

139/140

# REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE  
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE  
FINANCIÈRE, N° 139/140  
3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> TRIMESTRES 2020

NUMÉRO  
SPÉCIAL

L'ÉCONOMIE, LA FINANCE  
ET L'ASSURANCE  
APRÈS LA COVID-19

**Risques**  
Les cahiers de l'assurance

# ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

---

## MEMBRES

---

*Membres* : Agence française de développement, Association française de la gestion financière, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, Barclays, BlackRock, BNP Paribas, Bouygues, Bredin Prat, Candriam, Citi, CNP Assurances, Covea, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Deutsche bank, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, Groupe Caisse des Dépôts, HSBC, Idinvest, Kepler Corporate Finance, La Banque Postale, Lazard Frères, Morgan Stanley, Natixis, Paris Europlace, Scor, Société Générale, UniCredit.

---

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

---

*Président* : Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

*Membres de droit* : Autorité des marchés financiers, Banque de France,  
Direction générale du Trésor, Groupe Caisse des Dépôts.

*Membres administrateurs* : Amundi, Association française de la gestion financière, Axa, Bouygues, Bredin Prat, Covea, Fédération bancaire française, HSBC, La Banque Postale, Morgan Stanley.

*Délégué général de l'Association* : Sylvain de Forges

*Trésorier de l'Association* : Olivier Bailly

---

## CONSEIL D'ORIENTATION

---

*Présidents d'honneur*

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

*Président* : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Afif Chelbi, *Président honoraire, Conseil d'analyses économiques tunisien*

Benoît Cœuré, *Member of the Executive Board, Banque centrale européenne*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gainnier, *Président, PwC France*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-UE*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Hans-Helmut Kotz, *CFS, Université Goethe, Francfort*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Pascal Grangé, *Directeur financier, Bouygues*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Patrick Soulard, *Directeur général, Unicredit*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

*Les membres du Conseil d'administration sont invités à participer au Conseil d'orientation.*

# ENDETTEMENT DES ÉTATS ET CRISE DE LA COVID-19

*Emmanuel Moulin*

*Directeur général du Trésor*

■ La crise de la Covid-19 a conduit à une réponse exceptionnelle de la part des États sur le plan budgétaire, qui devrait mener à une hausse historique de l'endettement public. Ce choc s'inscrit dans une tendance haussière de plusieurs décennies de l'endettement public. La montée de l'endettement mondial coïncide avec l'affaiblissement historique des taux d'intérêt. A court terme, la faiblesse du coût de la dette publique plaide en faveur de la poursuite d'un soutien de la politique budgétaire à l'activité et à l'emploi. Cependant les risques associés à une dette publique élevée demeurent importants, notamment de moindres marges budgétaires pour lutter contre d'éventuels futurs retournements de conjoncture et une vulnérabilité au retournement des conditions de marché. C'est pourquoi il demeure essentiel d'assurer la soutenabilité à long terme.

L'ampleur et la nature de la crise de la Covid-19 ont conduit à une réponse exceptionnelle sur le plan budgétaire : les mesures discrétionnaires représenteraient environ 12 % du PIB mondial en 2020 selon le Fonds monétaire international [FMI, 2020b]. Le soutien à l'économie de la politique budgétaire a été particulièrement important dans les économies développées. La palette des mesures mises en place a été large : soutien direct par la dépense publique, dégrèvements, prise de participation, prêts ou garanties. Elle reflète les multiples dommages de la crise sur le secteur privé et les ménages auxquels les États ont dû répondre. Le choix des mesures de soutien a varié d'un pays à l'autre, reflétant à la fois les différences de marges budgétaires des États, l'ampleur des stabilisateurs automatiques et les objectifs de leur politique

## ■ PUBLIC DEBT AND COVID-19 CRISIS

*In response to the coronavirus crisis, governments have taken unprecedented fiscal measures, which is expected to lead to an historic increase in public debt. This increase will occur against a backdrop of a decades-long upward trend in public debt. The rise in global indebtedness coincides with a historic weakening of interest rates. In the short term, the low cost of public debt argues in favor of continued fiscal policy to support activity and employment. However, the risks associated with a high level of public debt remain significant, in particular reduced fiscal space to counter possible future economic downturns and a vulnerability to a reversal in market conditions. Therefore, ensuring long-term debt sustainability remains key.*

économique de crise. En Europe, la protection des revenus des ménages a essentiellement reposé sur les mesures de chômage partiel qui ont permis de limiter les destructions d'emploi, tandis que les États-Unis ont privilégié des mesures de transferts directement vers les ménages [Philippon *et al.*, 2020] compte tenu des filets de protection sociale moins développés.

