

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 PANDÉMIE DE COVID-19 REFLÈTE ET AGGRAVE LES FAILLES DU NÉOLIBÉRALISME

*Jean-Paul Pollin*

*Professeur émérite, Université d'Orléans*

■ Cet article se propose de montrer que la succession de crises (financière, sanitaire, écologique) qui affectent les pays avancés depuis le début de ce siècle, est la conséquence de dysfonctionnements de leurs systèmes économiques et sociaux remodelés par le néolibéralisme. En ce sens, trois fragilités de ces systèmes méritent une attention particulière. D'une part, l'accroissement des interdépendances entre économies qui conduit, en l'absence d'une gouvernance globale, à diffuser en les amplifiant les chocs de toutes natures auxquels sont soumis les pays concernés. D'autre part, la perte de résilience des firmes dont la gestion des risques a négligé la protection contre l'incertitude pour privilégier la rentabilité de court terme. Enfin, la montée des inégalités qui rendent les crises socialement plus difficiles à supporter et plus coûteuses à résorber. Ces failles interrogent sur l'évolution souhaitable de la place et des modes d'intervention des Etats et plus généralement sur l'avenir du néolibéralisme.

■ *THE COVID-19 PANDEMIC REFLECTS AND EXACERBATES THE FLAWS OF NEOLIBERALISM*

*This article intends to show that the succession of crises that affected advanced countries since the beginning of this century is the consequence of the dysfunction of their economic and social systems reshaped by neoliberalism. In this sense three weaknesses of these systems deserve special attention. On the one hand, the increase in interdependencies between economies which leads, in the absence of global governance, to spread and get worse the different types of shocks endured by some countries. On the other hand, a loss of resilience of firms whose risk management neglected protections in the face of uncertain events to favour short term profitability. On the other hand a loss of resilience of firms whose risk management neglected protections in the face of uncertain events to favour short term profitability. Lastly the rise of inequalities which make crises more socially unacceptable and more costly to resolve. These flaws raise questions about the desirable evolution of the place and forms of state intervention and more generally about the future of neoliberalism.*

**L**e capitalisme néolibéral, qui s'est déployé dans les pays avancés à partir de la fin des années 1970, est soumis depuis deux décennies à des chocs successifs de grande ampleur. La crise financière de 2008, succédant à l'éclatement de la « bulle Internet » de 2001, a débouché sur ce que l'on a appelé la « Grande Récession », pour la rapprocher de la Grande Dépression de 1929. Or ses conséquences s'estompaient à peine quand l'économie mondiale s'est trouvée frappée par l'actuelle pandémie dont les effets que l'on observe n'ont guère

eu d'équivalents dans l'histoire contemporaine, du moins si l'on exclut les temps de guerre, tandis que, simultanément, la montée des désordres écologiques nous rappelle qu'ils font peser sur nos systèmes économiques et sociaux des risques majeurs à une échéance qui se rapproche.

On peut toujours penser ou espérer que cette succession de crises, sur un temps relativement court, relève d'une simple coïncidence. Apparemment les origines de ces trois types d'événements sont bien

différentes : d'abord des innovations incontrôlées dans des systèmes financiers trop faiblement régulés, puis l'irruption d'un virus à taux de reproduction et de létalité élevés, enfin des atteintes à l'environnement susceptibles de provoquer des catastrophes de plus en plus graves et fréquentes. Il est de fait bien difficile de trouver des liens et des points communs entre ces dysfonctionnements.

Or, à l'inverse de ce point de vue, l'objet de cet article consiste à montrer que ces crises procèdent des transformations profondes auxquelles ont été soumis nos systèmes économiques et sociaux durant les dernières décennies, sous l'influence de l'idéologie néolibérale. Dans cette perspective, la pandémie qui nous touche peut être considérée comme reflétant, et aggravant pour partie, les fragilités induites par ces transformations.

Plus précisément, trois de ces fragilités nous semblent devoir retenir l'attention. D'une part, la contradiction entre les interdépendances croissantes des économies induites par la globalisation et l'affaiblissement d'une gouvernance mondiale susceptible d'en assurer la coordination. D'autre part, la perte de résilience des firmes face à des chocs incertains qui a « échappé » à leur gestion des risques soumise à la particularité de leurs objectifs. Enfin, la montée des inégalités (plus généralement des fracturations sociales) qui ont sans doute pesé sur la croissance, mais aussi aggravé et rendu plus inacceptable l'incidence des chocs. Nous considérons qu'une grande part des explications que l'on peut donner à la succession et à la gravité des crises se trouve dans les réponses à ces trois types de questions.

