

RAPPORT D'ACTIVITÉ 2019 - 2020



CHAIRE

SCOR | Foundation
The Art & Science of Risk | for science



PARIS SCHOOL OF ECONOMICS
ÉCOLE D'ÉCONOMIE DE PARIS

Risque macroéconomique

LA CHAIRE « RISQUE MACROÉCONOMIQUE » SCOR-PSE

La Chaire "Risque macroéconomique" SCOR-PSE est une initiative née du souhait de la Fondation d'entreprise SCOR pour la Science et de PSE - École d'économie de Paris, de **promouvoir le développement et la diffusion de la recherche sur un ensemble de thèmes liés à la problématique du risque macroéconomique**, et représentant un intérêt commun pour ces deux entités.

Le métier de la réassurance est, en effet, au sommet de la hiérarchie des risques et **SCOR entend être à la pointe de l'expertise et de la recherche en la matière**. Si l'assureur se contente de statistiques fiables sur les cambriolages ou les

incendies, le réassureur, lui, est exposé aux risques systémiques, dont le plus difficile à évaluer est le risque macroéconomique. Evolution des taux d'intérêt et des taux de change, défaut souverain, contagion financière, mouvements brutaux dans les prix des matières premières ou les valeurs d'actifs, sont autant de chocs difficiles à modéliser et à prévoir mais dont la compréhension est essentielle car ils affectent la capacité des réassureurs à indemniser leur client. La macroéconomie, **l'un des principaux axes de recherche de PSE**, a entre autres pour objet d'analyser les causes et les conséquences de tels risques.



L'implication dans la société civile, notamment à travers les grands débats de politique économique, **est la marque de fabrique de PSE**. Le partenariat avec l'entreprise privée n'y fait pas exception. Au-delà de la sensibilité croissante de celle-ci aux problèmes globaux contemporains, les milieux industriels et financiers comprennent plus que jamais l'intérêt pour eux d'une approche rigoureuse des questions économiques. Désormais, les décideurs doivent se familiariser avec les mécanismes essentiels de l'économie mondiale tout en apprenant à évaluer de façon critique les données empiriques. **La Chaire "Risque macroéconomique" SCOR-PSE est emblématique de ces évolutions.**

L'année 2019-2020 a été marquée par la continuité des activités et événements organisés par la Chaire à un rythme soutenu malgré les circonstances de la crise sanitaire auxquelles elle a été confrontée. Ce rapport a pour objectif de présenter la dernière année d'activité de la Chaire dans le cadre de la période de partenariat de trois ans, **de septembre 2019 à août 2020.**

DIRECTION DE LA CHAIRE

Directeur scientifique | Titulaire de la Chaire :
Gilles Saint-Paul (PSE, ENS)

Directrice exécutive :
Axelle Ferrière (PSE, CNRS)



Gilles Saint-Paul



Axelle Ferrière

ÉDITORIAL

PAR GILLES SAINT-PAUL

Directeur scientifique et titulaire de la chaire

Nous sommes particulièrement heureux de remettre ce rapport d'activité concernant la dernière année de la Chaire sur le risque macroéconomique 2017-2020 alors que celle-ci vient d'être renouvelée pour trois années supplémentaires. La récente crise sanitaire, et l'impact économique des mesures qu'elle a enclenchées, rend la question du risque macroéconomique plus pertinente que jamais. Au-delà du simple choc d'offre de court terme, cette crise remet au premier plan les questions de risque inflationniste, risque de taux, et risque de crise de la dette souveraine. La question de l'avenir de la globalisation et des échanges internationaux est également posée - avec des conséquences potentiellement importantes pour la croissance dans les pays émergents. Nous espérons que la nouvelle Chaire saura stimuler la recherche sur ces questions cruciales, tout en continuant d'offrir une plate-forme de débat fécond entre les universitaires et le monde de l'entreprise, ainsi que d'améliorer l'environnement de recherche pour les doctorants, jeunes chercheurs, et la communauté PSE au sens large.

Grâce à la Chaire "Risque macroéconomique", les dirigeants de la SCOR et, au-delà, les acteurs de l'économie sont initiés aux derniers développements de notre discipline pertinents pour la compréhension du risque macroéconomique. Les activités décrites dans ce rapport en témoignent. Ainsi, Nicholas Bloom, qui a donné la première *lecture* annuelle de la Chaire, s'est penché sur le comportement cyclique de l'incertitude, et a montré que différents indices d'incertitude, tels que la volatilité implicite dans la valeur de marché des options (l'indice VIX du Chicago Board Options Exchange) sont corrélés avec le cycle, augmentant pendant les récessions.

SOMMAIRE

Chercheurs et doctorants	p.4
Événements de la chaire	p.6
SCOR-PSE Junior Research Prize	p.12
Publications	p.14
Newsletter SCOR-PSE	p.17

Gilles Saint-Paul



Jesus Fernández-Villaverde s'est intéressé aux profondes transformations de l'économie mondiale qu'engendrera l'intelligence artificielle. Les événements sur la Chine et la pandémie de Covid-19 ont permis de confronter les points de vue des acteurs de la société civile et les travaux appliqués des meilleurs chercheurs internationaux sur ces sujets. Le *SCOR-PSE Junior Research Prize 2020* a récompensé des travaux qui confirment l'importance du risque de crédit et son lien intime avec la montée des incertitudes.

Je voudrais ici remercier les autres membres de l'équipe scientifique de PSE, Axelle Ferrière et Léonard Bocquet, ainsi que ceux des équipes administratives et communication de PSE, Samuel Chich, Joanne Lorek, Clément Michaud, Julia Piquemal, Sylvain Riffé-Stern, pour leur contribution à ce travail commun, dont témoignent le présent rapport et les newsletters précédentes de la Chaire. Côté SCOR, nous avons apprécié le support sans faille et les contributions de Philippe Trainar et Zeying Peuillet, ainsi que les participations régulières de Denis Kessler à nos activités, tant dans leur volet académique que sur le plan du débat public.

“

Nous nous réjouissons tous de la nouvelle aventure qui nous attend au cours des trois prochaines années !