Ces politiques de réponse à la crise, ainsi que celles de relance de l'activité encore largement à venir, conduisent à une forte augmentation de la dette publique, déjà élevée avant la crise. Si la réflexion sur l'impact d'une dette publique élevée était déjà engagée depuis quelques années en raison de la faiblesse des taux d'intérêt, cette forte augmentation de l'endettement public liée à la Covid-19 a ravivé les débats sur les effets et les risques associés à un niveau d'endettement public élevé, potentiellement durable.

## La situation d'avant-crise

La crise de la Covid-19 constitue un choc économique d'une ampleur exceptionnelle et devrait conduire à une hausse historique de l'endettement. Pour autant, ce choc s'inscrit dans une tendance haussière de plusieurs décennies.

Portée par des conditions financières très accommodantes, la dette mondiale publique et privée (hors secteur financier) a connu une forte augmentation au cours des dernières décennies, pour atteindre un niveau historique d'environ 240 points de PIB à la fin de 2019. En particulier, la hausse du stock de dette, rapportée au PIB, a été particulièrement rapide au sommet de la crise de 2008-2009. Une hausse comparable a été progressivement accumulée depuis le pic de la crise à la fin de 2009.

La hausse de l'endettement n'est pas l'apanage des administrations publiques et a été observée dans tous les secteurs. Ainsi, la dette des ménages a connu une phase d'accumulation continue au cours des années 2000, avant de se stabiliser après la crise de 2008. Du côté des entreprises, la crise de 2008 a conduit à une phase de consolidation, mais dès la fin de 2011, leur ratio de dette est reparti à la hausse.

Lors de la crise de 2008, et au cours de la décennie qui a suivi, l'endettement souverain s'est accéléré de façon remarquable, prenant le relais du secteur privé mis à mal par la crise. Ainsi, l'endettement public mondial est passé de 72 % du PIB en 2007 à 105 % du PIB en 2019 dans les économies développées, et de 36 % du PIB en 2007 à 52 % du PIB en 2019 dans les économies émergentes. Des phases de stabilisation, voire de repli très modéré, ont régulièrement alterné avec des épisodes de forte augmentation de la dette publique, comme ce fut le cas durant la crise de 2008 et désormais avec la crise de la Covid-19 en 2020.

Si la tendance à l'endettement souverain a été très claire dans les pays avancés, cela n'a pas forcément

été le cas dans les autres économies. Au début des années 2000, un découplage a eu lieu entre les économies émergentes et en voie de développement, d'une part, où l'endettement public a diminué, et les économies développées, d'autre part, où l'endettement public a continué à progresser. L'initiative PPTE (pays pauvres très endettés) avait permis de faire baisser le niveau de dette publique des pays les plus pauvres, qui ont toutefois connu un nouveau cycle d'endettement qui a accru leurs vulnérabilités avant même la crise liée à l'épidémie de la Covid-19 [FMI, 2020a]. Dans les économies émergentes, l'écart entre taux de croissance et taux d'intérêt a été particulièrement favorable à une baisse de la dette durant les années 2000 [Escolano *et al.*, 2011]. L'amélioration des soldes publics des pays exportateurs de matières premières a également favorisé la baisse de la dette publique.

La montée de l'endettement mondial coïncide avec l'affaiblissement historique des taux d'intérêt. Sur les dettes publiques considérées comme les plus sûres, les taux longs souverains sont historiquement faibles (Etats-Unis), voire négatifs (Allemagne, France, Pays-Bas). Ainsi, en France, malgré la hausse de l'endettement public, la baisse des coûts de financement a permis de faire diminuer la charge de la dette publique, qui est passée de près de 3 % du PIB en 2008 à moins de 1,5 % du PIB en 2019 (1).