## Une globalisation en panne de gouvernance

L'ampleur et le rapide développement de la pandémie au niveau mondial sont à l'évidence en rapport avec la forte extension des échanges internationaux de biens, de services, de capitaux et de personnes intervenue depuis l'après-

guerre. Ils ont permis une transmission persistante du virus en permettant ces allers-retours entre les pays. Les effets de cette circulation s'analysent comme des externalités négatives exercées par les pays les uns sur les autres, concrétisant le fait que la santé est un bien commun mondial. Ce qui justifie la mise en place d'expertises, de règles, de bonnes pratiques coordonnées. C'est-à-dire l'existence d'une gouvernance globale en ce domaine, et bien au-delà comme on va le montrer.

## ■ Des interdépendances vecteurs de risques systémiques

Car l'impact économique de la pandémie ne se limite pas aux seules conséquences directes de la maladie sur les offres et les demandes globales dans les pays pris séparément. Il est aussi fonction des interdépendances de leurs systèmes productifs et de leurs conjonctures respectives. En effet, d'une part, la fragmentation internationale des chaînes de valeur conduit à transmettre les baisses ou les ruptures de production d'un pays à l'autre par les problèmes d'approvisionnement que cela induit. On a ainsi observé au début de la crise que certains secteurs (notamment l'automobile et la pharmacie) avaient été mis en difficulté par l'arrêt de segments de leurs chaînes de production dans des pays étrangers (1). D'autre part, les fluctuations de l'activité dans les différents pays (de même que leurs actions de politique économique qui visent à y répondre) se transmettent à leurs partenaires par les évolutions des échanges commerciaux.

De sorte que les chocs initiaux, c'est-à-dire les effets directs de la crise sanitaire (l'impact du virus), se diffusent au niveau économique mondial en s'amplifiant selon un mécanisme classique de multiplicateur. L'appréciation du phénomène est naturellement difficile et fatalement imprécise. Parce qu'il dépend des pays considérés et parce que son estimation est conditionnée par le choix des modèles utilisés et des hypothèses retenues (notamment la mesure des chocs initiaux et la définition des canaux de transmission). Mais, dans l'ensemble, les travaux empiriques qui se sont efforcés de quantifier le multiplicateur en

question en viennent à conclure que les effets d'interdépendance que l'on vient d'évoquer conduisent à doubler l'incidence des chocs initiaux [Kohlscheen *et al.*, 2020]. Ce sont ces interdépendances qui donnent à cette crise son caractère systémique.

On notera au passage que des mécanismes analogues ont agi pour transformer la crise financière de 2008 en une « grande récession ». On s'était alors étonné de la disproportion entre le coût très élevé de cette crise et l'importance modeste des montants des crédits *subprimes* qui lui avaient donné naissance. C'est que, dans ce cas aussi, les chocs provenant de la diffusion des produits toxiques issus de la titrisation de ces crédits se sont trouvés amplifiés par les interdépendances entre établissements financiers, d'un côté, et les conjonctures nationales, d'un autre côté.

Il devrait en être de même dans les crises climatiques et écologiques à venir. Les atteintes à l'environnement (notamment les émissions de gaz à effet de serre) qui s'analysent aussi comme des externalités négatives vont, comme le coronavirus, se diffuser sur l'ensemble de la planète. Et leurs conséquences économiques vont s'aggraver en se diffusant selon des mécanismes semblables à ceux évoqués précédemment.

## ■ Une gouvernance économique mondiale qui se délite

Dans la mesure où la globalisation augmente l'interdépendance des économies, on pouvait s'attendre à ce que les instances internationales de régulation et de coordination, issues de l'après-guerre dans l'esprit de Bretton Woods, voient leurs compétences s'accroître. Cela pour éviter que le libre jeu des intérêts nationaux ne conduise à des situations globalement sous-optimales. Or c'est précisément le mouvement inverse que l'on constate depuis quelques années, sur fond de déclin du multilatéralisme (2).