”



CHERCHEURS ET DOCTORANTS

De nombreux enseignants-chercheurs et doctorants issus de PSE ont contribué aux activités de la Chaire : ils participent aux événements et soutiennent la recherche à travers la publication de travaux ou la soutenance de thèses dont les thématiques traitent des risques macroéconomiques.

CHERCHEURS PSE AYANT PARTICIPÉ AUX ACTIVITÉS DE LA CHAIRE



Philippe Aghion
(Collège de France, PSE)
Économie politique et institutions,
croissance

Nuno Coimbra
(PSE)
Macroéconomie financière
internationale



Agnès Bénassy-Quéré
(PSE, Université Paris 1)
Économie monétaire internationale,
intégration européenne, politique
économique

Axelle Ferrière
(PSE, CNRS)
Dir. exécutive de la Chaire
Macroéconomie internationale
et inégalités



Florin Bilbiie
(UNIL, CEPR)
Économie internationale, bancaire et
de l'assurance

Jean-Olivier Hairault
(PSE, Université Paris 1)
Retraites, marché du travail,
fluctuations



Tobias Broer
(PSE, Université Paris 1)
Macroéconomie quantitative,
agents hétérogènes, formation des
anticipations et politique monétaire

Jean Imbs
(PSE, CNRS)
Économie internationale, macroéco.
et changement structurel



Daniel Cohen
(PSE, ENS)
Économie politique et institutions,
macroéconomie internationale

Francesco Pappadà
(PSE, Banque de France)
Macroéconomie internationale





Ariell Reshef
(PSE, CNRS)

Commerce international et politiques commerciales, marché du travail

Jean-Marc Tallon
(PSE, CNRS)

Équilibre général, comportements individuels, théorie du choix social



Gilles Saint-Paul
(PSE, ENS)

Dir. scientifique | titulaire de la Chaire
Économie politique et institutions,
marché du travail, fluctuations

DOCTORANTS PSE AYANT PARTICIPÉ AUX ACTIVITÉS DE LA CHAIRE



Léonard Bocquet
(PSE, Université Paris 1)

"The Effects of the Great Recession on Productivity Growth"

Sous la direction d'**Agnès Bénassy-Quéré** et de **Lionel Fontagné**.

Normann Rion
(PSE, ENS-PSL)

"Marchés du travail duaux et macroéconomie"

Sous la dir. de **Gilles Saint-Paul**.



Jonaz Heipertz
(PSE, EHESS)

"Three Essays in Financial Networks and Shock Propagation"

Sous la dir. de **Romain Rancière** et d'**Amine Ouazad**.

Antoine Sigwalt
(PSE, Banque de France)

"Stratégie optimale de réduction de dette publique en environnement incertain"

Sous la dir. de **Gilles Saint-Paul** et d'**Axelle Ferrière**.



Gudrun Johnsen
(PSE, ENS)

"Prise de risque au niveau de l'entreprise: la recherche d'une croissance durable"

Sous la dir. de **Gilles Saint-Paul**.

Thomas Zuber
(PSE, ENS-PSL)

"Changement structurel et emploi"

Sous la dir. de **Gilles Saint-Paul**.



Eui Young Jung
(PSE, Université Paris 1)

"Three essays on the household demands and macro economy"

Sous la dir. de **Florin Bilbiie** et de **Gilles Saint-Paul**.



Arsham Reisinezhad
(PSE, Université Paris 1)

"Essays on the Natural Resource Curse"

Sous la dir. de **Jean Imbs** et de **Gilles Saint-Paul**.

“ Léonard Bocquet

Les travaux et événements financés par la Chaire SCOR-PSE m'ont permis d'assister à des conférences données par des chercheurs de renommée internationale, sur des thématiques aussi variées que l'intelligence artificielle, l'effet de l'incertitude sur les marchés financiers ou le système économique chinois. De plus, le système de professeurs invités donne l'opportunité, précieuse, de pouvoir interagir avec des spécialistes sur des sujets à la frontière de la recherche.



ÉVÉNEMENTS DE LA CHAIRE

En 2019-2020, plusieurs événements marquants ont été organisés par la Chaire, en présentiel puis en ligne. La première *lecture* annuelle avec pour intervenant **Nicholas Bloom** (Stanford University), initialement prévue en mars 2019, a été reprogrammée en décembre 2019 à PSE. L'année 2020 s'est ouverte sur le premier workshop thématique de la Chaire, intitulé "Risks posed by China to the global economy" et organisé à PSE, le 17 janvier. La seconde *lecture* avec pour intervenant **Jesús Fernández-Villaverde** (University of Pennsylvania) s'est tenue en ligne le 28 avril. Puis, en réponse à la crise sanitaire, la Chaire a organisé le 4 mai une table-ronde en ligne intitulée "Macroeconomic consequences of Coronavirus crisis". Enfin, la troisième conférence annuelle de la Chaire, repoussée au 17 septembre dans l'espoir de pouvoir l'accueillir à PSE, s'est finalement tenue en ligne à cette date.

CONFÉRENCE DE NICHOLAS BLOOM : "WHY DO STOCK MARKETS JUMP (AND TRUMP'S IMPACT ON MARKETS)?"

50 participants

5 décembre 2019

PSE - École d'économie de Paris

Média associé : vidéo replay de la conférence [+](#)

La première *lecture* annuelle de la Chaire a eu lieu le 5 décembre 2019. **Nicholas Bloom** (Stanford University) est venu à PSE - École d'économie de Paris pour discuter des effets de l'incertitude sur les marchés financiers. Ses travaux visent à déterminer empiriquement les principales causes des fluctuations de ces marchés. En particulier, il analyse les articles de journaux - depuis 1900 aux États-Unis et depuis 1980 dans une vingtaine d'autres pays - pour déterminer la cause des principaux bonds et décrochages des indices boursiers. Les résultats obtenus montrent que les politiques gouvernementales sont à l'origine de 40% des bonds de la bourse américaine et d'environ 30% à l'échelle internationale. Il en ressort également que les États-Unis sont les principaux instigateurs des fluctuations des marchés boursiers internationaux : environ 40% des hausses boursières mondiales sont dues à des événements américains. Enfin, Trump ne semble pas avoir modifié les niveaux totaux de volatilité mais il en a changé la nature : après son élection, cinq bonds ou décrochages boursiers sont à mettre à l'actif des risques commerciaux, ce qui s'avère être sans précédent.



