Kahn found that workers who graduated in worse economies are on average in lower-level occupations and even 15 years after college graduation, the wage loss is 2.5 percent. Earlier research by Thomas Mroz and Timothy Savage led to similar conclusions.



Source: "The Long-Term Effects of Youth Unemployment." Research Paper by Thomas A. Mroz and Timothy H. Savage (Spring 2006)

Experiencing unemployment can be particularly hard for young workers as they might be not be eligible for unemployment insurance and are not likely to have accumulated much savings. The

financially difficult situation of young adults is often exacerbated by high levels of college debt.

Especially with the recession student loans – and default rates – have increased sharply. According to most recent data from the National Postsecondary Student Aid Study, graduates in 2008 finished college with an average of \$23,000 in student loan debt. At the same time, the default rate reached 7.2 percent, the highest level since 1999.

Record unemployment, growing college enrolments and increased indebtedness also help explain why fewer young people decide to live on their own. The proportion of adults aged 18 to 29 who live alone declined from 7.9 percent in 2007 to 7.3 percent in 2009. Though the impact might be relatively small, this also impedes the recovery of the U.S. housing market, as the real estate market and the job market are highly correlated.

Besides direct economic costs, one can also be concerned about important social impacts of youth unemployment as manifested by increased crime, drug abuse or social exclusion. The problem of high youth unemployment has certainly been recognized

and some action including the American Jobs and Closing Tax Loopholes Act has been taken. Yet it appears that youth unemployment still gets too little attention as it is often disconnected from layoffs and partly hidden by the drop in labor force participation and the rise in school enrollment.

Some action has been taken but the problem of high youth unemployment remains essentially unsolved.

Through the American Recovery and Reinvestment Act of February 2009, for example, states received \$1.2 billion in funding to provide employment and training activities targeted at disadvantaged youth. In March 2010, the House passed the Disaster Relief and Summer Jobs Act, providing \$600 million for an additional 300,000 summer jobs. (Known as Supplemental Appropriations Act of 2010, the bill was signed

into law by President Obama on July 29th). Beyond job programs, the Health Care and Education Affordability Reconciliation Act of

2010, signed into law on March 30, includes large investments in financial aids for students.

Despite the fact that steps in the right direction have been taken, youth unemployment has remained extremely high, suggesting that further job training and employment programs are necessary. Creating incentives to further increase mobility among young workers and encourage them to change occupations or move to faster growing parts of the country might also yield positive results.

Stronger growth and a reduction in overall unemployment would be most important to substantially reduce youth unemployment. Unfortunately, the situation of the U.S. labor market has hardly improved over the past months. Overall, job growth in the first three quarters of 2010 hardly exceeded the level required to keep pace with population growth. These facts give rise to a rather grim outlook: if the situation does not improve quickly, the Great Recession might have a substantial negative impact on an entire generation years from now, with especially low-income minority teens being in danger to end up permanently economically marginalized.

Marie-Charlotte Gütlein.

LA GUERRE DES MONNAIES : ETAT DES LIEUX

Un nouveau volet de la guerre des monnaies s'est récemment ouvert avec l'annonce par la FED de l'injection de 600 milliards de dollars dans l'économie américaine ; une occasion de revenir sur le choc des titans. Un dossier d'Oscar Cohen et Julien Barlan.

LE YUAN EST-IL VRAIMENT SOUS-EVALUÉ ?

Alors que cela fait plusieurs mois qu'on lit dans tous les médias les exhortations constantes faites à la Chine par les différents chefs d'Etat de réévaluer sa monnaie, la question est pour le moins provocante... mais justifiée. Sur quoi se fondent les chiffres que politiques et journalistes lancent à tout-va? Cet article interroge la capacité de la sphère économique à établir une réponse univoque, afin de donner une base objective au débat qui fait rage au cœur de la guerre des monnaies.

Pour dénoncer la sous-évaluation du yuan, le monde politique rivalise de chiffres, à l'instar du Parlement américain qui a déjà reconnu une sous-évaluation de 40% du RMB (The Currency Harmonization Initiative Act through Neutralizing Action, *Act of 2003* qui autorise des actions appropriées en cas d'échec des négociations avec l'Etat chinois). Mais quel est le véritable crédit que l'on peut donner à cette estimation ? Le monde économiste est loin d'arriver à un consensus sur cette question. Les avis divergent et les estimations surprennent par leur disparité: du fameux 40% de sous-évaluation (Pregg) à l'idée que le yuan n'est pas sous-évalué (Yang, Bajoux-Besnainou), en passant par une estimation intermédiaire de 15-25%

(Goldstein). Il existe une raison simple à ces désaccords: il n'est pas aisé de déterminer la sous-évaluation exacte de la valeur actuelle du RMB. Et pour cause, la valeur que le yuan devrait atteindre ne peut être qu'hypothétique. En réalité, les économistes disposent de plusieurs instruments pour estimer cette valeur, et observer l'éventuel écart avec le taux de change, mais aucun de ces outils n'est irréprochable.

Le premier moyen de calculer le taux de change théorique se nomme communément la parité de pouvoir d'achat. L'idée est simple: en assumant une absence de friction dans le commerce international sur des biens universels, la loi du prix unique s'applique. Le taux de change doit alors être égal au ratio des prix du bien. Une des PPA récurrentes dans la controverse du yuan est celle basée sur l'indice Big Mac, qui utilise le fameux sandwich *made by MacDo*, et donc universel, comme référence. La comparaison des prix entre pays (3,73 dollars aux Etats-Unis et 12,9 yuan en Chine) nous donne un taux de change de 3,48 yuan pour un dollar. Par comparaison au taux de change du moment (6,78 Y/\$), la sous-évaluation estimée atteint les 48%. De nombreuses critiques viennent relativiser l'élégance du raisonnement. Les