Le déroulement de la crise sanitaire offre une illustration édifiante de cette contradiction. De fait, elle a été gérée de façon relativement différente selon les pays, avec des concertations très limitées, y compris

en Europe. Et bien que légitimes, ces divergences de conceptions et de mises en œuvre se sont révélées peu compatibles avec l'ouverture des frontières. Pire encore, on a assisté à d'étranges phénomènes de compétition pour l'accès à des masques, des médicaments et des vaccins, alors que sur un tel sujet, une coopération semblait devoir s'imposer. Quant à l'Organisation mondiale de la santé (OMS), qui a fait l'objet de critiques déplacées pour certaines et discutables pour d'autres, ses messages sont restés pratiquement inaudibles et ses capacités d'expertise peu sollicitées.

Les autres types d'externalité ou d'interdépendance que nous avons évoqués sont également en panne de régulation et de coordination. L'Organisation mondiale du commerce (OMC) peine désormais à définir et à faire respecter des règles permettant de poursuivre l'ouverture des échanges ou d'éviter sa régression. Il en est de même pour la coordination des politiques économiques dont on discute depuis des décennies sans parvenir à des résultats significatifs (3). En fait, la gouvernance de la mondialisation se fragmente, prenant la forme d'accords régionaux qui n'ont souvent pas l'envergure souhaitable et peuvent même parfois s'avérer contre-productifs [Pisani-Ferry, 2019].

En ce sens, l'histoire des tentatives visant à construire une gouvernance mondiale du changement climatique est symptomatique, car elle est faite de reculades et d'ambitions perdues. En 1975, la création du Programme des Nations unies pour l'environnement (Pnue) traduisait la volonté d'instaurer une autorité chargée de mobiliser et d'impulser des initiatives coordonnées en ce domaine. Mais le projet est pratiquement mort-né et il a cédé la place aux Conférences des parties à partir de 1992. Mais celles-ci ne sont jamais parvenues à faire adopter des dispositions vraiment contraignantes sur la base des diagnostics auxquels elles parvenaient. De sorte que les initiatives en ce domaine sont aujourd'hui portées par des accords bilatéraux ou régionaux entre Etats et par des associations (de villes, d'entreprises, d'ONG, etc.), sans que l'on sache si cela peut déboucher sur des résultats cohérents. Cette démarche est donc un substitut

imparfait à la constitution d'une gouvernance supra-nationale, même si elle est évidemment préférable à l'inaction et a fortiori au repli sur soi.

## Une résilience sacrifiée à des objectifs financiers de court terme

La résilience des économies et des organisations qui les structurent est soudainement devenue une question à la mode. Jusqu'ici, on parlait plutôt de gestion des risques et l'on s'interrogeait sur leur possibilité de diversification et sur l'arbitrage optimal entre les rendements et les risques de décisions courantes ou stratégiques. La question de la résilience d'une organisation se pose en des termes bien différents : comment faire pour qu'elle puisse résister ou s'adapter à des transformations ou à des perturbations fortes et imprévues de son environnement ?

### ■ De la gestion des risques à celle de l'incertitude

Ces deux problématiques ne s'excluent pas, mais elles cherchent à résoudre des problèmes dissemblables : en l'occurrence, la gestion de types d'événements de natures distinctes. Dans le premier cas, il s'agit de chocs stochastiques probabilisables et dont la distribution est généralement approximée par une loi normale. Alors que dans le second cas, on parle d'événements rares, de grande ampleur, non probabilisables dont on ne connaît pas précisément les conséquences et dont on ne sait même pas si et quand ils surviendront <sup>(4)</sup>. En suivant la terminologie proposée par Frank Knight, on parle alors d'incertitudes plutôt que de risques, ce terme s'appliquant à des aléas probabilisables.

En définitive, le management des risques dans une organisation et le renforcement de la résilience relèvent de méthodes différentes : les techniques de

gestion de portefeuilles d'actifs ou d'activités ne s'appliquent pas au traitement d'événements incertains et encore moins à des chocs systémiques qui ne sont ni diversifiables ni assurables, du moins en totalité. Plus précisément, en situation d'incertitude, les mesures de protection consistent à se doter de marges de manœuvre, de dispositifs de sécurité, de réserves physiques ou financières qui permettent de supporter, au moins pendant un temps, les difficultés auxquelles l'organisation peut se trouver confrontée : il s'agit de la constitution de stocks, de liquidités, de capacités inemployées, etc. Cela peut aussi consister à faire des choix potentiellement réversibles, ce qui revient à se doter d'options permettant de reconsidérer les décisions en fonction des situations rencontrées.