Dans un contexte de hausse de l'endettement, la baisse des taux d'intérêt peut sembler paradoxale. L'affaiblissement des taux d'intérêt a été particulièrement marqué sur la période récente, mais sa temporalité et ses déterminants sont difficiles à identifier. Les mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre depuis 2008 et la pénurie d'actifs sûrs ont pu contribuer à la baisse des coûts de financement. En théorie, une hausse de l'endettement devrait conduire à une hausse des taux d'intérêt, et ce d'autant plus que le niveau d'endettement est élevé (risque de soutenabilité et risque de dégradation de la notation crédit). Cependant, depuis la dernière crise financière, la politique monétaire durablement expansionniste et la demande mondiale en actifs sûrs pourraient, en maintenant les taux très bas, avoir

rompu les effets du niveau de dette publique sur les coûts d'endettement, comme le suggère une étude sur le cas des États-Unis de Gamber et Seliski [2019].

Des facteurs plus structurels sont également avancés dans la littérature économique. Les partisans de la théorie de la stagnation séculaire défendent la thèse d'une baisse durable des taux neutres, mesure théorique du niveau des taux d'intérêt qui permet à l'économie d'atteindre son potentiel. Le vieillissement de la population pourrait favoriser la hausse du niveau d'épargne et donc une baisse des taux neutres, car les personnes âgées détiennent davantage d'épargne que les personnes jeunes, et l'allongement de l'espérance de vie pousse les personnes jeunes à davantage épargner [Lisack *et al.*, 2019]. Les inégalités favoriseraient également la montée de l'épargne du fait que la propension à épargner des ménages riches est plus élevée [Mian *et al.*, 2020]. La baisse de l'intensité en capital de nouvelles activités, essentiellement technologiques, à haute valeur ajoutée [Summers, 2014], ou la baisse des prix relatifs des biens d'investissement pourraient également participer à la baisse des taux neutres en faisant diminuer la demande d'investissement. Il est difficile d'identifier dans quelle mesure chacun de ces facteurs entre en jeu. De plus, même sur une longue période, la temporalité de ce mouvement de baisse des taux est difficile à mettre en évidence : de nombreux auteurs pointent une tendance à l'œuvre sur les quatre dernières décennies, mais certaines recherches évoquent la possibilité d'une tendance pluriséculaire [Schmelzing, 2020].

## Des débats préexistants sur la hausse de l'endettement public

**T**raditionnellement, le recours à la dette est justifié pour financer les dépenses dont le rendement permettra à terme de la rembourser. Une grande partie des dépenses publiques est acyclique, c'est-à-dire qu'elle ne dépend

pas de la situation conjoncturelle de l'économie. Elle vise à répondre aux besoins courants, comme la protection sociale et l'éducation, et aux besoins d'investissements collectifs. Le financement de ces dépenses peut s'effectuer par l'impôt ou par l'endettement, traditionnellement utilisé lorsque les recettes sont temporairement insuffisantes, ou quand le rendement des dépenses permettra leur remboursement ultérieur. Par exemple, les politiques d'investissement dans la recherche publique ou les dépenses d'éducation ont un retour sur investissement potentiellement élevé, même s'il peut se matérialiser à plus ou moins longue échéance. De même, les dépenses d'investissement dans des biens d'équipements publics permettent d'augmenter le capital public, ou les dépenses qui permettent de préserver le capital humain des effets d'hystérèse d'une hausse du taux de chômage sont bénéfiques sur la croissance et ont donc une rentabilité économique potentiellement élevée. En revanche, lorsque le rendement d'une dépense financée par de l'endettement est trop faible pour permettre son remboursement ultérieur, son financement correspond à un remboursement par l'impôt futur. Dans cette configuration, il est nécessaire que la dépense soit socioéconomiquement désirable car elle ponctionne les agents privés d'une partie de leur revenu futur.

De façon plus conjoncturelle, l'endettement public peut aussi servir à lisser les effets du cycle économique. Ainsi, en période de ralentissement ou de crise, lorsque les recettes budgétaires se réduisent, l'endettement peut permettre de maintenir, voire d'augmenter, les dépenses publiques. En période de crise, l'impact positif d'une expansion budgétaire sur l'activité est d'ailleurs plus important selon la littérature économique. De ce fait, le recours à la dette publique en période de crise peut limiter le ralentissement de l'économie, et donc augmenter les capacités de désendettement à long terme [Koo, 2010]. Sur ce point, le danger de mener trop rapidement une politique de désendettement est probablement plus consensuel depuis la crise de 2008.