WORKSHOP : "RISKS POSED BY CHINA TO THE GLOBAL ECONOMY"

40 participants

17 janvier 2020

PSE - École d'économie de Paris

Le 17 janvier 2020, la Chaire a organisé son premier workshop sur le thème des risques globaux associés à l'économie chinoise, composé de trois interventions par **Yu Zheng** (Queen Mary), **Yi Huang** (IIES Geneva) et **Wei Yao** (Société Générale).

Yu Zheng (Queen Mary). "The changing landscape of China's financial system"+

La Chine est de plus en plus intégrée dans l'économie mondiale. Mais de son point de vue et de celui du reste du monde, cela représente-t-il un risque ou une opportunité ? Dans un premier



temps, Zheng évalue les mesures d'ouverture de la Chine dans un contexte historique puis opère un tour d'horizon de l'état actuel du système financier chinois. Elle constate que les investissements étrangers sont encore limités dans une large mesure car l'État chinois souhaite notamment atténuer les risques que peuvent poser les investisseurs étrangers. Selon elle, la Chine doit pourtant ouvrir ses marchés financiers si elle veut promouvoir le RMB en tant que monnaie internationale. La voie de l'intégration financière devra donc être compatible avec, d'une part, la demande chinoise de stabilité, et d'autre part, la demande étrangère d'instruments financiers libéralisés.

Yi Huang (IIES geneva). "Economics risk of the trade war and finance war to be?"+ Document de recherche associé : "Trade Linkages and Firm Value: Evidence from the 2018 US-China "Trade War""+ (co-auteurs : Sibio Liu, Chen Lin et Heiwai Tang)

L'incroyable essor économique de la Chine, alimenté par les exportations, a généré des tensions avec les États-Unis. Les travaux de Huang, Lin et Tang visent à estimer les coûts de la guerre commerciale pour les entreprises américaines. Ils montrent que l'exposition directe et indirecte aux exportations vers la Chine et aux importations en provenance de ce pays a eu un effet global négatif sur les entreprises américaines, mettant ainsi en évidence le rôle des réseaux de production comme amplificateur des coûts de la guerre commerciale.



Wei Yao (Société Générale). "Understanding China's debt risk"



Il est bien connu aujourd'hui qu'après la crise financière mondiale, la dette de la Chine a explosé pour atteindre le niveau d'une économie avancée. D'après Yao, la majeure partie de l'accumulation récente de la dette des entreprises provient des entreprises d'État. Des réformes sont aujourd'hui en cours afin de réduire progressivement l'endettement des plus grands acteurs encore protégés, mais ce processus risque de générer une cascade de défaillances, avec des conséquences macroéconomiques qui pourraient s'avérer disproportionnées. L'État chinois a certes reconnu la gravité des défis posés par l'endettement élevé des entreprises mais il est confronté à des arbitrages de plus en plus difficiles.

CONFÉRENCE DE JESÚS FERNÁNDEZ-VILLAVERDE : "SIMPLE RULES FOR A COMPLEX WORLD WITH ARTIFICIAL INTELLIGENCE"

60 participants

28 avril 2020

En ligne (Zoom)

Documents et médias associés : [Simple Rules for a Complex World with Artificial Intelligence](#) - présentation associée - vidéo replay de la conférence

Le 28 avril 2020, **Jesús Fernández-Villaverde** (University of Pennsylvania) a présenté ses travaux sur l'intelligence artificielle (IA) à l'occasion de la seconde *lecture* annuelle de la Chaire organisée en ligne. Selon lui, l'IA va profondément changer de nombreuses façons l'organisation de nos économies et de nos politiques. Cependant, nous sommes encore loin d'avoir un système d'IA capable d'effectuer des tâches simples mais mal structurées, ou qui nécessitent un haut degré de flexibilité pour s'adapter à de nouvelles circonstances. En outre, les algorithmes actuels d'apprentissage automatique nécessitent des quantités massives de données et, pour de



nombreuses applications, ces données ne sont pas disponibles ou sont trop coûteuses à rassembler. Sa position, quant à la capacité de l'IA à révolutionner l'économie, est donc nuancée.

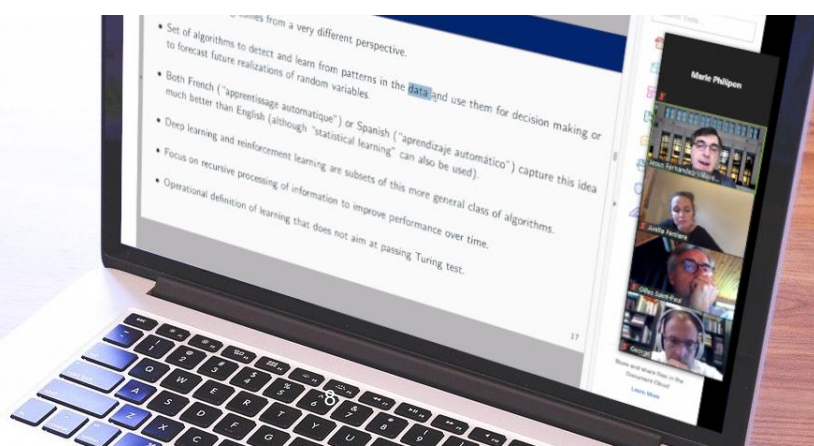


TABLE-RONDE : "MACROECONOMIC CONSEQUENCES OF CORONAVIRUS CRISIS"

70 participants

4 mai 2020

En ligne (Zoom)

Documents et médias associés : compte-rendu de la table ronde en français [+](#) - en anglais [+](#) - vidéo replay de la table ronde [+](#)

En réaction à la crise sanitaire, la Chaire a organisé une table ronde en ligne le 4 mai 2020 : **Jesús Fernández-Villaverde** (University of Pennsylvania), **Benjamin Moll** (London School of Economics), **Facundo Piguillem** (EIEF Rome) et **Denis Kessler** (SCOR) ont été invités à discuter des conséquences macroéconomiques de la crise du Coronavirus. Le panel était modéré par **Gilles Saint-Paul** (PSE, ENS).