Ces idées sont loin d'être neuves. Elles avaient déjà été développées dans les années 1950-1960 par les travaux développant l'idée d'une rationalité limitée qui opposait au principe d'optimisation celui d'atteinte de niveaux de « satisfaction » évolutifs, visant à faire l'apprentissage progressif des contraintes. Dans le prolongement, la théorie comportementale de l'entreprise expliquait que les firmes devaient préserver une marge de manœuvre par rapport aux contraintes perçues (un *slack managerial*) capable de jouer un rôle d'amortisseur ou de coussin de sécurité pour faire face à des événements imprévus, des erreurs d'appréciation de l'environnement stratégique, ou encore pour laisser une marge aux discussions entre les parties prenantes de l'entreprise [Cyert et March, 1963]. Dans tous les cas, il s'agissait de remettre en cause, d'un point de vue théorique aussi bien qu'empirique, le principe de maximisation sous contrainte retenu par une conception trop simpliste de l'entreprise.

### ■ La résilience à l'épreuve de l'objectif de valeur actionnariale

La financiarisation de l'économie, qui s'est imposée dans le sillage de la vague libérale, a fait oublier (voire a discrédité) ces raisonnements. La globalisation financière a permis la constitution de fonds d'investissement de très grande taille qui ont étendu leur emprise sur les économies de nombreux pays avancés.

A partir des années 1980, leur influence a progressivement affecté les objectifs, la gouvernance et le comportement des firmes de ces pays. Ce que l'on a appelé l'activisme actionnarial a orienté les politiques d'entreprise vers la recherche de la rentabilité et, plus précisément, vers la maximisation de la valeur actionnariale. Dans le même temps, ce mouvement a été relayé et justifié par la thèse ou l'idéologie, portée par Milton Friedman, selon laquelle les dirigeants d'entreprise n'avaient de responsabilité que vis-à-vis de leurs actionnaires.

Ces faits et ces idées ont eu diverses conséquences discutables qu'il n'est pas question de détailler ici. Pour s'en tenir à la seule question de la résilience, disons que son principe et ce qu'elle implique dans les faits se sont révélés contradictoires avec l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. La volonté de constituer des réserves de toutes sortes, d'aménager des dispositifs de précaution ou de préserver des « écarts aux contraintes » nuit fatalement à la rentabilité. Et nombre d'observations témoignent que l'arrivée d'actionnaires activistes a provoqué l'élimination plus ou moins rapide de ces moyens et de ces méthodes de protection face à l'incertitude. L'adoption des techniques de « juste à temps » ou de production « à flux tendus » en donne aussi de bonnes illustrations. De même que la délocalisation de segments de chaînes de valeur susceptibles d'augmenter la rentabilité aux dépens de la robustesse des processus de production.

Remarquons toutefois que dans la période récente des déclarations, des manifestes ou des rapports venant de responsables d'entreprises (Business Round Table aux Etats-Unis, rapport Sénart/Notat en France, par exemple) ou d'institutions internationales (Fonds monétaire international – FMI), prenant notamment parti pour une responsabilité sociale et sociétale de l'entreprise, démontrent une prise de conscience des dysfonctionnements induits par l'emprise excessive de la finance et par l'idéologie perverse de la valeur actionnariale sur les politiques d'entreprises. Il reste cependant à voir si ces bonnes orientations résisteront à l'épreuve de la concurrence commerciale et financière internationale.

## Une rupture de la cohésion sociale

De nombreux travaux ont montré que les inégalités de revenus, de richesses et de conditions de vie s'étaient largement creusées depuis le début des années 1980 (5). Cela est vrai dans la quasi-totalité des pays pour lesquels on dispose d'indicateurs fiables : le rapport sur les inégalités mondiales montre une concentration des revenus au profit des 10 % les plus aisés et une concentration de la richesse mondiale au profit de 1 % des plus riches (6). Dans les pays développés, cela s'opère aux dépens des classes moyennes dont le développement avait joué un rôle important dans la pacification relative des relations sociales dans l'après-guerre.