Pour autant, cet endettement en période de bas de cycle devrait être compensé par un désendettement en période de haut de cycle. En haut de cycle, une

orientation expansionniste de la politique budgétaire peut induire une éviction de la demande privée dans une situation de plein-emploi des facteurs de production. Dans ces conditions, la reconstitution des marges budgétaires est possible et même souhaitable. Sur la période récente, la politique budgétaire a été insuffisamment contracyclique en haut de cycle pour permettre une décrue de l'endettement public, conduisant à une hausse tendancielle de l'endettement. En effet, il est généralement difficile d'identifier en temps réel la position dans le cycle, et donc la nécessité pour un Etat de mener une politique budgétaire restrictive. Le diagnostic économique est ainsi crucial pour mener une politique budgétaire cohérente avec la position dans le cycle.

La dépendance de la croissance à l'endettement est une autre explication potentielle à l'endettement régulier des Etats. Il est possible que la hausse de l'endettement public réponde à une nécessité macro-économique de résorber l'excès d'épargne privée et le déficit de demande pour atteindre le plein-emploi, ou tout au moins s'en approcher. Le déficit de demande du secteur privé est particulièrement aigu en bas de cycle, lorsque les agents se désendettent, ou en période d'incertitude, qui conduit les agents à augmenter leur épargne de précaution. La dépense publique peut alors prendre le relais. Certains économistes suggèrent que même en haut de cycle, certains facteurs comme la montée des inégalités, la baisse des gains de productivité ou la concentration sectorielle pourraient également favoriser un équilibre de basse croissance et de sous-emploi. Ainsi, Summers et Rachel [2019] suggèrent que les comportements privés auraient généré un équilibre de basse croissance durant les dernières décennies, dont seule l'intervention de la politique budgétaire, par exemple via des mesures visant à renforcer la protection sociale, aurait permis d'en limiter les effets.

Le secteur public est généralement bien placé pour s'endetter afin de soutenir la demande. Toutefois, la politique économique pourrait également faire reposer le soutien de la demande en partie sur le secteur privé. Des mesures visant à renforcer la

consommation et l'investissement et à diminuer l'épargne du secteur privé pourraient ainsi être mises en place, comme le suggèrent Blanchard et Tashiro [2019]. Le développement de la protection sociale, comme l'assurance chômage ou la couverture santé, ou des mesures visant à modifier la distribution des revenus, par exemple la part du travail (dont les revenus sont moins inégalitaires que le capital) dans le partage de la valeur ajoutée, pourraient ainsi diminuer le taux d'épargne sans effet sur les soldes publics. Ces mesures incitant à la consommation et à l'investissement et désincitant à l'épargne du secteur privé doivent toutefois entraîner le moins de distorsions possible pour le système productif.

Pour autant, un niveau d'endettement public élevé comporte toujours des risques. En premier lieu, les pays qui ont un niveau de dette publique élevée disposent de moindres marges budgétaires pour lutter contre d'éventuels futurs retournements de conjoncture. Les pays qui auraient ainsi un niveau élevé de dette publique et un risque de défaut plus important ne seraient donc pas en mesure de mener une politique budgétaire contracyclique [Bianchi *et al.*, 2019]. La littérature économique met également en évidence une possible corrélation négative entre taux de croissance et dette publique [Checherita et Rother, 2010 ; Kumar et Woo, 2010], bien que ces résultats soient discutés [Egert, 2013]. Les effets d'une dette publique élevée passeraient par plusieurs canaux. La hausse du coût de financement de la dette publique peut se répercuter sur les coûts de financement du secteur privé et entraîner une éviction des dépenses privées d'investissement productif. Un autre canal est possible, lorsque les agents privés adaptent leurs comportements : la hausse du niveau de dette publique peut dans ce cas conduire les ménages à épargner davantage, en prévision des hausses d'impôts à venir pour rembourser la dette (comportements dits « ricardiens »). Toutes choses égales par ailleurs, la hausse de la dette publique entraîne une hausse du solde primaire stabilisant, ce qui peut provoquer, à plus ou moins brève échéance, un besoin de consolidation. Cet impératif de consolidation peut provenir d'un retournement des conditions de marché, ainsi que l'on a pu l'observer en zone euro pendant la crise

des dettes souveraines, l'équilibre entre le coût de la dette publique et le niveau de la dette publique étant instable.