Les panélistes ont dans un premier temps abordé la question de l'ampleur de la récession provoquée par la crise économique et de ses effets sur la croissance et le chômage. La crise pourrait en fait être pire que ce que suggèrent ces projections, selon Ben Moll. Jesús Fernández-Villaverde et Facundo Piguillem conviennent du fait que la reprise dépendra avant tout de la capacité des entreprises à s'adapter pour continuer à générer de la valeur. Denis Kessler souligne combien le choc actuel est unique car il est invisible et laisse intact le capital physique, et aura aussi des conséquences structurelles profondes. Tous les panélistes s'accordent sur le fait que beaucoup d'incertitude subsiste quant à l'évolution clinique future du virus et aux conséquences politiques de la crise.

Au regard de l'accumulation de la dette, Facundo Piguillem propose d'augmenter la taxation du capital tout en diminuant celle du travail. Jesús Fernández-Villaverde se dit favorable à une taxe

sur l'immobilier, un actif majoritairement détenu par les seniors, mais les deux panélistes reconnaissent néanmoins l'existence de fortes contraintes politiques. Finalement, Denis Kessler met en lumière que pays et gouvernements court-termistes sont entrés dans la crise sans véritable préparation et avec une faible marge de manœuvre financière. Selon lui, il faut s'attendre à ce que les mesures monétaires non conventionnelles relancent l'inflation après 30 ans de Grande Modération. D'après Gilles Saint-Paul, le recours à des mesures inflationnistes risque toutefois de se heurter à la résistance de pays comme l'Allemagne.

Le débat a ensuite porté sur les mesures de confinement prises par les gouvernements : Jesús Fernández-Villaverde estime que ceux-ci ont négligé la dimension logistique, et ainsi le potentiel impact négatif sur des "contraintes strictes", telles que l'alimentation, l'électricité, etc.



Cependant, Facundo Piguillem soutient que les mesures prises par les hommes politiques étaient somme toute assez raisonnables. En outre, Ben Moll conteste l'idée qu'il y ait eu un arbitrage à court terme et affirme que celui-ci porte avant tout sur la durée du confinement. Gilles Saint-Paul soutient que les gouvernements ont été inégalement bons pour gérer la crise, notamment en ce qui concerne la production de masques et

matériels de dépistage. Enfin, tous les intervenants conviennent que la crise aura des effets profonds et durables sur l'utilisation des nouvelles technologies. De nombreux secteurs tels que le commerce et l'industrie pourraient toutefois être bouleversés : Denis Kessler estime que cette pandémie va incontestablement conduire à une réorganisation des chaînes de production et modifier la division internationale du travail.

CONFÉRENCE ANNUELLE DE LA CHAIRE

50 participants

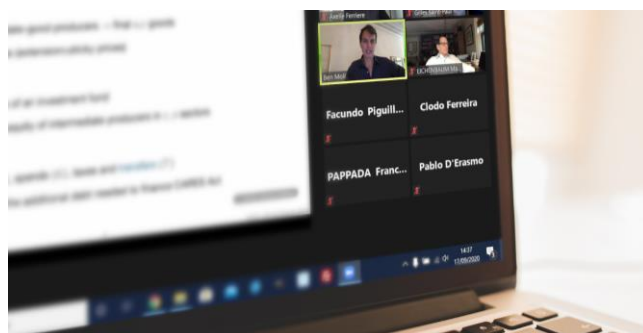
17 septembre 2020

En ligne (Zoom)

La troisième conférence annuelle de la Chaire s'est tenue en ligne le 17 septembre 2020. Plusieurs économistes influents étaient réunis pour présenter et discuter de leurs recherches les plus récentes sur les implications macroéconomiques du risque de défaut des ménages. La présentation principale a été donnée par **Martin Eichenbaum** (Northwestern University), qui a présenté ses travaux sur le thème de la politique monétaire.

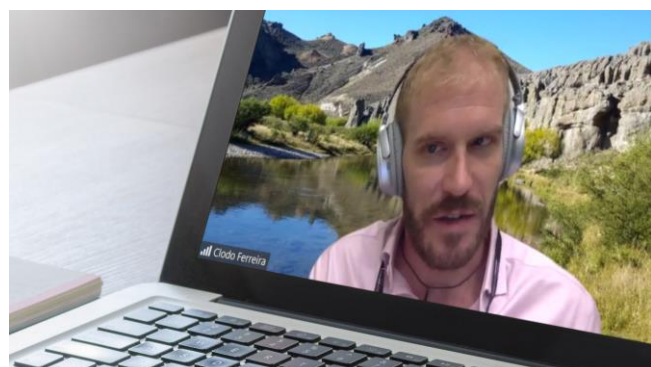
Benjamin Moll (LSE). "The Great Lockdown and the Big Stimulus: Tracing the Pandemic Possibility Frontier for the U.S" (co-auteurs : Greg Kaplan et Gianluca Violante) - Vidéo replay de la présentation [+](#)

Les gouvernements sont confrontés à des compromis importants dans la gestion de la crise engendrée par la pandémie de COVID-19. Quelle est l'ampleur de ces compromis ? Comment les différentes combinaisons de politiques se comparent-elles les unes aux autres ? Kaplan, Moll et Violante répondent à ces questions en dérivant une "frontière de possibilité de pandémie" - un diagramme représentant la distribution estimée du coût économique et du nombre total de décès pour différentes politiques hypothétiques. Cette frontière est calculée à l'aide d'un modèle macroéconomique à agents hétérogènes soumis à des contraintes de crédit, auquel est ajoutée une dimension comportementale (modèle SIR). Au total, ces travaux mettent en lumière l'hétérogénéité de



l'impact économique de la pandémie sur la population. Par ailleurs, ils montrent que les coûts économiques associés à une réduction supplémentaire du nombre de morts varient considérablement en fonction de la durée du confinement.