pourfendeurs du yuan chinois oublient par exemple que l'indice Big Mac implique une importante sous-évaluation d'un grand nombre de monnaies, et non uniquement du yuan - parmi lesquelles le dollar australien, le rouble russe, ou le peso brésilien. L'écart entre le taux de change issu de la PPP, et celui de l'économie réelle reflète en premier lieu une différence des coûts auxquels fait face l'entreprise dans la production du bien. Or, si certains de ces coûts sont susceptibles d'être identiques entre la Chine et les Etats-Unis, d'autres, de toute évidence, ne le sont pas ; à commencer par le travail. Comme chacun sait, la Chine se distingue encore des économies développées par le très faible coût de sa main d'œuvre. Ce n'est donc pas forcément une sous-évaluation de la monnaie, mais des coûts moindres qui expliquent la différence entre prix chinois et américains. Une seconde critique réside dans la différence de concurrence dans les deux marchés. On imagine facilement que MacDonald's dispose d'un plus grand pouvoir d'ajustement des prix aux Etats-Unis qu'en Chine, où la concurrence sur le marché de la restauration est plus forte et commence à un prix bien moins élevé. D'autres PPA peuvent être considérées et disposent d'une plus grande crédibilité, notamment en raison de la prise en compte d'un ensemble élargi de biens, ou encore d'un raisonnement affiné comme dans le cas de la parité relative, qui consiste à mesurer le taux de change par rapport aux taux d'inflations. Mais d'une manière générale, les critiques formulées restent pertinentes: il est difficile d'estimer précisément la sous-évaluation du yuan. Une chose est sûre : un (éventuel) rattrapage des salaires chinois sur les salaires américains devrait à terme s'accompagner d'une appréciation du yuan – ce que les économistes appellent l'effet Balassa-Samuelson.

Les adeptes de l'existence d'une sous-évaluation forte du yuan s'appuient aussi sur l'analyse des balances commerciales pour justifier leur opinion. Aujourd'hui, le déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine a

dépassé 200 milliards de dollars par an. L'argument connaît néanmoins un défaut de logique: on cherche à prouver la véracité de l'accusation - la Chine sous-évalue sa monnaie - par la gêne occasionnée - le déficit américain face à la Chine-. Or, ce déficit s'explique en partie par d'autres facteurs : une orientation de la demande américaine pour des biens étrangers plus marquée, la masse d'IDE en direction de la Chine, la compétitivité chinoise structurelle (due aux bas salaires), et la politique chinoise d'aide à l'export sont autant d'éléments qui conduisent à une détérioration de la balance commerciale américaine. L'aide à l'export prenait la forme de 15% de remise sur les taxes pour tout produit exporté. Il est à noter que le gouvernement chinois a annoncé le 23 Juin dernier, la suspension de cette exonération pour plus de 406 biens exportés. Une annonce très appréciée par les dirigeants américains.

Malgré ces difficultés de mesure, les récentes évolutions trahissent une probable sous-évaluation du yuan. Le surplus de la balance commerciale chinoise a littéralement explosé ces dernières années alors que le yuan ne s'est en comparaison que faiblement apprécié. Le taux de change bloqué à 8Y/\$ de 94 à 2004, a progressivement diminué jusqu'à 6,3Y/\$ aujourd'hui. Si traditionnellement la Chine jouissait d'un excédent commercial important face aux Etats-Unis, le niveau de sa balance commerciale totale était bien plus modeste (+ 44 milliards soit 3% de son PIB en 2002). Or, la Chine atteint à présent plus de 150 milliards de dollars par an d'excédent commercial. (En octobre, l'excédent cumulé pour l'année 2010 était de 147 milliards.)

Un autre argument fort pour une sous-évaluation actuelle du yuan réside dans la logique des dynamiques entre balance des comptes courants et taux de change. L'idée est la suivante. Un déficit commercial entre les Etats-Unis et la Chine équivaut à un transfert de richesse des américains vers les chinois. En raison de l'existence d'un « home bias » -

tout peuple achète davantage d'actifs et biens dans leur monnaie que dans les monnaies étrangères - la demande pour le dollar diminue. Le dollar doit alors en toute logique se déprécier. Ceci correspond à un nouvel équilibre entre l'offre et la demande du dollar sur le marché des monnaies, le *forex*. Mais depuis le déficit des années 1980, cette dépréciation n'est pas observée. Quelle raison à cela ? La disparition de ce mécanisme *naturel* est principalement due à l'accumulation des réserves en dollar par la Banque Populaire Chinoise. L'achat de grande quantité supplée la baisse de demande globale pour le dollar. Cette politique monétaire nommée *le pegging* est utilisée par la Chine, que l'on accuse par ce biais de maintenir artificiellement le taux de change constant. La Chine, elle, justifie sa politique de *pegging* dans une recherche de stabilité de sa monnaie. En effet, disposer de réserves dans une monnaie solide, et par excellence le dollar, est une garantie de solidité et de solvabilité pour une économie dont les mécanismes financiers sont encore en construction. Lors de la crise asiatique de 1997, alors que le bath thaïlandais ou le won coréen s'effondraient, le yuan s'était d'ailleurs révélé un pilier de la région est-asiatique. Aujourd'hui on peut dire que la Chine a poussé *la vertu jusqu'au vice*: la Banque Populaire Chinoise dispose de ressources composées massivement d'actifs en monnaie américaine qui s'élèvent à plus de

2400 milliards de dollars, soit 70% de ses réserves totales. La Chine possède ainsi 22% des Bons du Trésor américains. Si la politique de *pegging* avait au départ des vertus stabilisatrices, menée à une telle échelle, elle perturbe profondément l'équilibre du marché des monnaies et menace à terme les économies américaines et chinoises ; la première risquant de voir sa monnaie s'effondrer si la Chine et les autres économies asiatiques cherchent à diversifier leurs réserves dans l'avenir, la seconde risquant d'énormes pertes en cas d'effondrement du dollar.