Le débat n'est pas tranché sur les seuils à partir desquels la dette publique a un effet négatif sur la croissance. En 2019, dans un article qui a été très commenté, Olivier Blanchard a rouvert le débat sur le coût de la dette publique [Blanchard, 2019a]. Cet article a participé au renouvellement des termes du débat qui consistait jusqu'alors majoritairement à préconiser une consolidation budgétaire pour baisser les ratios d'endettement. Il part notamment du constat qu'historiquement, aux États-Unis, le niveau des taux d'intérêt a été la plupart du temps inférieur à celui de la croissance nominale. Dans cette situation, il est possible de refinancer sa dette et de diminuer le ratio d'endettement même avec un déficit public primaire. Dans une publication ultérieure <sup>(2)</sup> qui résume son article initial, Olivier Blanchard rappelle d'ailleurs que la dette publique est « mauvaise, mais pas catastrophique. Elle peut être utilisée, mais elle doit l'être à bon escient ».

## La crise de la Covid-19 et ses conséquences probables

Face à l'épidémie de la Covid-19, les pouvoirs publics, en France et dans le monde, ont réagi résolument. En conséquence, l'endettement public devrait connaître une augmentation historique et synchronisée au niveau mondial. Cette augmentation est particulièrement importante dans les économies développées, où le taux d'endettement public devrait, selon le FMI, atteindre environ 125 points de PIB en 2020 (+20 points en un an). Si le rebond de l'économie durant les prochains trimestres devait permettre une stabilisation du ratio d'endettement en 2021, l'environnement économique demeurerait très incertain.

Lors de l'écllosion de la crise, le soutien à l'économie était nécessaire pour éviter une destruction de l'appareil

productif et soutenir les revenus des ménages, notamment les plus fragiles. Lors de la phase de réouverture, les mesures d'accompagnement de la reprise restent également primordiales pour soutenir la demande et accompagner le relâchement progressif des contraintes pesant sur l'offre, qui restent importantes avec la persistance de la circulation du virus. Pour les pays qui disposent de marges budgétaires, la crise de la Covid-19 est une opportunité d'investir dans des dépenses de transformation durable du système productif et dans la décarbonation de l'économie, alors que la situation conjoncturelle crée un besoin de soutien de la demande.

En France, dès le début de la crise, les pouvoirs publics ont immédiatement pris des mesures sanitaires fortes, notamment de confinement, pour limiter la propagation du virus et renforcer les capacités de lutte contre l'épidémie. Parallèlement, le gouvernement a mis en œuvre un plan d'urgence exceptionnel afin de soutenir la liquidité des entreprises, protéger le revenu et l'emploi des ménages et limiter les risques de persistance des effets de la crise sur l'appareil productif et les compétences. Ce plan incluait des mesures avec un impact sur le solde public (dépenses sanitaires, activité partielle), des mesures de trésorerie des entreprises (reports d'échéances fiscales et sociales) et des mesures visant à intervenir dans les entreprises en difficulté (dotation en fonds propres ou quasi-fonds propres via le compte d'affectation spéciale « participations financières de l'État »), auxquelles s'ajoutent des dispositifs de garantie (prêts garantis par l'État). Dans une deuxième phase, durant le processus de réouverture de l'économie, les dispositifs d'urgence ont été ajustés afin d'inciter à la reprise de l'activité et favoriser les réallocations sectorielles, tout en continuant de soutenir les secteurs les plus affectés, par la mise en place de plans de soutiens spécifiques (automobile, aéronautique, tourisme, technologies, commerces de proximité). Dans leur ensemble, ces mesures d'urgence ont représenté un montant de l'ordre de 470 Md€.

Pour compléter ces mesures d'urgence en ancrant durablement la reprise et pour transformer l'économie



française, le plan « France Relance » a été annoncé au début de septembre. D'un montant de 100 Md€ engagés sur deux ans (2021-2022), France Relance permettra non seulement de stimuler l'activité et l'emploi à court terme, notamment en soutenant le pouvoir d'achat des ménages et en déployant des investissements publics ambitieux, mais également de préparer la croissance de la prochaine décennie, en accélérant les transformations de notre économie vers un modèle plus compétitif, plus innovant et plus respectueux de l'environnement.

Conséquence de mesures de soutien comparables dans la plupart des économies avancées, la forte hausse de l'endettement public en 2020 a relancé le débat sur les risques liés à un niveau d'endettement public durablement élevé. Au regard du seul niveau d'endettement public, étalon traditionnel de la situation financière des administrations, les marges de manœuvre sur le plan budgétaire apparaissent très réduites dans la plupart des économies. Toutefois, il apparaît dans le même temps que le coût de la dette publique a fortement diminué en raison de l'affaiblissement des taux d'intérêt, ce qui augmente les marges budgétaires des États.