Clodomiro Ferreira (Bank of Spain). "Housing Tenure and Household Debt: Life-Cycle Dynamics During a Boom and Bust" (co-auteurs : Julio Gálvez et Myroslav Pidkuyko) - Vidéo replay de la présentation [+](#)



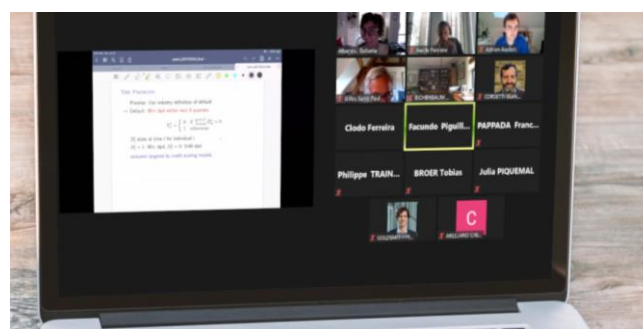
Ferreira, Gálvez et Pidkuyko étudient comment les différentes cohortes de ménages sont affectées par les cycles d'expansions et de récessions. Ils utilisent un ensemble de données de panel détaillées sur le bilan des ménages espagnols entre 2002 et 2017, et construisent un modèle structurel à générations imbriquées avec un marché du logement. Des résultats préliminaires mettent notamment en avant les effets de cohorte pour expliquer l'hétérogénéité des réponses des ménages face à un resserrement du crédit.



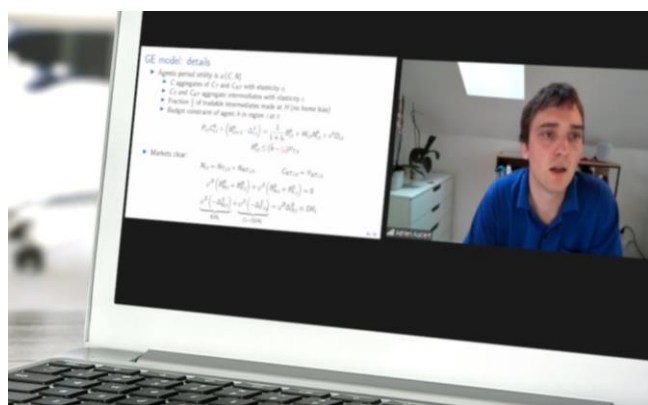
Stefania Albanesi (University of Pittsburgh). “Understanding Consumer Default Risk” (co-auteur : Domonkos F. Vamossy) - Vidéo replay de la présentation [+](#)

Albanesi et Vamossy construisent un modèle pour évaluer le risque de défaillance des ménages. Ils estiment, à l'aide des techniques les plus récentes d'intelligence artificielle basées sur le *machine learning*, une "fonction de transition" qui prédit si un débiteur fera défaut au cours de la prochaine période, en fonction de son historique et d'une liste de variables explicatives observables. Leur modèle a un fort pouvoir prédictif et s'avère être plus performant que les modèles standards de notation de crédit. L'analyse de l'algorithme montre que les niveaux totaux d'endettement d'un ménage sont beaucoup plus importants, pour prédire le risque de

défaut, que l'existence de défaillances antérieures ou le nombre de crédits contractés par ce ménage.



Adrien Auclert (Stanford University). “Macroeconomic Effects of Debt Relief: Consumer Bankruptcy Protections in the Great Recession” (co-auteurs : Will Dobbie et Paul Goldsmith-Pinkham) - Vidéo replay de la présentation [+](#)



Ces travaux se concentrent sur les implications macroéconomiques d'un allègement important de la dette des consommateurs. Auclert, Dobbie et Goldsmith-Pinkham construisent un modèle structurel néo-keynésien avec agents emprunteurs et épargnants comportant deux régions, qui diffèrent dans leur niveau de protection des ménages en défaut de crédit. Dans un modèle calibré sur les États-Unis, ils prédisent que l'emploi aurait été 2% plus élevé si l'ensemble des états avaient adopté un haut niveau de protection des ménages en défaut.

Keynote Lecture par Martin Eichenbaum (Northwestern University). “State Dependent Effects of Monetary Policy: The Refinancing Channel” (co-auteurs : Sergio Rebelo et Arlene Wong) - Vidéo replay de la présentation [+](#)

Les taux d'intérêt réels et nominaux ont considérablement diminué au cours des trente dernières années. Cette baisse a été particulièrement spectaculaire au cours de la dernière décennie. À l'occasion de sa *Keynote Lecture*, Martin Eichenbaum a rendu compte de ses recherches portant sur l'impact des taux d'intérêt bas sur l'efficacité de la politique monétaire. En particulier, il montre qu'une réduction des taux est bien moins efficace pour relancer l'économie si elle intervient alors que les taux sont déjà bas. En effet, les ménages qui souhaiteraient refinancer leurs crédits pour profiter des taux plus bas l'auraient probablement déjà fait lors des précédentes baisses de taux. Ainsi, une politique monétaire expansionniste, si elle peut permettre une relance à court terme, limitera les marges de manœuvre ultérieures.





SCOR-PSE JUNIOR RESEARCH PRIZE

Chaque année, un comité de sélection, présidé par **Gilles Saint-Paul** (PSE-ENS, directeur scientifique de la Chaire), distingue un travail de recherche mené par un(des) chercheur(s) junior(s) - docteur(s) depuis moins de 10 ans - sur la thématique des risques macroéconomiques. En 2020, le *SCOR-PSE Junior Research Prize* a été remis à **Ludwig Straub** (Harvard University) et **Robert Ulbricht** (Boston College) lors de la seconde *lecture* annuelle de la Chaire.

