

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.*

# LES DÉFIS EXCEPTIONNELS POSÉS PAR LA CRISE DE LA COVID-19

*Christian de Boissieu*

*Professeur émérite, Université Paris I Panthéon-Sorbonne*

*Vice-président, Cercle des économistes*

*Ancien président, Conseil d'analyse économique*

*Ancien membre, Collège de l'Autorité des marchés financiers*

■ Le monde, l'Europe et la France ont traversé en 2020 une crise majeure, à la fois sanitaire, économique, sociale, géopolitique (terrorisme, etc.), qui va se prolonger en 2021 et laisser des traces durables sur les comportements individuels et sur la vie en société. L'objet de cet article est d'analyser les principales facettes de cette crise exceptionnelle, en insistant en particulier sur les composantes monétaires et financières du choc, sur le retour durable des Etats et l'activisme prolongé des politiques publiques.

■ *THE EXCEPTIONAL CHALLENGES HIGHLIGHTED BY THE COVID-19 CRISIS*

*In 2020, the world, Europe and France experienced a major health, economic, social and geopolitical (terrorism, etc.) crisis, which will continue into 2021 and leave lasting traces on individual behaviour and life in society. The purpose of this article is to analyse the main facets of this exceptional crisis, focusing in particular on the monetary and financial components of the shock, the sustainable return of States and the prolonged activism of public policies.*

---

## Un choc profond et multiforme

---

La crise sanitaire installée depuis le début de 2020 était, certes, imprévisible. Une imprévisibilité par nature, ce qui n'est pas toujours le cas des crises bancaires ou financières. Ce caractère fondamentalement exogène du choc, quoi qu'en disent ceux qui prétendent l'expliquer à partir du changement climatique ou d'autres variables environnementales, n'empêche pas, bien au contraire, de porter un jugement sur la gestion de la pandémie. Les aspects sanitaires et économiques sont entremêlés : plus le confinement est dur et/ou long, plus de vies

sont épargnées, mais plus son coût économique et social augmente, engendrant potentiellement des morts « invisibles » (suscités par le chômage, la pauvreté, etc.). Partout dans le monde, et depuis le début, il s'agit de trouver le bon équilibre entre le sanitaire et l'économique. La nouveauté du choc à gérer fait que cet équilibre n'est fourni ni dans les manuels, ni par les théories économiques ou sociales. Prévalent forcément le pragmatisme et le tâtonnement. Voici deux éléments d'appréciation personnelle : 1. d'un point de vue éthique, je suis choqué par le bourgeonnement des études statistiques prétendant donner un prix à la vie humaine. La démarche n'est ni nouvelle (celle des années 1960 avec les premiers travaux sur la rationalisation des choix budgétaires), ni convaincante. Je fais mienne la formule de Malraux : « Une vie ne vaut

rien, mais rien ne vaut une vie » ; 2. sans entrer dans les détails, je résumerais mon appréciation de la gestion de la Covid-19 en France de la façon suivante : autant la gouvernance sanitaire a été depuis mars 2020 erratique et approximative, autant la gouvernance économique a été sur la même période réactive et adaptée.

A la lumière du reconfinement mis en œuvre à partir d'octobre 2020, les prévisions de décroissance pour 2020 ont été revues à la baisse : -11 % pour le recul du PIB en volume en France. Une récession entre 4 à 5 fois plus grave que celle de 2009, année pour laquelle le PIB n'avait reculé « que » de 2,5 %. Une amplification du même ordre de grandeur si l'on raisonne sur l'Europe ou sur le plan mondial ; avec une France qui devrait en 2020 afficher une récession encore plus grave que la moyenne de la zone euro et la moyenne de l'Union européenne.