Dans un contexte d'endettement élevé, le principal risque pour la soutenabilité des finances publiques réside dans la remontée des coûts de financement, qui auraient des effets d'autant plus importants sur la charge de la dette publique que le niveau d'endettement est élevé. Pour autant, Blanchard et Ubide [2019] estiment que les risques associés à un tel scénario pourraient être plus limités si la remontée des taux était due 1. à une hausse de la productivité qui générerait des recettes publiques ; ou 2. à une baisse de la prime de risque sur les marchés financiers qui bénéficierait à l'investissement ; ou 3. à une hausse de l'inflation qui faciliterait le remboursement de la dette.

A court terme, outre la faiblesse du coût de la dette publique, plusieurs arguments plaident en faveur de la poursuite d'un soutien de la politique budgétaire à l'activité et à l'emploi [Krugman, 2020]. Tout d'abord, comme le suggère la faiblesse des

taux d'intérêt naturels évoquée plus haut, les seuls comportements de demande privée ne suffisent pas pour permettre à l'économie d'atteindre durablement le plein-emploi. Ensuite, lorsque le taux d'intérêt est à sa borne inférieure, une politique budgétaire accommodante aurait des effets multiplicateurs particulièrement élevés, dans la mesure où la capacité d'ajustement des taux d'intérêt est réduite. Enfin, une politique budgétaire de dépenses d'investissement pourrait permettre de générer des gains de productivité, et des dépenses pour un système de protection sociale plus protecteur pourraient également permettre de réduire l'épargne de précaution des ménages.

Pour autant, les risques associés à une dette publique élevée demeurent, ce qui requiert d'assurer la soutenabilité à long terme. Tout d'abord, il est difficile de prévoir l'évolution future du coût de la dette. Si historiquement, le niveau des taux d'intérêt a été la plupart du temps inférieur à celui de la croissance nominale, ce qui permet de diminuer le ratio d'endettement sans réduire le déficit, cet écart entre taux d'intérêt et taux de croissance a toutefois été volatil. Ainsi, le coût de la dette publique pourrait augmenter brusquement, en cas de dégradation durable des perspectives de croissance ou de hausse des primes de risque sur les taux souverains. De plus, l'équilibre entre le coût de la dette publique et son niveau est potentiellement instable, puisque le coût de la dette n'est pas indépendant du niveau de dette publique. Une remontée de la prime de risque pourrait entraîner un effet boule de neige sur la trajectoire d'endettement, où la hausse des coûts de financement et du niveau de dette s'auto-alimenterait. La politique budgétaire ne peut donc pas s'affranchir des enjeux de soutenabilité de l'endettement public et des risques financiers qui en découlent. Cette situation plaide pour un recours raisonné à la dette publique, en ciblant les mesures les plus rentables et les plus désirables socioéconomiquement, et à un retour progressif à une politique budgétaire prudente dès que les conditions économiques le permettront. Celle-ci est seule à même de restaurer des marges de manœuvre permettant de faire face à l'éventualité d'une nouvelle crise.



Notes

1 Voir <https://www.fipeco.fr/fiche/La-charge-dint%C3%A9r%C3%AAts-de-la-dette-publique>

2. « Public debt is bad, it's not catastrophic. It can be used but it should be used right », *extrait de Blanchard [2019b]*.

Bibliographie

BIANCHI J. ; OTTONELLO P. ; PRESNO I., “Fiscal Stimulus under Sovereign Risk”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 26307, 2019.

BLANCHARD O., “Public Debt and Low Interest Rates?”, *American Economic Review*, 2019a.

BLANCHARD O., “Public Debt: Fiscal and Welfare Costs in a Time of Low Interest Rates”, Peterson Institute For International Economics, Policy Brief, 2019b.

BLANCHARD O. ; Tashiro T., “Fiscal Policy Options for Japan”, Peterson Institute For International Economics, Policy Brief, n° 19-7, 2019.

BLANCHARD O. ; Ubide A., “Why Critics of a More Relaxed Attitude on Public Debt Are Wrong”, Peterson Institute For International Economics, Realtime Economic Issues Watch, 2019.

CHECHERITA C. ; ROTHER P., “The Impact of High and Growing Debt on Economic Growth, an Empirical Investigation for the Euro Area”, European Central Bank, Working Papers Series, n° 1237, août 2010.

EGERT B., “The 90% Public Debt Threshold: the Rise & Fall of a Stylised Fact”, University of Michigan, William Davidson Institute, Working Papers Series, n° wp1048, 2013.

