

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.*

# LA CRISE DE LA COVID-19 VA-T-ELLE ENTRAÎNER UN RETOUR DE L'INFLATION ?

*Patrick Artus*

*Directeur de la recherche et des études, Natixis*

■ Après avoir réfléchi à la perspective pour l'inflation dans le futur et rejeté la thèse du retour en déflation aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe, nous nous posons la question suivante : comment va être rétablie la solvabilité budgétaire des Etats après la considérable hausse des déficits publics ? La plupart des pays rejettent aujourd'hui une hausse de la pression fiscale, en raison de son effet sur la croissance ; il ne faut plus compter sur la taxe inflationniste pour rétablir la situation des finances publiques, ce qui est un point central. Il reste à définir le nouveau type de taxation qui va apparaître et qui va assurer la solvabilité budgétaire ; on verra qu'il s'agit d'une double taxation d'une nature assez détestable.

■ *WILL INFLATION BE BACK DUE TO THE COVID-19 CRISIS?*

*After reflecting on the outlook for inflation in the future and rejecting the thesis of a return to deflation in both the United States and Europe, we wonder the following question: how will the budgetary solvency of the States be restored after the considerable increase in public deficits? Most countries today reject an increase in fiscal pressure because of its effect on growth; we can no longer rely on the inflationary tax to restore the situation of public finances, which is a central point. The new type of taxation that will emerge and which will ensure budgetary solvency remains to be defined; it will be seen that this is a double taxation of a rather detestable nature.*

---

## Quelle perspective pour l'inflation en 2021-2022 et au-delà ?

---

**L**a première question à trancher est donc celle de la perspective pour l'inflation après la crise de la Covid-19. En 2020, l'inflation est très faible, autour de 0 %, pour de multiples raisons : freinage des salaires en raison des difficultés des entreprises, niveau très élevé des stocks avec l'arrêt des ventes pendant le confinement, recul des prix des matières premières. Cette inflation faible en 2020 a fait réapparaître la crainte de la déflation, mais cette crainte est infondée et la perspective la plus probable est le retour à une inflation modérée à partir de 2021, autour de 1,5 % par an dans la zone euro, autour de 2 %-2,5 % par an aux Etats-Unis.

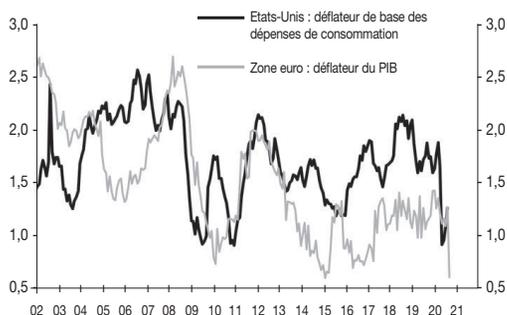
En effet, il y a déjà un redressement des prix des matières premières, avec l'amélioration de l'activité et les plans de relance, et une réduction du niveau des stocks. Surtout, dans le capitalisme contemporain, les entreprises sont capables de restaurer très rapidement leur rentabilité (après la crise des *subprimes*, les bénéfices des entreprises sont normalisés dès 2010). Pour cela, elles passent dans leurs prix une partie des hausses de coûts qu'elles ont subies durant la récession avec le recul de la productivité, d'où un rebond de l'inflation. En 2004, l'inflation sous-jacente passe en dessous de 1 % aux Etats-Unis et dans la zone euro ; en 2011, elle est remontée à 2 %.

Dans la crise de la Covid-19, un facteur supplémentaire d'inflation vient des normes sanitaires nouvelles imposées aux entreprises (distanciation physique des salariés et des clients, désinfection des locaux) qui augmentent les coûts et réduisent la productivité.

Mais ces normes sanitaires seront fortement allégées lorsqu'un vaccin sera disponible.

Retenons donc que le scénario le plus probable à partir de 2021 est le retour à une inflation modérée après la période d'inflation très faible en 2020 (voir graphique 1).

Graphique 1 - Inflation sous-jacente\*, glissement annuel (GA) en %



\* Hors énergie et alimentation.

Sources : Datastream, BEA, Eurostat, Natixis.