Mais à côté ou au-delà de ces inégalités, on observe que se sont aggravés d'autres morcellements tels que la réduction de la mobilité sociale, les disparités de culture et de capital social, les déchirures territoriales, etc. qui sont peut-être plus dangereuses. Car elles entraînent des cloisonnements entre groupes sociaux qui ont vocation à se reproduire et à provoquer une fracturation durable de la cohésion sociale.

On donne généralement deux explications à ces évolutions. D'une part, l'internationalisation des productions et des échanges et, d'autre part, le progrès technique qui l'un et l'autre induisent une disparition d'emplois intermédiaires (en particulier dans l'industrie) ainsi qu'une polarisation des marchés du travail en deux segments relativement étanches : l'un concernant des emplois qualifiés, stables et bien rémunérés ; le second correspondant à des emplois de caractéristiques inverses.

On comprend qu'il soit difficile et peu souhaitable de remettre en cause les forces de la globalisation et du progrès technique. Pour autant, la rupture de la cohésion sociale à laquelle elles ont donné lieu n'était pas inéluctable. Et les politiques qui ont cherché à y répondre n'étaient pas appropriées.



## ■ Ce que la pandémie a changé à la vision des inégalités

On imagine bien que les chocs systémiques dont on parle affectent différemment les divers groupes sociaux et touchent plus gravement les plus fragiles. Sans surprise, on observe que, dans la crise actuelle, la dégradation de la situation des ménages a été d'autant plus forte qu'ils se situaient dans une tranche de revenus plus faibles. Les pertes d'emplois totales ou partielles ont évidemment affecté les salariés précaires, les ouvriers et les employés, plus que les cadres – 24 % contre 8 % selon l'Insee [ 2020]. Et, les facteurs de fragilité se recoupant, les conditions de vie durant la crise ont été particulièrement inégalitaires, les problèmes de promiscuité dans le logement, d'exposition au virus, d'accès limité aux équipements informatiques s'ajoutant aux difficultés pécuniaires, sans oublier le risque d'accentuation des inégalités scolaires [Barbara, 2020]. A l'évidence, la pandémie a contribué à creuser les inégalités et à fracturer un peu plus la cohésion sociale (7).

Il faut ajouter que la pandémie a également fait ressortir une contradiction gênante entre l'utilité sociale de certains emplois et les rémunérations consenties à leurs titulaires : on pense particulièrement au secteur médicosocial, mais aussi à la grande distribution, aux services d'entretien, etc. Cela a fait ressortir à quel point il peut être dangereux de s'en tenir aux jeux de marchés pour fixer ce que valent les emplois (dans tous les sens du terme) et le statut de ceux qui les occupent. Les inégalités ont alors été ressenties comme de véritables injustices et elles ont du reste été jugées tellement choquantes que l'on a, dans l'urgence, cherché à les masquer par l'attribution de primes et par des déclarations compatissantes. On s'est donc efforcé d'intervenir pour atténuer ce qui apparaissait comme une anomalie aux yeux de tous ou presque. De façon plus pragmatique, il fallait aussi agir pour que cette révélation n'aggrave pas les difficultés de recrutements présents et à venir sur ce type d'emplois. Ce qui tend à montrer les limites d'un raisonnement qui explique que le développement des inégalités procède de la formation d'un

*optimum* économique qui ne peut ni ne doit être corrigé. Un *optimum* qui, en l'occurrence, est construit selon des critères trop étroits et à trop courte vue.

## ■ Ce que les politiques publiques pourraient faire

Inégalités et pertes de confiance dans les institutions sont porteuses de crises sociales, mais elles sont aussi des freins à la croissance économique, comme l'ont montré de nombreux travaux (8). Car l'affaiblissement de la mobilité sociale et la segmentation du marché du travail, comme toutes les formes de cloisonnement, bloquent les capacités d'accroissement des compétences ou l'acquisition de « capital social ». Ce qui réduit l'employabilité d'une partie de la population active ainsi que la productivité en limitant la diffusion des innovations. De même que la perte de confiance dans les autres et dans l'avenir dissuade d'investir et de coopérer au sein des organisations qui composent le système économique.