ESCOLANO J. ; SHABUNINA A. ; WOO J., “The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate. Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?”, FMI, Working Paper, n° 11/260, 2011.

FMI, “The Evolution of Public Debt Vulnerabilities in Lower-Income Economies”, Policy Paper, n° 20/003, Fonds monétaire international, février 2020, 2020a.

FMI, “Fiscal Policies to Address the Covid-19 Pandemic”, chapitre 1, Fiscal Monitor, Fonds monétaire international, octobre 2020, 2020b.

GAMBER E. ; SELISKI J., “The Effect of Government Debt on Interest Rates”, Congressional Budget Office, Working Paper Series, 2019.

KOO R. C., “The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure and Politics”, Nomura Research Institute, *Real-World Economics Review*, n° 58, 2010.

KRUGMAN P., “The Case for Permanent Stimulus”, VoxEu, 2020.

KUMAR M. S. ; WOO J., “Public Debt and Growth”, FMI, Working Paper, n° WP/10/74, 2010.

LISACK N. ; SAJEDI R. ; THWAITES G., “Les impacts macro-économiques du vieillissement de la population”, Banque de France, document de travail, n° 745, 2019.

MIAN A. ; STRAUB L. ; SUFI A., “The Saving Glut of the Rich”, septembre 2020.

PHILIPPON T. ; BLANCHARD O. ; PISANI-FERRY J., “A New Policy Toolkit Is Needed as Countries Exit Covid-19 Lockdowns”, Peterson Institute, Policy Brief, n° 20-8, juin 2020.

SCHMELZING P., “The Supra-Secular Stagnation”, VoxEu et CEPR, 2020.

SUMMERS L. H., “US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound”, National Association for Business Economics, *Business Economics*, vol. 49, n° 2, 2014.

SUMMERS L. H. ; RACHEL L., “On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy and the Risk of Secular Stagnation”, Brookings Papers, mars 2019.



# R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

---

## COMITÉ DE RÉDACTION

---

*Présidents d'honneur*

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

\*\*

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Conseiller des gouverneurs, Banque de France*

Pierre Bollon, *Délégué général, Association française de la gestion financière*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris I Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Stéphane Gallon, *Directeur de la division études, stratégie et risques, AMF*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Frédéric Lobez, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Mathérat, *Groupe de haut niveau de la Commission européenne sur l'Union des marchés de capitaux*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Directrice générale adjointe de la politique monétaire, Banque centrale européenne*

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

# L'économie, la finance et l'assurance après la Covid-19

## Avant-propos

Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

## Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

## Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

L'économie de la peste dans les villes du XVII<sup>e</sup> siècle

PIERRE DOCKÈS

La Covid-19, une chance pour l'Europe ?

PERVENCHE BERÈS

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

## Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPÌÈRE

L'hôpital public face à la crise de la Covid-19

MIREILLE FAUGÈRE

## L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

L'action des assureurs dans la crise de la Covid-19

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise de la Covid-19

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

Le rôle des assureurs crédit dans la crise de la Covid-19

WILFRIED VERSTRAETE

Covid-19 : les banques françaises au service de l'économie

MAYA ATIG

La gestion d'actifs, mobilisation de l'épargne face à la crise de la Covid-19

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

Le *private equity* face à la crise de la Covid-19

MONIQUE COHEN

De l'intervention publique dans la crise de la Covid-19

DOUGLAS J. ELLIOTT

La pandémie de Covid-19 reflète et aggrave les failles du néolibéralisme

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

## Macroéconomie et défi climatique

Les défis exceptionnels posés par la crise de la Covid-19

CHRISTIAN DE BOISSIEU

La crise de la Covid-19 dans les pays en développement : quelles conséquences et quelles perspectives ?

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

Crise de la Covid-19, le retour des reliques barbares

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

## Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19

OLIVIER GUERSENT

La réglementation financière peut-elle contrer la crise de la Covid-19 ?

KLAAS KNOT

Les banques centrales pendant et après la pandémie de Covid-19

BENOÎT CCEURÉ

Les innovations des banques centrales dans la crise de la Covid-19

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

La crise de la Covid-19 va-t-elle entraîner un retour de l'inflation ?

PATRICK ARTUS

La pandémie de Covid-19 accélère l'obsolescence des normes comptables

BERTRAND JACQUILLAT

## Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

## Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité :

une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489