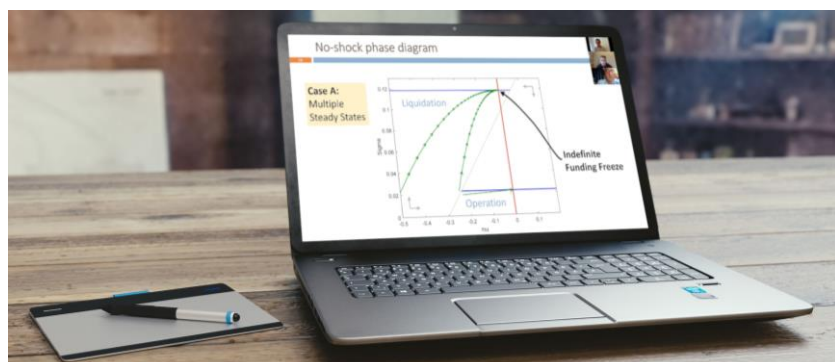
Documents et médias associés : [présentation associée](#)  - [vidéo replay de la présentation](#) 

LUDWIG STRAUB ET ROBERT ULBRICHT

Ludwig Straub est professeur assistant d'économie à l'université de Harvard. Ses recherches portent sur la macroéconomie et l'économie internationale. Ludwig a obtenu son doctorat en économie au MIT en 2018 et est titulaire d'un diplôme de premier cycle et d'un master en mathématiques et en physique.

Robert Ulbricht est professeur assistant d'économie au Boston College. Ses recherches portent sur la macroéconomie, la recherche et l'appariement sur les marchés du travail et l'économie politique. Robert a obtenu un doctorat en économie de l'Université de Munich.

Le *SCOR-PSE Junior Research Prize* vient récompenser la qualité exceptionnelle des travaux de Ludwig Straub et Robert Ulbricht, intitulés "Endogenous Uncertainty and Credit Crunches", et portant sur les effets de l'incertitude dans un contexte de resserrement du crédit.



“ André Levy-Lang
Président de la Fondation SCOR pour la
Science

Les jeunes lauréats du Prix SCOR-PSE de cette année ont mené des recherches innovantes, tant en termes de méthode que d'hypothèses, sur les liens entre les établissements financiers

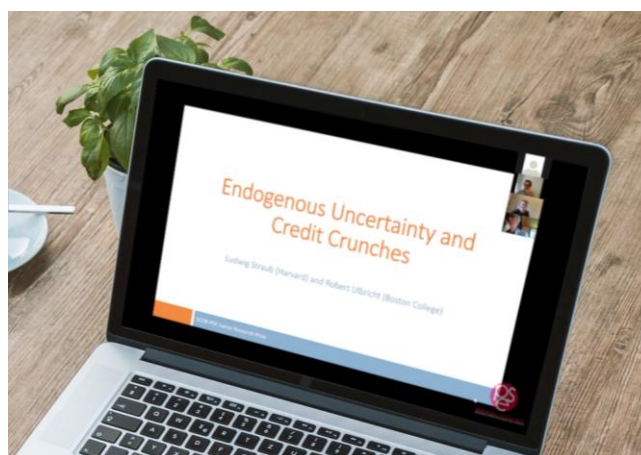
et la manière dont ces relations peuvent alimenter une croissance endogène du risque systémique. Il s'agit de travaux particulièrement stimulants et prometteurs.

ENDOGENOUS UNCERTAINTY AND CREDIT CRUNCHES +

Les crises financières provoquent souvent des récessions profondes et durables, comme l'a montré la crise des *subprimes* de 2008. Les raisons pour lesquelles les crises financières sont généralement plus importantes et plus persistantes que d'autres types de crises - comme les chocs pétroliers ou commerciaux - ne sont pas encore totalement comprises. Certains économistes, dont Olivier Blanchard, ancien économiste en chef du FMI, soulignent le rôle joué par l'incertitude. Comment exactement l'incertitude interagit-elle avec les frictions financières pour amplifier le choc initial et ralentir la reprise ultérieure ?

Depuis les travaux fondateurs de Bloom (2009), il est bien connu que l'incertitude a un effet négatif sur l'économie. Une plus grande incertitude concernant les conditions futures des entreprises incite celles-ci à retarder les investissements et l'embauche, retardant ainsi la reprise. C'est ce qu'on appelle l'effet "attentiste". Un autre volet de la littérature vise à comprendre pourquoi l'incertitude augmente pendant les récessions. Son point de départ est que les conditions économiques affectent la capacité des analystes à prévoir l'avenir. Le présent travail emprunte aux deux approches, en ce sens qu'il considère une interaction causale à double sens entre l'incertitude et les conditions économiques.

Au cœur de ces travaux se trouve l'idée qu'une plus grande incertitude et de mauvaises conditions économiques se renforcent mutuellement, par le biais de contraintes financières et de dynamiques d'information. Le mécanisme est le suivant. Un premier resserrement des contraintes de crédit restreint l'accès des entreprises au financement. Certains projets ne sont donc pas réalisés, ce qui entraîne une augmentation de l'incertitude, car les investisseurs ne peuvent pas



connaître la productivité des projets non réalisés. L'incertitude accrue alimente le pessimisme des investisseurs, ce qui restreint encore plus l'accès des entreprises au financement et amplifie encore la récession. Dans l'ensemble, cela explique pourquoi un choc financier temporaire peut se transformer en un "gel du financement" important et persistant.

Les auteurs calibrent leur modèle sur l'économie américaine et évaluent le rôle quantitatif joué par leur mécanisme dans la génération de crises persistantes. Ils utilisent notamment des micro-données sur les prévisions des analystes pour définir les paramètres d'apprentissage du modèle. Le modèle montre que l'incertitude endogène est cruciale pour expliquer la persistance des crises financières : la récession générée par un choc financier dure deux fois plus longtemps lorsque l'incertitude augmente avec la crise. Au total, ces travaux mettent en évidence le rôle joué par les frictions informationnelles, et ont des implications politiques importantes : selon le modèle, les transferts directs aux entreprises devraient être privilégiés par rapport à la recapitalisation des banques.



PUBLICATIONS

De septembre 2019 à août 2020, la Chaire a publié de nombreux travaux liés la problématique du risque macroéconomique. Trois documents de travail issus de la série de publications propre à la Chaire "Working papers serie, SCOR-PSE" ont été diffusés. Un certain nombre de travaux dont rend compte la sélection ci-dessous sont également parus sous forme de chapitres d'ouvrages ou de livres, ou encore sous forme d'articles dans des revues internationales et à comité de lecture.