Le Yuan est-il sous-évalué ? Sous l'éclairage des récents événements, l'analyse économique nous enseigne que oui. Mais l'estimation exacte de cette sous-évaluation est une question complexe et comme dans toute science, prête à discussion. Si l'estimation de Pegg, une sous-évaluation de 40%, paraît clairement exagérée, les chiffres soutenus par Golstein et Lardy sont plus convaincants. La récupération d'un chiffre comme parole d'évangile n'appartient plus au débat économique objectif ; derrière se cache une intention politique, et entrent en jeu les intérêts de certains groupes ou lobbys. C'est averti de ces dangers de dérive, et conscient de la complexité de la réponse à une question qui paraît simple, que l'on peut aborder, bien armé, le débat sur la guerre des monnaies.

O. C.

LES ENJEUX DE LA SOUS-ÉVALUATION DE LA MONNAIE CHINOISE

Le terme de "guerre" n'est pas choisi par hasard, bien au contraire. Les enjeux économiques relatifs à la sous-évaluation sont suffisamment importants pour que les dirigeants politiques se saisissent du problème. La question de la dévaluation monétaire n'est pas sans rappeler les déséquilibres économiques de l'entre deux guerres, où la course à la compétitivité avait été un facteur décisif à l'avènement de la Seconde Guerre mondiale. Par ailleurs, il est possible que la Chine ait fait de la faiblesse de sa monnaie un argument politique dans le cadre d'une "guerre" économique avec les Etats-Unis, avec comme arme numéro un la désinflation compétitive. Aussi, la question des taux de change et de l'appréciation naturelle a été au cœur des discussions (infructueuses) du G20 de Séoul, au début du mois de Novembre. Nous tacherons donc de voir quels sont les enjeux économiques de la dévaluation du Renminbi. Il est pertinent d'aborder cette problématique sous trois aspects: quels sont les mécanismes économiques techniques qui permettent à la Chine de "*dollariser*" sa monnaie et comment cela nuit aux exportations américano-européennes, pourquoi est ce que les Etats-Unis sont plus véhéments sur cette question que l'Europe tout en n'ayant pas forcément intérêt à ce que le dollar s'apprécie trop en raison du poids de leur dette, et enfin nous verrons comment cette question des importations chinoises pourrait, par effet domino, menacer jusqu'à l'existence même de la monnaie unique européenne.

Premièrement, voyons donc comment les taux de change se fixent techniquement. Il existe deux catégories, la première dite des taux de change flottants à laquelle appartiennent des devises comme l'Euro et le dollar, la seconde étant celle des taux de change fixes. Cette dernière option a notamment été privilégiée durant la fameuse période des Trente Glorieuses dans la mesure où elle permettait d'éliminer les aléas commerciaux dus aux taux de change. Mais depuis la disparition de ce "système de Bretton-Woods", les taux de change E se fixent au gré de l'offre et de la demande, en obéissant à la règle suivante:

$$(1) E = \frac{\alpha X^*}{\beta X + \gamma F}$$

Où $\alpha, \beta, \gamma > 0$ sont des paramètres d'offre et de demande, X^* est la demande étrangère, égale à l'offre à l'équilibre, X est la demande domestique et F est la dette extérieure. Alors que la demande domestique chinoise est assez faible, que la demande de biens manufacturés en Chine est très importante et que la dette chinoise se réduit (-8.61% entre 2009 et 2010 d'après le CIA World Fact Book), la Chine défie donc les lois mathématiques. Le Yuan devrait s'apprécier, mais ce n'est pas le cas.

Le Renminbi est *dollarisé*, c'est à dire qu'il subit la plus rigide des méthodes que comprend l'arsenal des taux de change fixes. Dans le cadre d'un taux de change flottant il devrait s'accroître, aussi les dirigeants chinois, par des mécanismes macroéconomiques assez simples, font en sorte que le rapport entre le dollar et leur monnaie soit toujours constant autour de $\$1 = 6.62\text{CNY}$

Si l'on dénote B la balance commerciale, ΔF la variation de la dette et ΔR la variation des réserves de devises détenues par une banque centrale, un taux de change est maintenu fixe en maintenant toujours vraie l'équation suivante:

$$(2) B + \Delta F = \Delta R$$

La balance commerciale chinoise est largement excédentaire, elle représente +9.6% de son PIB. Par ailleurs, sa dette décroît. En 2008, elle avait diminuée de 9.1% de son PIB. Ceci signifie qu'il y a une forte pression à l'achat des biens chinois. L'effet de la dette est plus ambigu. En théorie, la réduction de la dette entraîne une réduction du transfert de richesse vers les autres pays. Ces derniers étant sensé obéir à la loi du "biais domestique" qui consiste à consommer en priorité des biens nationaux, estomper ce biais permet ainsi de doper la production de bien nationaux en stimulant la consommation intérieure. Toutefois, ceci est techniquement discutable car de nombreux biens à faible valeur ajoutée consommés dans le monde sont fabriqués en Chine, ce qui remet quelque peu en cause la théorie du biais domestique.

Quoi qu'il en soit, pour que l'équation 2 soit vérifiée, si $B + \Delta F > 0$ alors $\Delta R > 0$. La Chine accroît donc sans cesse ses réserves de dollars en achetant directement sur le marché, ceci permettant de maintenir une pression à la hausse sur le billet vert tout en maintenant un taux de change fixe dollar/renminbi.

Concrètement, l'impact sur les exportations se mesure à l'aide du taux de change nominal e .

$$e = E \frac{P^*}{P}$$

Où E est le taux de change réel étudié plus haut, P^* est le niveau des prix des biens étrangers, souvent mesuré par un panier de biens, rapportés en monnaie nationale grâce à E . P est le niveau des prix dans le pays domestique. Supposons que ce dernier soit la Chine.