Tout cela ne pouvait pas être ignoré par les politiques publiques des pays avancés. Celles-ci se sont donc efforcées de contenir ces évolutions préoccupantes. Mais, pour l'essentiel, elles ont cherché à rectifier la distribution primaire des revenus par des transferts et la fiscalité. Ce qui est de nature à apaiser les tensions sociales, mais ne résout pas la question de fond. De sorte qu'elles sont devenues plus coûteuses à mesure que s'aggravait le problème qu'elles étaient incapables de traiter. En d'autres termes, les politiques inspirées par un néolibéralisme soucieux de réduire la place de l'Etat ont choisi une approche cosmétique qui s'est révélée relativement dispendieuse et sans réelle efficacité. Régler un problème structurel de cet ordre suppose que l'on intervienne sur ses causes plutôt que de chercher à compenser ses conséquences.

Naturellement le lien social se construit de multiples façons par l'intervention de nombreuses intermédiaires individuelles et collectives. Mais pour ce qui est de l'Etat, agir sérieusement consisterait d'abord à réhabiliter les services publics, dégradés et parfois réintégrés dans la sphère marchande, pour permettre



un accès égal des citoyens à la santé, à l'éducation, à la culture, aux nouveaux moyens de communication, etc. Cela consisterait aussi à restaurer des politiques d'aménagement du territoire et de l'habitat capables de tarir des sources importantes de discriminations. Cela consisterait encore à cesser de faire l'apologie de la flexibilité pour se soucier au contraire de la protection et de la stabilité de l'emploi qui est un facteur majeur d'intégration, d'acquisition de compétences et de sécurisation individuelle et collective. Dans tous les cas, il s'agit au fond de rétablir l'égalité des chances ; une idée qui figure parmi les principes fondateurs du libéralisme, mais que ses nouvelles versions semblent avoir oubliée.

En attendant, les Etats vont devoir intervenir pour que les dégâts causés par la crise sanitaire ne deviennent pas insupportables, et la charge en sera d'autant plus élevée que ce sont les plus fragiles qui ont été les plus touchés et qu'ils ne sont pas en mesure d'en assumer la moindre part.

## Conclusion

Peut-on induire de la profondeur et de la succession des crises que traversent les systèmes économiques et sociaux des pays avancés qu'ils sont devenus intrinsèquement plus fragiles ? Il est vrai que l'origine de la crise sanitaire actuelle est exogène et se diffuse de manière analogue à ces pandémies que le monde a connues dans le passé dans des contextes économiques très différents. En revanche, nous pensons avoir montré que l'ampleur des conséquences de cette crise est bien fonction des caractéristiques factuelles et des fondements doctrinaux qui ont prévalu dans les économies développées durant ces quatre à cinq dernières décennies. Quant aux crises financières récentes et écologiques à venir, elles sont clairement endogènes au fonctionnement de systèmes qui ont privilégié la place des choix individuels et le libre jeu des marchés par rapport à l'intérêt général (ou le Bien Commun). Plus précisément, nous avons cherché à montrer que l'instabilité grandissante des économies en question pouvait s'expliquer par

trois raisons principales. D'une part, le délitement d'une gouvernance mondiale qui empêche la gestion des interdépendances entre économies résultant de la libéralisation des échanges. D'autre part, la perte de résilience de ces économies due à la négligence des risques que l'on ne sait pas prévoir, ni mesurer (l'incertitude radicale). Enfin la fracturation de la cohésion sociale associée notamment à une montée des inégalités et à un recul du rôle régulateur des Etats ; tout cela se traduisant par une croissance faible et volatile après que l'on a parlé, dans les années 1990, de nouvelle révolution industrielle et de « grande modération ».

Ce constat ne saurait s'interpréter comme une condamnation du capitalisme ou comme la preuve de sa fin prochaine quelque trente ans après avoir proclamé sa victoire définitive (« La fin de l'histoire » selon Francis Fukuyama). Ce débat n'a d'ailleurs aucun sens dès lors que l'on place sous le même terme les systèmes économiques anglo-saxons et le « capitalisme d'Etat » chinois, qui ont entre eux plus que des nuances. En réalité, il existe et a toujours existé des variétés de capitalisme et c'est l'une de ces variétés qui est aujourd'hui dans une impasse : sa version néolibérale qui s'est construite contre le courant keynésien ou social-démocrate de l'après-guerre. Et l'on peut penser que nos systèmes économiques n'en sortiront qu'en révisant profondément leurs finalités, leurs valeurs et leurs modes de fonctionnement. Peut-être la crise que nous traversons nous aidera-t-elle à en prendre conscience.