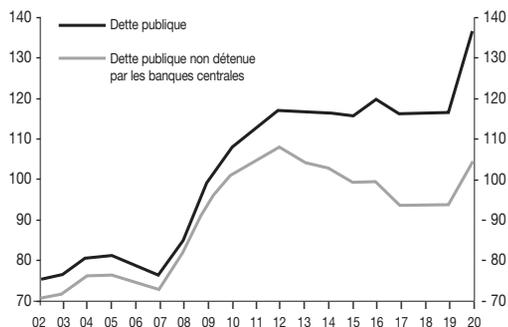
## Déficits publics monétisés et retour à la solvabilité budgétaire

Pour répondre à la crise, les pays de l'OCDE ont mis en place des déficits publics massifs monétisés, c'est-à-dire que les émissions de dettes publiques ont été achetées par les banques centrales contre de la création monétaire. Cette politique (qui ressemble à la fameuse Modern Monetary Theory) permet de donner aux États la possibilité d'augmenter les déficits publics sans limite, sans qu'il y ait d'effet d'éviction dû à la hausse des taux d'intérêt à long terme, ceux-ci restant très bas – pour les taux d'intérêt à dix ans, autour de 0,6 % aux États-Unis, de 0 % dans l'ensemble de la zone euro.

Toute la dette publique émise en 2020 a donc été achetée par les banques centrales et n'a pas à être détenue

par des épargnants ou des investisseurs privés (voir graphique 2), ce qui, à court terme, assure la solvabilité budgétaire.

Graphique 2 - OCDE\*, dette publique, en % du PIB valeur



\* États-Unis + Royaume-Uni + zone euro + Japon.

Sources : Datastream, banques centrales, prévisions Natixis.

Mais il faut regarder comment, au-delà du court terme, la solvabilité budgétaire sera assurée. Il est clair aujourd'hui que ce ne sera pas par la hausse des impôts. L'expérience de la zone euro après la crise des *subprimes* décourage en effet d'utiliser une hausse de la pression fiscale. À partir de 2010, les pays de la zone euro accroissent fortement les impôts des ménages comme des entreprises, et il en résulte le retour d'une récession, de 2011 à 2014. Plus aucun pays ne veut donc utiliser cette piste de la hausse des impôts « normaux » pour restaurer la solvabilité budgétaire.

## Il n'y a plus non plus de taxe inflationniste

Les banques centrales annoncent, avec des modalités différentes, qu'elles vont maintenir une politique monétaire très expansionniste de manière durable, avec la disparition de la corrélation entre cycle économique, chômage et inflation, avec la volonté de soutenir l'économie même au plein emploi pour ramener à l'emploi des personnes peu qualifiées, pour réduire les inégalités.

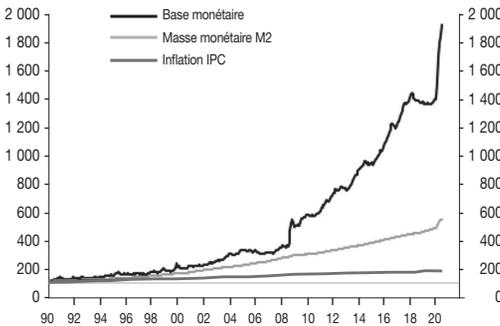
L'analyse traditionnelle montre alors que cette politique de monétisation durable des déficits publics conduit à moyen terme à l'inflation et que l'inflation, au travers de la taxe inflationniste (du seignuriage), restaure la solvabilité budgétaire.

Dans cette analyse traditionnelle, la monnaie est une monnaie de transaction et la demande de monnaie varie donc à long terme avec le revenu, c'est-à-dire avec le PIB en valeur. A l'équilibre, le volume du PIB est à long terme donné par le PIB potentiel, facteur du progrès technique et de la démographie, et une hausse de l'offre de monnaie conduit donc à une hausse des prix. Une croissance plus rapide durablement de l'offre de monnaie conduit donc à l'inflation, et l'inflation lève une taxe sur les encaisses monétaires, rémunérées à 0 %, qui est la taxe inflationniste, manière traditionnelle de restaurer la solvabilité budgétaire par la création monétaire.

Mais il n'y a plus aujourd'hui de taxe inflationniste parce que la corrélation entre offre de monnaie et prix a disparu.

Le graphique 3 montre que la forte hausse de l'offre de monnaie, aussi bien de la monnaie de banque centrale (la base monétaire) que de la monnaie détenue par les agents économiques non bancaires (M2), n'a pas eu d'effet sur les prix.