E est alors mesuré en CNYUSD, qui est le terme technique pour désigner le rapport k Yuan/ 1\$. Ce dernier étant constant et environ égal à 6.60 à la fin 2010, les biens américains ou européens sont très chers relativement aux biens chinois. Ce qui implique que le ratio P^*/P est largement supérieur à 1. Avec une monnaie faible, E est fort, P^*/P l'est aussi, et donc plus e est élevé, plus le pays est compétitif.

C'est ainsi tout l'enjeu du yuan faible, et des désinflation compétitives en règle générale. Les Etats tentent d'accroître leur compétitivité en essayant d'accroître la valeur de E . Il existe de nombreuses méthodes pour cela, comme l'achat de devises étrangères dans un régime de taux de change fixes, ce qui maintient une pression à la hausse sur les monnaies des autres pays. Mécaniquement, la monnaie domestique restera donc relativement faible.

Il est intéressant de noter que les Etats-Unis sont plus véhéments que l'Union Européenne sur cette question. Les chiffres français sont effarants : en 2006, les principaux clients de l'hexagone étaient l'Allemagne (15,8%), l'Espagne (7,8%), l'Italie (8,16%), le Royaume-Uni (7,04%), la Belgique (7,44%), les États-Unis (5,65%) et les Pays-Bas (3,99%). Mais il en va de même pour l'Allemagne, le Royaume-Uni ou de l'Espagne: l'Europe est très mal placée dans son positionnement économique avec la Chine, là où en 2008, cette dernière représentait 5.5% des exportations états-uniennes. C'est ainsi que les Etats-Unis insistent beaucoup pour que la Chine accepte de réévaluer sa monnaie.

Pourtant, il existe un enjeu sous-jacent à celui des exportations : celui de la dette américaine. La Chine est le premier créancier des Etats-Unis, ce qui lui confère un levier de pression assez important. Les Chinois argumentent qu'une appréciation du dollar ne ferait qu'augmenter le poids de la dette américaine et donc rendrait les remboursements plus douloureux. La position américaine est donc ambivalente. S'il

semblerait bon pour l'économie américaine que ses exportations vers la Chine soient stimulées par une appréciation du yuan, la baisse mécanique du dollar qui s'en suivrait alourdirait considérablement le poids de ses créances envers l'Empire du milieu. Cette pression permanente sur le dollar permet ainsi aux américains de financer leurs dépenses de fonctionnement, en vendant des Bons du Trésor aux Chinois. Dans la mesure où il est en général recommandé d'être en bons termes avec son banquier, les protestations américaines se heurtent à la réalité économique : sans la Chine, et donc sans l'endettement, le train de vie de la première puissance mondiale se verra considérablement réduit.

Ainsi les Etats-Unis se voient contraints de rendre leur monnaie plus attractive en utilisant une technique très simple dans un régime de change flottant : celui de la planche à billet. Récemment, la banque centrale américaine a annoncé son intention d'injecter plus de 600 milliards de dollars dans le système, méthode dite de *quantitative easing*, pour tenter de stimuler une relance qui peine à se montrer. Cette manne supplémentaire couplée à un taux d'intérêt directeur très faible et proche de zéro est censée permettre de doper la demande et donc de stimuler la reprise économique.

Or, ce procédé peut s'avérer dangereux. Premièrement, il entraînera des tensions inflationnistes. En effet, l'injection de liquidité permet d'accroître la demande de biens. Or, si la croissance, mesurée par le PIB, est molle, il existera un décalage entre l'accroissement de la demande et la faiblesse de l'offre. Ceci résultera en une augmentation des prix qui risque de mettre en danger, à terme, la reprise économique, ce qui est donc l'effet inverse de celui recherché. Deuxièmement l'histoire nous a enseigné que les guerres commerciales ne sont pas bonnes. Si elles reflètent avant tout une morosité du contexte économique international, elles conduisent à des tensions

géo-politiques et à une crispation des relations internationales : les nombreuses dévaluations des années 1930 ont certainement accru les tensions entre les puissances européennes, ce qui a conduit in fine à la guerre.

Enfin, le fait que la Chine ne respecte pas des règles de marché qu'elle a pourtant accepté en rejoignant l'OMC en 2001, pourrait s'avérer néfaste pour l'existence même de l'Euro. En effet, privés du levier monétaire national ainsi que d'un gouvernement économique européen qui aurait dû en toute logique voir le jour avec l'avènement d'une monnaie unique, les pays membre de la zone Euro pourraient à terme souhaiter retrouver une souveraineté monétaire pour tenter de se garantir un taux de change faible sur la scène économique internationale.

Et du même coup participer à la très négative spirale des désinflations compétitives, insufflée par la faiblesse du yuan chinois.

J.B.

ASSESSING LEPETIT REPORT ON SYSTEMIC RISK

OR WHAT ECONOMIC THEORY TELLS US ABOUT CAPITAL TAX

In April 2010, almost two years after the financial crisis hit Europe, Jean François Lepetit, former Chairman of the Conseil National de la Comptabilité (CNC), delivered his report on systemic risk in finance to the Minister of Economic Affairs Christine Lagarde. This 100-pages report divided in two parts (“Identifying systemic risk” and “Preventing and managing systemic risk”) gave rise to many reactions at the time of its publication. Systemic risk is defined as “a risk of disruption to financial services that is (i) caused by an impairment of all or parts of the financial system and (ii) has the potential to have serious negative consequences for the real economy”⁵. The proposal section of the report is clearly more ambitious than similar studies published by regulators before the crisis⁶. Besides hedge funds regulation, the idea that has been commented the most is the one of a general tax on financial activities. What does economic theory tell us about the impact of such a tax on the economy?

⁵ *Guidance to Assess the Systemic importance of financial institutions, markets and instruments*, 20 Octobre 2009, FMI – BRI – CSF.