Le reconfinement de la fin de 2020 non seulement amplifie la récession, mais aussi retarde la reprise attendue en 2021. Il est probable que la récession va se prolonger sur le premier trimestre, peut-être même sur le premier semestre de 2021. Si c'est le cas, la croissance française espérée pour 2021 serait de l'ordre de 3 % à 4 %, un chiffre inférieur à la plupart des prévisions des organismes internationaux.

A l'automne 2020, le scénario de reprise en V n'était déjà plus de mise, laissant la place au scénario de la racine carrée : un redémarrage dès le troisième trimestre 2020, redémarrage correspondant pour l'essentiel à un phénomène de rattrapage, suivi d'un plateau constaté dès la fin du troisième trimestre. Avec le reconfinement et ce « *stop and go* », nous risquons le pire scénario économique, celui en W. En être bien conscient ne signifie pas regretter les choix opérés en matière sanitaire, mais permet d'avoir en tête les arbitrages sociétaux qui ont été privilégiés.

Une crise de cette ampleur engendre des gagnants et des perdants, beaucoup plus de perdants que de gagnants... Parmi les secteurs en détresse durable qui vont rester en difficulté bien au-delà de la fin de la pandémie, on trouve l'aéronautique et le transport aérien, les hôtels et les restaurants, le tourisme,

les activités culturelles, dans une moindre mesure l'automobile. Parmi les gagnants, il y a la filière du médicament et des tests, bientôt celle des vaccins, les ordinateurs et les imprimantes, le textile (fabrication de masques), les équipements sportifs à domicile (vélos d'appartement, etc.), les opérateurs de visioconférences, etc.

## Retour des Etats, activisme des politiques publiques

### ■ Politiques monétaires : pragmatisme et audace

La Covid-19 n'a pas, jusqu'à présent du moins, engendré d'innovations de politiques monétaires. Ces innovations, spécialement les politiques non conventionnelles avec l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* – QE) et l'achat massif d'obligations par les banques centrales, datent de l'après-2008. Par contre, la pandémie a été dès le début prise en charge par les banques centrales, avec un renforcement notable du QE dans son ampleur et dans son horizon temporel. Ainsi la Banque centrale européenne (BCE) met en œuvre depuis le début de 2020 son PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), initialement de 1 350 Md€ venant s'ajouter aux sommes couvertes par le PSPP (*Public Sector Purchase Programme*), et, face aux conséquences de la deuxième vague, elle élargit encore plus le PEPP. Elle n'a pas touché en 2020 à ses taux directeurs, les deux principaux demeurant à 0 % (taux de refinancement des banques) et à -0,5 % (taux des facilités de dépôts). Il vaut mieux en effet, face aux chocs de 2020 et probablement encore en 2021, accentuer le QE et le PPEP plutôt que de rendre les taux nominaux à court terme encore plus négatifs.

Dans un tel contexte, la base monétaire, correspondant en très gros au bilan de la banque centrale, explose et la masse monétaire suit, même si c'est avec une intensité moindre. L'abondance de liquidités

s'amplifie. Sans provoquer de rebond de l'inflation au sens habituel (prix des biens et des services). L'inflation moyenne dans la zone euro est autour de 0 % en rythme annuel en 2020 et elle devrait rester nettement en dessous de 2 % en 2021-2022. C'est pourquoi la BCE est en train de revoir sa stratégie et tout spécialement son objectif d'inflation – « avoir en moyenne pour la zone euro une inflation inférieure à 2 %, mais proche de ce chiffre ». Le monétarisme, qui fait de l'abondance de liquidités la cause de l'inflation, n'est plus ce qu'il a été dans les années 1960 et 1970 !