Graphique 3 - OCDE\*, base monétaire, masse monétaire M2 et inflation, 100 en 1990:1



\* Etats-Unis + Royaume-Uni + zone euro + Japon.  
Sources : Datastream, Federal Reserve (FED), BCE, BoE (Bank of England), BoJ (Bank of Japan), prévisions Natixis.

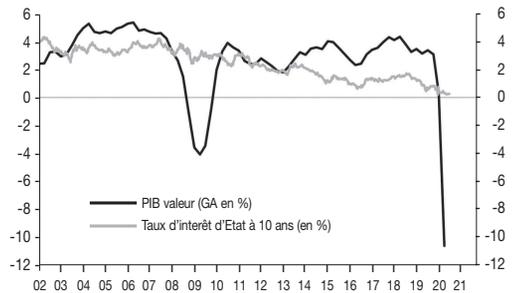
Cela vient de ce que la monnaie n'est plus seulement une monnaie de transaction, mais est devenue largement une monnaie de placement, la monnaie étant l'une des composantes des portefeuilles. S'il y a une hausse de l'offre de monnaie, il faut pour rééquilibrer la structure des portefeuilles, où initialement il y a trop de monnaie, que la valeur des autres classes d'actifs (obligations, actions, immobilier) augmente d'où, à l'équilibre, non la hausse des prix des biens et des services, mais la hausse des prix des actifs : baisse des taux d'intérêt à long terme, hausse des cours boursiers, hausse des prix de l'immobilier.

Nous avons vu plus haut que l'inflation allait rester modérée après la crise de la Covid-19, même si elle se redresse, et que la forte croissance de l'offre de monnaie n'entraînera pas celle des prix des biens et des services : ce n'est donc pas la taxe inflationniste qui assurera la solvabilité des Etats.

## Deux taxes « cachées » assureront la solvabilité budgétaire

Si les banques centrales conservent une politique monétaire très expansionniste durablement, c'est pour obtenir des taux d'intérêt à long terme durablement plus bas que le taux de croissance (voir graphique 4).

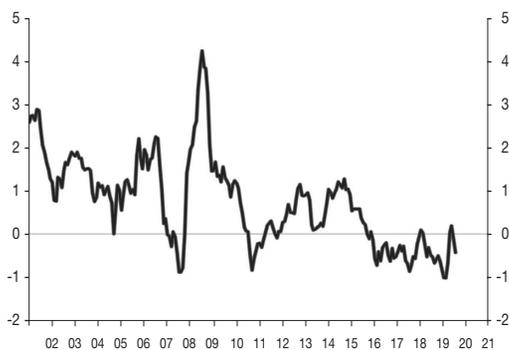
Graphique 4 - OCDE\*, PIB valeur et taux d'intérêt à dix ans sur les emprunts d'Etat



\* Etats-Unis, Royaume-Uni, zone euro et Japon.  
Sources : Datastream, sources nationales, Natixis.

Si les taux d'intérêt à long terme restent très faibles et si l'inflation se redresse tout en restant modérée, les taux d'intérêt réels à long terme vont rester durablement négatifs (voir graphique 5).

Graphique 5 - OCDE\*, taux d'intérêt réel à dix ans sur les emprunts d'Etat, en %, déflaté par l'IPC



\* Etats-Unis + Royaume-Uni + zone euro + Japon.  
Sources : Datastream, sources nationales, Natixis.

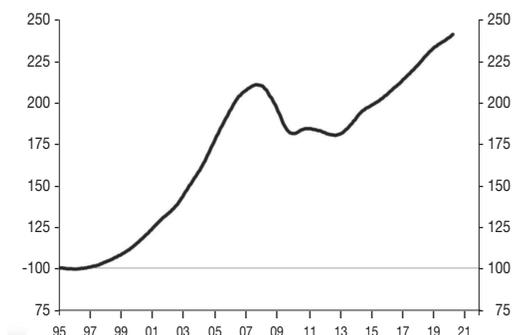
On voit alors apparaître les deux taxes cachées qui vont restaurer la solvabilité budgétaire des pays de l'OCDE. La première vient simplement de ce que, avec des taux d'intérêt anormalement bas, plus faibles que la croissance et négatifs en termes réels, une taxe est levée sur les épargnants, futurs retraités : le rendement de leur épargne devient très faible, pour une épargne donnée, la retraite qu'ils auraient dans le futur devient très faible. Cette taxe sur les épargnants, futurs retraités, est donc associée à la répression financière. C'est une vraie taxe : l'Etat (et d'ailleurs les entreprises) paie des intérêts sur la dette anormalement faibles, ce qui est bien l'équivalent d'une taxation des porteurs de dette publique.