⁶ Noyer’s 2007 article is quite symptomatic of that “time inconsistency” phenomenon that has affected economic advisers since the 2008 financial crisis. Christian Noyer is the Banque de France Governor. In *Hedge Funds, What are the main issues?*, it can be read that “the health and dynamism of modern financial markets strongly depend on the existence of innovative and risk taking investors and institutions. Hedge funds play an important role in fostering market efficiency and stability.”

Let’s look first at the specifics of the proposed tax and the reasons why it has been advocated. According to the report, two main characteristics of financial markets can provoke systemic risk. The first is the oligopolistic nature of agents in financial market. It is particularly true of investment banks, prime brokers (that include banks themselves), and hedge funds. The second is the tendency of these same agents to undervalue the aggregate risks attached to some financial market activities, namely credit securitization, the surge in over-the-counter (OVC) derivatives trading, or the uncontrolled use of non-consolidated special purpose vehicles (SPV)⁷.

The combination of these two features produces negative externalities in financial markets that cannot be captured by usual micro-prudential regulations (ex: capital stock ratios). The existing macro-prudential instruments are not adapted to the measure of systemic risk. For instance, the value-at-risk (or VaR), which measures the maximal potential loss associated with unfavorable price volatility during 10 days, is not adapted to situations of extreme financial risks - typically the one preceding the crisis - or of strong market illiquidity. The report therefore advocates the use of new macro-prudential regulations in addition to the reform of micro-

⁷ Special Purpose Vehicle (SPV) : A shell company that is created to hold a portfolio of assets such as bonds or derivatives contracts, and then issue securities backed by those assets. It may be created by a bank, but is a separate legal entity.

prudential policy. The proposed tax is seen as a possible macro-prudential instrument⁸ since it aims at internalizing the negative externalities observed in financial markets.

According to the report, the tax should be designed in such a way that paying the tax would not guarantee any rescue plan for the Bank. In other words, it should not be seen as an insurance against default that would have the pernicious effect of enhancing moral hazard. Hence, it should be affected to the budget of the State, and not to a special purpose fund or institution. The tax is aimed at deterring risk incentives. Therefore, it should be higher for riskier assets and illiquid assets that are more likely to provoke systemic risk. It should apply to all financial market agents, regulated and unregulated, including unconsolidated entities like SPV, so that there would be no possibility for regulatory trade off. Last but not least, its international implementation should be a requirement to limit free riding and tax competition among countries.

The economic literature on the effects of capital taxes is very large. However, the tax proposed in the Lepetit report is aimed at preventing systemic risk, it does not deal with the benefits of taxing capital *per se*. I will therefore not cover the debate on optimal capital taxation in this article. If you feel interested, I advise you to read chapter 6 of Salanié's book *The Economics of Taxation*.

Taxing asset income is expected to discourage risky activities by confiscating part of the returns of these activities. This is of

course what the report is assuming. However, Domar and Musgrave (1944) argued that taxing risk could have the opposite effect: encouraging risk-taking by having the government "absorb" part of the initial risk. This is an interesting result besides the usual moral hazard argument often employed to oppose government taxation on capital. Still, this result only holds considering a particular set of assumptions. Indeed, if one looks at a simple portfolio choice model with a risky asset and a safe asset, both facing the same tax⁹, the Domar-Musgrave phenomenon will only be true when the interest on the safe asset is null (ex: money in a world without inflation). When this assumption does not hold, taxing risky assets effectively induces an increase in risk aversion and therefore deters risk-taking. Another problem in the Domar-Musgrave result is that it only works if it is assumed that the government shares both losses and gains, in other words, if it subsidizes investors when they make losses. However, when this assumption is released ("no loss offset" rule), taxation always reduces risk-taking.

The *Lepetit report* insists on the international nature of the proposed tax. Indeed, as recalled by Sorensen (2002), economic theory identifies at least three effects that a unilateral increase of capital tax can have on the economy. First an investment reallocation effect: capital returns increases in the rest of the world (ROW), which has a negative effect on the domestic economy but a positive effect for the ROW. Second, the saving effect: taxing capital decreases savings and therefore reduces national investment abroad. This would have a negative effect on the ROW. Third, the tax-exporting effect (or terms-of-trade effect): depending on the net foreign asset position of the country, the tax increase can either benefit the domestic country (if it is a debtor to the ROW) or deteriorate its balance of payment (in the opposite case). These effects display the many externalities that can influence the

⁸ The Bank of England similarly insisted on the role of macro prudential policy in a discussion paper dated from September 2009. However, it is worth insisting that the Bank of England did not at the time consider taxation as being part of such policy.

⁹ Salanié, B. *The economics of taxation*. MIT Press, 2003, p. 50-51

DECIPHERING

outcome of such a tax. International cooperation could therefore internalize these externalities and facilitate the determination of an optimal level of taxation. It can be mentioned that Sorensen also tried to measure the benefits of tax coordination. Using a general equilibrium model, he found that inefficiencies due to tax competition indeed had a negative effect on economic growth, though not economically significant.

In conclusion, economic theory does not seem to oppose the idea that a global tax on risky activities could indeed reduce systemic risk. Again, I did not discuss the effects that such a tax could have on the financing of the economy, which is a much more complex matter. What is certain is that there is no evidence that financial activities associated with the surge in investment banking and trading have contributed to economic growth and productive investment in the last two decades. Quite on the contrary, this “bubble” could well have generated a crowding out of the productive sector, as argued by Pierre Cahuc and Edouard Challe in their article *Produce or Speculate? Asset Bubbles, Occupational Choice and Efficiency* (October 2010).

Clément Bellet.