Pourquoi une inflation proche de 0 % malgré la création monétaire débridée ? Voici au moins deux explications. La première souligne que via l'injection massive de liquidités, les banques centrales alimentent l'inflation sur des prix d'actifs (selon les cas, l'immobilier, les actions, les obligations, l'or et d'autres matières premières, etc.), donc des bulles. Une bulle, c'est en quelque sorte un nouveau nom donné à l'inflation, dans un contexte où les marchés d'actifs occupent une place en progression exponentielle. Une deuxième explication vient de l'évolution de la vitesse de circulation de la monnaie. La variable  $V$  varie comme le cycle économique et elle baisse donc notablement en période de récession, comme Milton Friedman l'avait bien mis en évidence. Prenons l'exemple de la France en 2020. Le PIB en volume aura reculé durant cette année d'environ 11 % et, avec une inflation sur les biens et les services proche de 0 %, il en va de même pour le PIB en valeur. La vitesse-revenu (*income velocity*), mesure la plus simple de  $V$  car rapport entre le PIB nominal et la masse monétaire  $M3$ , aura considérablement chuté en France en 2020 ( $M3$  France n'est pas publié par la BCE ou la Banque de France, mais aura dans le même temps forcément augmenté en 2020).

Ainsi, l'augmentation de  $M3$  a été en partie compensée par la chute de  $V$ , et cela s'applique en 2020 et probablement encore au premier semestre de 2021, comme cela avait été constaté après 2008. Ce recul marqué de la vitesse traduit le gonflement des encaisses oisives (thésaurisation), le renforcement

des épargnes de précaution (augmentation de la demande de monnaie pour le motif de précaution). Je reviendrai plus loin sur l'épargne additionnelle de 2020. Mais tout cela confirme un fait bien connu : la transmission des impulsions monétaires vers l'économie réelle – l'investissement, la croissance, l'emploi – n'a rien de mécanique, ni d'automatique. Elle dépend avant tout des anticipations et des comportements individuels.

## ■ Finances publiques : « *open bar* »

Face à ce choc majeur, il était et il est encore inévitable, et même indispensable dans l'optique d'une politique budgétaire et fiscale contracyclique keynésienne, de laisser filer déficits budgétaires et dettes publiques. L'Europe a eu raison de mettre entre parenthèses, au moins sur 2020-2021, le pacte de stabilité et de croissance et les normes qu'il intègre.

En France, les finances publiques nationales mais aussi locales (rôle significatif des collectivités territoriales face aux conséquences de la pandémie) sont sollicitées à plus d'un titre : financement du chômage partiel, prêts garantis par l'Etat (PGE), report voire annulation de charges fiscales et sociales, soutiens variés en faveur des PME, des TPE, des artisans et des indépendants, loyers commerciaux allégés grâce à des carottes fiscales en faveur des bailleurs, etc. Le plan de relance de 100 Md€ privilégie des mesures en faveur de l'offre. A concurrence d'environ un tiers, il affiche des ambitions écologiques fortes. Les mesures en faveur de la demande et des consommateurs ne sont pas absentes, comme les incitations fiscales à la rénovation thermique des logements ou à l'achat de véhicules électriques. L'opposition entre l'offre et la demande n'a pas plus de sens ici qu'ailleurs. Le débat porte non pas sur le choix entre les deux « jambes » de toute relance, mais sur leur pondération. Une part accrue donnée à la demande aurait été utile pour débloquer une fraction de l'épargne additionnelle des ménages formée depuis mars 2020.

Au bout du compte, d'un compte éminemment provisoire, le déficit public français (au sens maastri-

chien) devrait être en 2020 entre 10 % et 15 %, la dette publique devrait avoisiner les 120 % en fin d'année. Une évolution parallèle prévaut partout. Une différence notable cependant : l'Allemagne s'était constitué avant la Covid-19 des marges de manœuvre budgétaires que nous avons été incapables de former du côté français. Nous ne savons pas, en France, gérer correctement les finances publiques sur la durée du cycle, ce qui supposerait d'engranger des marges pendant l'expansion afin de les activer face à la crise.