La seconde taxe est plus subtile. Avec des taux d'intérêt réels négatifs et une forte progression de la liquidité, il va apparaître une forte pression à la hausse sur les prix des actifs (cours boursiers, prix de l'immobilier) par le mécanisme de rééquilibrage de portefeuille vu plus haut. Or les bulles sur les prix des actifs constituent une taxe sur les acheteurs d'actifs : ils paient trop cher par rapport au revenu que leur procure la détention de l'actif. Les acheteurs d'actions

paieront trop cher l'obtention d'un dividende ; les acheteurs de logements paieront trop cher le service lié à la propriété d'un logement.

Le graphique 6 montre l'accélération des prix de l'immobilier résidentiel dans les périodes de croissance économique associée au maintien d'une politique monétaire expansionniste.

Graphique 6 - OCDE\*, prix des maisons, 100 en 1995:1



\* Etats-Unis + Royaume-Uni + zone euro + Japon.  
Sources : Datastream, sources nationales, Natixis.

On voit qu'il s'agit essentiellement d'une taxe sur les jeunes, qui doivent se constituer un patrimoine financier pour préparer leur retraite et qui doivent se loger. On trouvera dans l'encadré (voir p. 286) la décomposition de la réduction de l'endettement public entre ces quatre impôts : les deux qui ne sont pas utilisés (les vrais impôts, la taxe inflationniste), les deux qui sont utilisés (les taux d'intérêt anormalement faibles, la taxation des acheteurs d'actifs par la hausse anormalement forte des prix des actifs).

## Une double taxation de nature détestable

Avec le maintien d'une politique monétaire très expansionniste, le retour à une inflation modérée et l'absence de hausse de la pression fiscale, on peut attendre que le retour à la solvabilité budgétaire, après que la crise de

la Covid-19 a forcé les gouvernements à mettre en place des déficits publics très importants, se fasse par l'utilisation de deux taxes « cachées ».

La première taxe est la taxation des épargnants-futurs retraités par des taux d'intérêt anormalement bas conduisant à un rendement très faible de leur épargne. La seconde taxe est la taxation des acheteurs d'actifs financiers et immobiliers, essentiellement les jeunes, par la hausse des prix des actifs (des cours

boursiers, des prix de l'immobilier, etc.).

Ces deux taxes sont « détestables ». Elles sont cachées, elles ne sont pas démocratiques, discutées au Parlement dans les projets de loi de finance. Elles taxent surtout les jeunes (qui doivent épargner pour leur retraite future, acheter un logement), pas les plus riches, ou pas ceux, déjà détenteurs d'un patrimoine, qui bénéficient de l'enrichissement patrimonial avec la hausse des prix des actifs.

### Solvabilité budgétaire et les quatre types d'impôts

On part de la dynamique du taux d'endettement public. Elle s'écrit :

$$d_{(t+1)} - d_t = d_t(r - p - g) - m(p + g) - \alpha q - exc$$

où  $d$  est le taux d'endettement public par rapport au PIB en valeur,  $r$  est le taux d'intérêt nominal,  $p$  est l'inflation,  $g$  est la croissance du PIB en volume,  $m$  est le ratio à long terme entre demande de monnaie de transaction et PIB en valeur,  $\alpha$  est le ratio à long terme entre demande de monnaie de placement et PIB en valeur,  $q$  est le taux de croissance du prix des actifs relativement au prix des biens et des services,  $exc$  est l'excédent budgétaire primaire (hors intérêt sur la dette publique).

On voit apparaître les quatre impôts qui peuvent assurer la solvabilité budgétaire (empêcher la hausse du taux d'endettement public) :

- les impôts normaux (hausse de l'excédent budgétaire primaire  $exc$ ) ;
- la taxe inflationniste sur les encaisses monétaires ( $mp$ ) ;
- les taux d'intérêt inférieurs à la croissance ( $r < p + g$ ) ;
- la taxation due à la hausse des prix des actifs ( $\alpha q$ ).



# 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 Lobe, *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