RENCONTRE AVEC PIERRE CAHUC

Economiste français, Pierre Cahuc a créé avec Yann Algan le Master Economics and Public Policy issu du partenariat entre SciencesPo, l'Ecole Polytechnique et l'ENSAE. Chercheur au CREST, au CPR et à l'IZA, membre du Conseil d'Analyse Economique, il a publié de nombreux articles sur l'économie du travail dans de prestigieuses revues scientifiques. Son dernier livre co-écrit avec André Zylberberg, Les Réformes ratées du Président Sarkozy¹⁰, analyse minutieusement les réformes majeures de 2007-2009. Le bilan dressé est clairement négatif puisque les réformes aggravent les problèmes qu'elles avaient pour objectif de résoudre. Cette accumulation d'échecs n'est néanmoins pas inéluctable puisqu'elle s'explique par une méthode inappropriée reposant sur l'utilisation d'une politique d'« étouffement » et de « conciliation ». Le lecteur apprécie surtout le détachement de parti pris et des règlements de compte sans fondement argumentaire devenus récurrents dans les médias. Pierre Cahuc a accepté de répondre aux questions d'Epsilon.

Votre formation témoigne d'une volonté de pluridisciplinarité dans les sciences sociales - économie, droit, sciences politiques. Quels sont les avantages d'un tel parcours ?

La pluridisciplinarité permet d'avoir une vision transversale car il existe une complémentarité entre ces trois matières. L'économie est théorique et permet une structure intellectuelle pour conceptualiser les problèmes. Le droit est une manière de comprendre les institutions. Quant aux



sciences-politiques, cette discipline sans corpus théorique unifié permet d'aborder des faits et l'histoire apportent un éclairage sur la société.

Pourquoi l'économie ?

J'ai choisi l'économie car elle est plus unifiée intellectuellement et plus "scientifique". Le droit constitue plutôt une pratique et une complémentarité. Quand nous avons créé ce Master [*Economics and Public Policy*] avec Yann Algan, nous étions convaincus que ces disciplines sont importantes pour que la vision des économistes ne soit pas seulement technicienne et pour former des chercheurs praticiens. Nous voulions insister sur une bonne connaissance des institutions et répondre à la difficulté de communiquer les conclusions des études économiques. J'ai commencé par l'économie, j'ai poursuivi par le droit et les sciences politiques, pour enfin me spécialiser en économie.

¹⁰ Pierre Cahuc et André Zylberberg, *Les Réformes ratées du Président Sarkozy*, Flammarion, 2009.

INTERVIEW

Finalement, ce Master s'inscrit dans la continuité logique de mon parcours.

Que pensez-vous de l'enseignement de l'économie aujourd'hui ? Est-il trop théorique et déconnecté des enjeux sociétaux actuels ?

Les façons d'enseigner l'économie sont très diverses. Cela a beaucoup changé. Lorsque j'ai commencé, on lisait Adam Smith et Ricardo et j'ai dû avoir seulement trois heures de microéconomie dans toute ma formation... En créant ce Master, nous avons justement essayé de procurer une formation allant au-delà des bases théoriques afin de former des étudiants capables de lire des articles de recherche et d'écrire des papiers. La microéconomie est très importante pour penser les problèmes économiques. Il faut ajouter à cela des informations sur les institutions pour nourrir la réflexion et appliquer les outils présentés.

Lorsque j'ai commencé l'économie à Sciences Po, le mot d'ordre était d'utiliser un minimum de mathématiques et de tout expliquer avec des mots et des graphiques. Cette approche est très différente des cours que nous pouvons avoir à Polytechnique. Pouvait-on réellement envisager de faire de l'économie sans mathématiques ?

La formalisation mathématique est la manière dont les économistes théorisent et communiquent. Il existe un langage formalisé qui a de bonnes raisons de l'être, il est donc fondamental de l'acquérir pour comprendre les travaux spécialisés. Ce langage est utile pour comprendre la cohérence des raisonnements et pour traiter de questions quantitatives.

A la lecture de votre dernier livre et au regard de l'actualité, on a le sentiment que le seul moyen d'être un véritable acteur (objectif) de la politique économique, est d'être détaché de toute organisation politique. Qu'en pensez-vous ?

Dans le livre [*Les réformes ratées du président Sarkozy*], André Zylberberg et moi adoptons une démarche d'économiste : notre but est de comprendre les implications des réformes récentes. Nous essayons d'être précis sur les textes votés et leur impact sur les grandeurs économiques.

Notre démarche consiste à s'attaquer à un problème précis. Prenons par exemple la défiscalisation des heures supplémentaires. Nous soutenons que cette mesure crée d'importants effets d'aubaine et risque de susciter une importante optimisation fiscale sans effets avérés sur la durée du travail. L'étude que nous avons réalisée par la suite avec Stéphane Carcillo¹¹ confirme les intuitions du livre. Nous comparons les salariés qui résident en France ayant bénéficié de la réforme de 2007 et les travailleurs frontaliers, qui constituent le groupe de contrôle car ils n'ont pas été touchés par la défiscalisation. Contrairement aux effets escomptés, les heures travaillées des salariés français n'ont pas augmenté relativement à celles des frontaliers. Cependant, à partir d'octobre 2007, nous observons une augmentation des heures supplémentaires non-déclarées. Il y a donc eu un effet d'aubaine, notamment pour les cadres qui ont le plus bénéficié de cette optimisation fiscale.

Pour en revenir à la question, pour comprendre les implications économiques, il faut en connaître les détails. Tout n'est pas affaire d'opinion. Les personnes avec qui je travaille et moi-même, sommes sensibles au fait que notre démarche est non-partisane. J'ai critiqué les 35 heures, politique d'un gouvernement de gauche, comme je critique les heures supplémentaires défiscalisées mises en place par un gouvernement de droite. Ainsi, nous sommes quelquefois amenés à critiquer le gouvernement au pouvoir et il y a quelquefois des déçus.

¹¹ *La défiscalisation des heures supplémentaires : les enseignements de l'expérience française*, Pierre Cahuc et Stéphane Carcillo, Octobre 2010.