WORKING PAPER SERIE, SCOR-PSE

WP n°2019-02

From Microeconomic Favoritism to Macroeconomic Populism

Par **Gilles Saint-Paul** (PSE, ENS-PSL et NYU-AD)

Pourquoi une population soutiendrait-elle des politiques macroéconomiques susceptibles de conduire à des crises souveraines, des crises de balance des paiements, etc. ? Une explication rationnelle selon Gilles Saint-Paul est basée sur le favoritisme - une caractéristique institutionnelle de la société qui implique que certains groupes sociaux ont un meilleur accès aux biens publics que d'autres. Un groupe favorisé qui supporte une faible fraction des coûts d'une crise mais qui bénéficie à court terme de politiques peu

judicieuses est susceptible de soutenir l'indiscipline budgétaire. Ces travaux formalisent le rôle du favoritisme pour les dépenses publiques, l'endettement et la crise dans un modèle illustratif d'après Saint-Paul et al. (2017), et étudient le soutien aux partis politiques dits "populistes" qui le mettent en œuvre. Ils soutiennent que le favoritisme a façonné l'histoire récente des réformes des retraites en France et mettent en lumière son effet sur la politique macroéconomique d'un groupe de pays.

WP n°2020-03

Financial Cycles with Heterogeneous Intermediaries

Par **Nuno Coimbra** (PSE) et **Hélène Rey** (London Business School, CEPR et NBER)

Au lendemain de la crise financière de 2008, la question de la prise de risques excessifs par les banques et autres intermédiaires financiers est devenue très importante dans l'esprit des décideurs politiques et des universitaires. Une préoccupation est de comprendre si la politique monétaire affecte la prise de risque dans le secteur financier, et, plus généralement, quand et comment politique monétaire et risque financier sont liés. La période de taux historiquement bas avant la crise a-t-elle aggravé la stabilité financière ? Le contexte

actuel de taux d'intérêt bas conduit-il également à l'accumulation de risques systémiques ? Nuno Coimbra et Hélène Rey examinent comment la concurrence entre les différents intermédiaires financiers peut générer un lien fort entre les taux directeurs et la stabilité - ou l'instabilité - financière. Les taux d'intérêt affectent ainsi la composition du secteur financier et la répartition des actifs entre les intermédiaires financiers les plus risqués et les moins risqués.

WP n°2020-04**Waiting for the Prince Charming: Fixed-Term Contracts as Stopgaps**Par **Normann Rion** (PSE, ENS-PSL)

Au cours des dernières décennies, le nombre d'emplois à durée déterminée a augmenté dans l'Union Européenne. L'emploi à durée déterminée offre une certaine flexibilité aux entreprises face aux changements de charge de travail, mais il est coûteux pour les travailleurs. Pour y remédier, les gouvernements européens ont procédé à de nombreuses réformes de la législation de protection de l'emploi. Cependant, des questions importantes restent en suspens. En particulier, quel est l'impact des contrats à durée déterminée

sur le chômage et la protection sociale ? Quels sont les principaux risques associés à la mise en œuvre de ces réformes ? Pour répondre à ces questions, Normann Rion étend le modèle classique de Mortensen et Pissarides en y ajoutant les contrats à durée indéterminée et à durée déterminée. D'après les résultats obtenus, une réforme en profondeur peut améliorer l'emploi à durée indéterminée et le chômage à long terme, au prix d'une transition défavorable.

SÉLECTION DE PUBLICATIONS ACADÉMIQUES

Revue internationale à comité de lecture

Aghion Philippe, Bergeaud Antonin, Boppart Timo, Klenow Peter, Huiyu Li. **Missing Growth from Creative Destruction**. *American Economic Review*, American Economic Association, 2019, 109 (8), pp.2795-2822.

Aghion Philippe, Bergeaud Antonin, Cette Gilbert, Lecat Rémy, Hélène Maghi. **The Inverted-U Relationship Between Credit Access and Productivity Growth**. *Economica*, Wiley, 2019, 86 (341), pp.1-31.

Aghion Philippe, Akcigit Ufuk, Bergeaud Antonin, Blundell Richard, David Hemous. **Innovation and Top Income Inequality**. *Review of Economic Studies*, Oxford University Press (OUP), 2019.

Bénassy-Quéré Agnès. **European Pandemic Recovery: An Opportunity to Reboot**. *Intereconomics*, 55 (4), pp. 205-209, July 2020. (with B. Weder di Mauro)

Broer Tobias. **The New Keynesian Transmission Mechanism : A Heterogeneous-Agent Perspective**. *Review of Economic Studies*, Oxford University Press (OUP), 2020, 87 (1), pp.77-101. 10.1093/restud/rdy060 (with N.-Jakob Harbo Hansen, P. Krusell, E. Öberg)

Coimbra Nuno. **Sovereigns at risk : A dynamic model of sovereign debt and banking leverage**. *Journal of International Economics*. 2020-05 10.1016/j.jinteco.2020.103298

Ferrière Axelle. **Comments on "Capital Income Taxation with Housing" by Makoto Nakajima**. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier, 2020, 115.

Hairault Jean-Olivier. **Unemployment fluctuations over the life cycle**. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2019, 100, pp.334-352. 10.1016/j.jedc.2019.01.001 (with F. Langot, T. Sopraseuth)

Reshef Ariell. **How Do Central Bank Governors Matter? Regulation and the Financial Sector**. *Journal of Money, Credit and Banking*, Wiley, 2019, 51 (2-3), pp.369-402 (with M. Prachi)

Reshef Ariell. **The surprising instability of export specializations**. *Journal of Development Economics*, Elsevier, 2019, 137, pp.36-65 (with D. Daruich, W. Easterly)

Saint-Paul Gilles. **From microeconomic favoritism to macroeconomic populism**. *Journal of the Finnish Economic Association*, 1, 2020, 1-23.

Revue, livres, chapitres d'ouvrages

Aghion Philippe, Algan Yann, Bénassy-Quéré Agnès, Bozio Antoine, André Cartapanis, et al. **Agir face aux dérèglements du monde**. *Editions Odile Jacob*, 221 p., 2020, 978-2-7381-5307-4.

Aghion Philippe, Antonin Céline, Simon Bunel. **Le Pouvoir de la destruction créatrice**. *Editions Odile Jacob*, 448 p., 2020, 978-2-7381-4947-3.