### Notes

1. On rapporte, par exemple, que 80 % des principes actifs utilisés dans la fabrication des médicaments sont produits à l'étranger.
2. Nous ne souhaitons pas traiter des causes et des modalités de ce déclin que nous nous bornons à constater. Disons sim-

plement que la tentation du repli, qui nourrit les populismes, naît de la volonté de préserver les souverainetés nationales dans un monde hyperglobalisé qui rend nécessaire leur partage. Ce qui n'exclut pas que dans certains cas la globalisation ait été poussée trop loin.

3. La régulation bancaire internationale mise en place sous l'égide du Comité de Bâle est peut-être à considérer comme une heureuse exception, dans la mesure où elle est parvenue à définir et à faire à peu près respecter des principes et des pratiques cohérents et coordonnés dans son domaine. On peut certes lui reprocher de n'avoir pas été assez rigoureuse et évolutive, donc lui imputer une part de responsabilité dans la crise financière. Mais le durcissement qu'elle a imposé, contre les lobbies bancaires, à la suite de cette crise montre aujourd'hui leur utilité dans la crise. Cf. Giese et Haldane [2020].

4. On parle parfois de « cygnes noirs » à propos de ce type d'événements extrêmes. Tandis que Bolton et al. [2019] emploient l'expression de « cygnes verts » concernant les chocs présents et à venir imputables au changement climatique. Cela pour évoquer les particularités de ces chocs qui restent néanmoins des événements extrêmes. Pereira da Silva [2020] reprend cette terminologie pour l'étendre à la crise actuelle et en tirer les conséquences de politique économique qui lui semblent s'imposer.

5. On parle ici des inégalités internes aux pays considérés. On sait qu'en revanche, les inégalités entre pays (tout spécialement entre pays avancés et pays émergents) ont fortement baissé, permettant à des centaines de millions de personnes de sortir de la pauvreté.

6. Ces statistiques et beaucoup d'autres peuvent être retrouvées sur le site World Inequality Database (<https://wid.world/>).

7. Tout comme l'on s'attend à ce que les crises environnementales accroissent les inégalités entre les pays et à l'intérieur de chacun d'entre eux [FMI, 2020].

8. Parmi les nombreux travaux réalisés par le FMI sur cette question on se bornera à citer : Berg et Ostry [2011], Gould et Hilzen [2016] et Aiyar et Ebeke [2019].

## Bibliographie

AIYAR S. ; EBEKE C., "Inequality of Opportunity, Inequality of Income and Economic Growth", FMI, Working Paper, n° 34, février 2019.

BARBARA M.-A., « Inégalités et conditions de vie face au confinement », Trésor Eco, n° 264, août 2020.

BERG G. ; OSTRY J., "Inequality and Unstable Growth: Two Sides of the Same Coin?", FMI, Staff Discussion Note, avril 2011.

BOLTON P. ; DESPRÉS M. ; PEREIRA DA SILVA L. ; SAMAMA F. ; SVARTZMAN R., "The Green Swan: Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change", BRI, janvier 2019.

CYERT R. ; MARCH J., *A Behavioural Theory of the Firm*, Prentice Hall, 1963.

FMI, "How Will the Covid-19 Pandemic Affect Poverty and Inequality?", annexe au chapitre 1 du Fiscal Monitor, Fonds monétaire international, octobre 2020.

GIESE J. ; HALDANE A., "Covid-19 and the Financial System: a Tale of Two Crises", *Oxford Review of Economic Policy*, Issue Supplement, août 2020, pp. S200-S221.

GOULD E. ; HILZEN A., "Growing Apart, Losing Trust? The Impact of Inequality on Social Capital", FMI, Working Paper, n° 176, août 2016.

Insee, « Confinement : des conséquences inégales selon les ménages », *Insee Première*, Institut national de la statistique et des études économiques, n° 1822, octobre 2020.

KOHLSCHEEN E. ; MOJON B. ; REES D., "The Macroeconomic Effects of the Pandemic on the Global Economy", BIS Bulletin, avril 2020, pp. 1-7.

PEREIRA DA SILVA L., "Green Swan 2. Climate Changes and Covid-19: Reflections on Efficiency and Resilience", BIS Management Speeches, mai 2020.

PISANI-FERRY J., "Collective Action in a Fragmented World", Bruegel Policy Brief, septembre 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 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