En tant qu'économistes, nous essayons d'appréhender le monde réel. Au contraire, la politique ne suit pas du tout la même logique. L'objectif des hommes politiques est l'élection. La priorité est le rapport au discours et non au réel. Telle est la règle du jeu : prendre des distances avec le réel, contrairement à la démarche d'un "scientifique". Il est vrai que beaucoup d'économistes font de la politique quand ils s'expriment et mettent entre parenthèses le réel sous le chapeau d'économiste. Je pense que nous devons éviter d'entrer dans ce jeu pour conserver notre légitimité.

Le master EPP insiste beaucoup sur l'évaluation des politiques publiques. A la lecture de votre livre, cela apparaît fondamental pour instaurer des politiques efficaces et adaptées aux enjeux des sociétés, mais cela reste très peu développé en France. Pensez vous que l'Etat français est prêt pour ces évaluations ?

Le problème en France sur l'évaluation des politiques publiques est qu'il y a peu d'institutions indépendantes. En général, les ministères s'autoévaluent, minimisant ainsi la demande d'évaluation. Le plus bel exemple est sans doute l'évaluation des trente-cinq heures qui est très révélateur de cette culture. [...] Il y a un véritable besoin d'organismes indépendants.

Comment pourrait-on intégrer ces évaluations au sein du système institutionnel français pour combler notre retard ?

Selon moi, le meilleur moyen et le plus efficace, est de s'appuyer sur la responsabilité des universitaires. A cet égard, le livre de David Thesmar et Augustin Landier, *La société translucide*¹² explique très bien le problème. Leur message est le suivant : il faut mettre à disposition les informations, communiquer les résultats de la recherche et financer des chercheurs indépendants pour mener des études. Il existe beaucoup d'exemples de politiques publiques modifiées après la réalisation d'études. Par exemple, l'étude de Bruno Crépon¹³ sur la loi Delalande de 1987 qui imposait aux entreprises un coût de licenciement plus élevé pour les travailleurs de plus de cinquante ans. Ses conclusions

"On aurait pu s'attendre à ce que les techniciens de Bercy évaluent précisément l'impact de la réforme sur les finances publiques et que cette information soit publique. Il n'en est rien. En réalité, le coût de la réforme importe peu. L'essentiel est de produire l'apparence du changement."

A propos de la réforme des régimes spéciaux, p 31

révèlent un effet important sur la restriction des embauches. Cette étude a fait beaucoup de bruit et a ainsi permis la

suppression de la loi en 2008.

Il existe une vraie demande pour ce genre de contributions. Le système est beaucoup plus développé aux Etats-Unis : beaucoup de données américaines sont utilisées pour les études et de nombreux papiers évaluant l'impact de mesures sur la sphère publique viennent des USA.

Le problème : il faut que les experts utilisent des méthodes compréhensibles aux yeux des politiques et du public. C'est quelque fois possible : tout le monde peut comprendre un graphique avec un groupe traité et un groupe de traitement pour visualiser rapidement les effets d'une mesure !

¹² La Société translucide - Pour en finir avec le mythe de l'Etat bienveillant, Augustin Landier et David Thesmar, Fayard, 2010.

¹³ Contribution Delalande et transitions sur le marché du travail, Luc Behaghel, Bruno Crépon et Béatrice Sédillot, 2004.

Je suis vraiment optimiste sur le fait que la situation évolue et que le levier soit celui des universitaires.

Sur le problème de l'indépendance, chaque organisme est pris dans des relations de pouvoirs pour se financer.

Et la Cour des Comptes ?

Certes, la Cour des Comptes est indépendante, mais elle a une approche très comptable et n'utilise pas une expertise avec l'utilisation des bases de données. Par exemple, pour la défiscalisation des heures supplémentaires, la Cour des Comptes aurait pu commanditer des études, mais elle ne l'a pas fait. Elle est prise dans une logique politique.

Pour finir, revenons sur *Les réformes ratées du président Sarkozy*. Vous écrivez « il apparaît que le syndicalisme à la française cumule à peu près tous les inconvénients »¹⁴. Pour remédier au manque de représentativité et de transparence, vous préconisez un « syndicalisme de service ». Comment le mettre en place ?

Il y a effectivement un gros problème de paritarisme et de transparence. La France a un taux de syndicalisation de 8%, il est très faible ! Le principal problème aujourd'hui est que les syndicats représentent très peu les salariés car leurs ressources sont indépendantes des cotisations salariales. Ils sont dominés par une logique bureaucratique et dépendent des pouvoirs publics pour se financer. Pour comprendre comment nous pourrions améliorer la représentation des salariés par les syndicats, nous observons la situation à l'étranger : il faut un syndicalisme de service pour résoudre le problème du *free-rider*. Nous partons de ce constat pour interpréter la réforme. La faiblesse du marché du travail est un obstacle bien connu et un sujet de réflexion difficile dans un système qui manque de transparence, d'où des difficultés à le réformer. Le problème, qui s'est récemment

retrouvé dans la réforme des retraites, est que chacun cherche à augmenter ses propres avantages, c'est dans la nature humaine, mais cela rend difficile la modification du système. Il faut trouver un bon levier. Nous nous demandons alors quelles pistes sont envisageables. Peut-on trouver un levier pour enclencher un syndicalisme de service acceptable et donc des accords collectifs qui impliquent la cohésion ? La demande de prestations différenciées pour la demande d'emploi serait-elle une solution pertinente ? En France, les prestations suivent les mêmes règles pour tous, mais si elles étaient proposées par des syndicats différents, cela engendrerait un peu de concurrence et changerait peut-être la nature du dialogue social.

Vanessa Albert.



¹⁴ Pierre Cahuc et André Zylberberg, *Les Réformes ratées du Président Sarkozy*, Flammarion, 2009, p 8.

IS QUANTITATIVE EASING GOOD OR BAD?

The second round of quantitative easing has already been announced by the Federal Reserve and there has been a lot of speculations about whether or not this round - or more precisely, these rounds- would be enough and efficient. The efficiency of taking such an action also undermines its justification of its use.