Bénassy-Quéré Agnès. Europe in the time of Covid-19: A new crash test and a new opportunity, in "Europe in the Time of Covid-19", CEPR ebook, Chapter 1, 22 May 2020 (with B. Weder di Mauro)

Saint-Paul Gilles. *Théorie du cycle. Introduction à l'analyse des fluctuations macroéconomiques. Editions rue d'Ulm*, 216 p., 2019.

Documents de travail

Bénassy-Quéré Agnès. One Size Does Not Fit All: TFP in the Aftermath of Financial Crises in Three European Countries. *PSE Working Papers n°2020-43* (with C. Abele and L. Fontagné)

Broer Tobias. Consumption insurance over the business cycle. Working Paper, January 2020.

Broer Tobias. The curious incidence of shocks along the income distribution. Working Paper, April 2020 (with J. Kramer, K. Mitman)

Broer Tobias. Forecaster (Mis-) behavior. Working Paper, April 2020 (with A. Kohlhas)

Broer Tobias. Heterogeneous information choice in general equilibrium. Working Paper, August 2020 (with A. Kohlhas, K. Mitman, K. Schlafmann)

Ferrière Axelle. The Heterogeneous Effects of Government Spending: It's All About Taxes. Working Paper, February 2020 (with G. Navarro)

Ferrière Axelle. Escaping the Losses from Trade: The Impact of Heterogeneity on Skill Acquisition. Working Paper, March 2020 (with G. Navarro, R. Reyes-Heroles)

Pappadà Francesco. Sovereign default and imperfect tax enforcement. Working Paper, 2019 (with Y. Zylberberg)

Pappadà Francesco. Exchange rate regime and firm dynamics. Working Paper, 2019 (with M. Hamano)

Pappadà Francesco. Firm turnover in the export market and the case for fixed exchange rate regime. *Bank of Finland Research Discussion Papers*, January 2020 (with M. Hamano)

Tallon Jean-Marc. Tailored Recommendations. *PSE Working Papers n°2019-69*, 2019 (with E. Danan, T. Gajdos)

Tallon Jean-Marc. Market Allocations under Ambiguity: A Survey. *PSE Working Papers n°2019-31*, 2019 (with A. Billot, S. Mukerji)



NEWSLETTER SCOR-PSE

Trois fois par an, une lettre d'information rédigée entièrement en anglais présente les activités de la Chaire lors de l'année écoulée, met en valeur les résultats des travaux sponsorisés et annonce les projets et activités à venir.

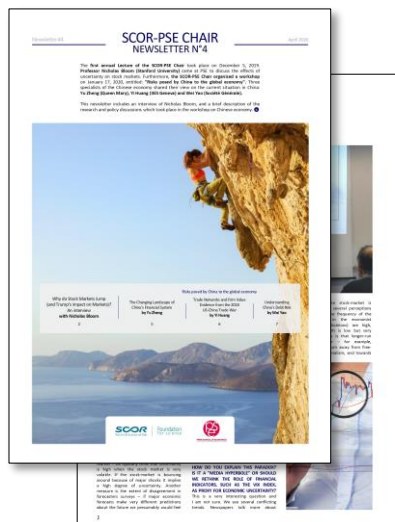
Newsletter #3, Décembre 2019



Sommaire :

- ▶ Risk-Centric Macroeconomics: An Interview with **Ricardo Caballero** (Massachusetts Institute of Technology)
- ▶ Strategic Default in Financial Networks, by **Nizar Allouch** (University of Kent)
- ▶ The Transmission of Shocks in Endogenous Financial Networks: A Structural Approach, by **Romain Rancière** (University of Southern California)
- ▶ Understanding Uncertainty Shocks and the Role of Black Swans, by **Anna Orlik** (Federal Reserve Board)
- ▶ Panel: Long-Term Risks for the World Economy

Newsletter #4, Avril 2020



Sommaire:

- ▶ Why do Stock Markets Jump (and Trump's impact on Markets)? An Interview with **Nicholas Bloom** (Stanford University)
- ▶ Risks posed by China to the global economy:
 - The Changing Landscape of China's Financial System, by **Yu Zheng** (Queen Mary)
 - Trade Networks and Firm Value: Evidence from the 2018 US China Trade War, by **Yi Huang** (IIES Geneva)
 - Understanding China's Debt Risk, by **Wei Yao** (Société Générale)

Newsletter #5, Septembre 2020 📌



Sommaire :

- ▶ Roundtable: Macroeconomic consequences of the Coronavirus crisis
- ▶ 2020 Junior Research Prize: **Ludwig Straub** (Harvard University) and **Robert Ulbricht** (Boston College)
- ▶ Financial Cycles with Heterogeneous Intermediaries, by **Nuno Coimbra** (PSE) and **Hélène Rey** (London Business School, CEPR and NBER)
- ▶ Waiting for the Prince Charming: Fixed-Term Contracts as Stopgaps, by **Normann Rion** (PSE, ENS-PSL)

Newsletter #6, Décembre 2020 📌



Sommaire:

- ▶ State Dependent Effects of Monetary Policy: The Refinancing Channel: An interview with **Martin Eichenbaum** (Northwestern University)
- ▶ The Great Lockdown and the Big Stimulus: Tracing the Pandemic Possibility Frontier for the U.S., by **Benjamin Moll** (London School of Economics)
- ▶ Housing Tenure and Household Debt: Life-Cycle Dynamics During a Boom and Bust, by **Clodomiro Ferreira** (Bank of Spain)
- ▶ Understanding Consumer Default Risk, by **Stefania Albanesi** (University of Pittsburgh)
- ▶ Macroeconomic Effects of Debt Relief: Consumer Bankruptcy Protections in the Great Recession, by **Adrien Auclert** (Stanford University)



Crédits

Shutterstock :

p. 2, p. 4-18

Pixabay :

p. 8-13

CHAIRE

SCOR | Foundation
The Art & Science of Risk | for science



PARIS SCHOOL OF ECONOMICS
ÉCOLE D'ÉCONOMIE DE PARIS

Risque macroéconomique

RAPPORT D'ACTIVITÉ 2019 - 2020