Very distinguished figures such as Becker have already shown their discontent with this mechanism, while opposing figures such as Mankiw have stated "this is a good idea". The line which separates these two mentalities is the "inflation".

The main reason the Fed has decided to engage itself in this process, is the fear of deflation, which has crippled the Japan's economy for more than ten years by now. Japan after the crash of its bubble nearly a decade ago, has experienced one of the most severe deflations in history. The Central Bank of Japan, back in 2000, started implementing the quantitative easing ; however it halted the program too soon. There has been a growing literature on the causes of this everlasting deflation in Japan, however recently the warning of the governor of Bank of Japan could catch the attention of the central bank governors all around the world. Masaaki Shirakawa, in a speech in Washington in October, warned the United States and other developed countries that their circumstances may differ from Japan's. The symptoms of the deflation seem to be the same in these two countries, however using the same remedy does not seem to be a very wise decision.

This is because because these two economies structurally differ. There are some sharp contrasts between these two economies in terms of population growth and productivity: the U.S. is in a better shape with respect to two of them. The mentality of the American people differs

greatly from that of the Japanese one. The social structures are quite different across two countries. Yet, with all these differences, the symptoms are the same, but this does not justify that the use of the quantitative easing in the U.S. but it depends on the way and how fast the expectations would be formed and in which direction. With this way of using the printing press, any spark or change in the expectations of the American people could ignite an inflationary shock.

However, the majority of the economists disagree on the quantitative easing. Not necessarily because of its possible aftermath inflationary shocks, but yet on the efficiency of implementing this mechanism. Many economists criticize the fact that already banks and the private sector have enough liquidity, so additional liquidity injection would hardly change anything. "The big constraint in the lending market is that both borrowers and lenders perceive considerable risk to investments." The uncertainty has not been completely wiped out in the financial markets, which is an impediment to further investments, yet this act of the Federal Reserve would create more doubt on the strength of dollar and the possible inflationary shocks, which would force the central banks to change their dollar-denominated assets in order to prevent any declines in their balance sheets because of the falling value of the dollar. All these facts, expected or unexpected, surely or with uncertainty, immediate or with a lag of couple of years, efficiency against its inefficiency, seriously question the relative outcomes of adopting such a policy. Hence it seems down the road, as Becker puts it, "it would be better if the Fed eliminates its QE2".

Meradj Mortezapouraghdam.

LES COMPTES NE FONT PAS LES CONTES

In economics, efficiency is the master word. Anyone who will be looking for an inefficient system will be seen as crazy. But have you ever thought about what was the meaning of « efficiency »? Does socially efficient means economically efficient?

What stroke me in the pension reform was that figures were thrown at the head of the French people in order to make them understand that: “you live longer, therefore, you have to work longer”. That is said, few options remain on the table. A question: is that an economic statement or a political one?

Let's not use the pension reform to illustrate my point. Debates on public services are very emotionally charged and passionate: better for us.

I could use a nice graph to show that since the energy market is liberalized (not to say privatized), the price for customers increased without any strong correlation with the price of oil or gas...but with a strong relation to the earnings of SuezGDF, EDF & Cie.

I could oppose counter-examples to the opinion that affirms that the market and for-profit organizations always do better than public services and administrations. Indeed, Jean-Loup Dourousset, chairman of the *Fédération de l'hospitalisation privée*, was the first to urge the public hospital to adopt: “an efficient economic model”. Does that mean that the health public service should bankrupt as did his nursing home?

I could give some evidence of the public service efficiency. How many states would have been able to recuperate from a crisis such as the 1999 storm which destroyed the electrical system?

However, to enumerate positive effects that one might expect to obtain by a shift from private to public ownership of natural monopolies, for example, will never be enough. To behave in socially desirable ways because they are not concerned with the pursuit of private gain, that is, in my sense, irrefutable argument to support public services.

Is a public service running a deficit always inefficient? If we take the common meaning for efficiency, the economic meaning, it is. For example, public hospitals which are facing a deficit are summoned to resorb it quickly.

Without pointing at the fact that private hospitals do not have the same obligation as public hospitals (to run 24 hours, 7 days a week, 365 days a year; to accept all medical operations), are there some positive effects which are not monetized? One could think about equal access to care, a fundamental human right. That may be the case, but if it is not monetized, then it cannot be efficient.

Besides, in a liberal democracy, information is a central feature. In addition of giving to everyone the means to analyze it and to form a rational opinion (through education), does not the state have a duty to ensure access to it? But does economic efficiency prevent us to imagine a public service of information (Radio France, France Television) which might be costly and running a public deficit?

One might think that two rationalities are facing each other. On one side the economic rationality decided by a market with privately owned firms. On the other side, the political rationality emerges through democratic process, such as elections and parliamentary decision.

But, the political rationality should always prevail as a precondition for economic rationality. Indeed, take out civil right and you will not find any free market able to work. A competitive market is supposed to allow free agents to trade. Thus, the community of citizens may choose to favor public services as a way to reinforce social cohesion or to ensure equality of rights.

For example, even if the marginal productivity of the postman is by far lower in the countryside than it is in any urban area, citizens, on the name of the general interest, may decide to offer a mail service at the same price everywhere in France. Doing so, it ensures equality of rights and legitimizes the use of a free market in other economic fields.

Therefore, political or social efficiency encompasses economic efficiency.

Public services need a management which lies on democratic principles. In the past, government enterprises were not democratically managed though one could observe a strong public service ethics.

In a modern public services, the user-citizen has to be set in the middle of the new system of management. Plenty of practical solutions exist and we could need them soon.

The French Constitution states that: “Any property, any business, whose operation has or acquires the characteristics of a national public service or a de facto monopoly, shall become the property of the community”.

But then, is economic efficiency simply being used as an excuse to avoid applying the fundamental law? Let's see how many do really care about the rule of law.

Julien Molesin.