## ■ Vers de nouvelles stratégies industrielles

La crise de la Covid-19 et ses implications économiques et sociales ont engendré chez les dirigeants et auprès des opinions publiques le désir de mieux contrôler son destin et de regagner en souveraineté nationale. D'où les objectifs de relocalisation de certaines activités « stratégiques » sur le territoire national, de réindustrialisation, d'où le retour vers des politiques industrielles ambitieuses, mêlant aspects défensifs et démarches offensives.

Les débats en cours en 2020, qui vont persister tant que les séquelles de la crise actuelle seront là, appellent plusieurs observations <sup>(1)</sup> :

- parler aujourd'hui de nouvelles stratégies industrielles, c'est évoquer une démarche volontariste qui ne concerne pas que l'industrie au sens strict, soit 14 % du PIB et de l'emploi total, mais qui peut porter sur l'ensemble de l'économie y compris les services ;
- la fragmentation de l'économie mondiale née de la pandémie, mais aussi de l'affrontement commercial Etats-Unis/Chine, du Brexit, ne va pas aller très loin. Elle va en effet buter sur l'attrait des avantages comparatifs et de la spécialisation internationale, sur la décomposition internationale persistante des chaînes de valeur, sur la force globalisante des nouvelles technologies (Internet, intelligence artificielle, etc.). Autrement dit, la relocalisation sur le territoire national va concerner un nombre limité d'activités (dont bien

sûr la filière santé/médicament). La problématique de relocalisation, avant tout défensive, doit s'accompagner dans certains cas d'une stratégie plus offensive de localisation de nouvelles activités dans l'Hexagone, nourrie par une volonté claire d'innovation ;

- pour beaucoup d'activités, l'échelle pertinente pour localiser, relocaliser, industrialiser, c'est l'Europe plutôt que le territoire national. Car il faut pouvoir faire jouer les économies d'échelle. L'Europe doit parvenir à se départir de sa naïveté, dans un monde loin d'être naïf. Cela suppose, entre autres évolutions, de réorienter la politique européenne de la concurrence dans un sens plus favorable à la création de grandes firmes, de faire enfin adopter un Buy European Act afin de réserver aux PME un certain pourcentage des marchés publics, et de démarrer enfin l'Union des marchés de capitaux dans l'Union européenne.

## ■ Entre urgence et relance : quelle efficacité ?

Le chômage partiel ou les PGE relèvent de mesures d'urgence, qui ont pour effet de limiter, mais non d'empêcher, les répercussions négatives du choc. Ainsi, le régime du chômage partiel (autrement dit, de l'activité partielle), même prolongé dans les secteurs les plus touchés par la pandémie, retarde et réduit la hausse du chômage à court terme ; il ne l'empêche pas. Le jour où ces « béquilles » financées en tout ou en partie par les budgets publics vont disparaître, nous aurons sans doute des surprises désagréables. Ce raisonnement, qui vaut pour le chômage, s'applique tout autant aux faillites d'entreprise : ce sont ces faillites qui multiplient les plans sociaux. Avec la floraison d'aides financières en faveur des entreprises, une part des contraintes de financement a été à court terme gérée sans trop de dégâts. Les mesures d'urgence adoptées dans tous les pays permettent d'« acheter » du temps ; elles repoussent à plus tard une partie des défis à relever, mais aussi une part des réformes structurelles (réforme des retraites, réforme de l'Etat et de la gestion publique en général, etc.) permettant à long terme d'y faire face.

Crise sanitaire et crise économique accroissent partout, donc aussi en France, la fragilité sociale via différents canaux : l'augmentation du chômage en général et du chômage des jeunes en particulier, la progression de la pauvreté, le creusement des inégalités, qu'elles soient de revenu, de patrimoine, territoriales, entre générations, etc. Elles provoquent un retour vers le local et le territorial, dans un monde qui va rester pour l'essentiel globalisé. D'où l'appel à de nouvelles politiques d'aménagement du territoire, indispensables mais aujourd'hui juste esquissées.

En pratique, mesures d'urgence, de nature défensive, et plans de relance, plus offensifs, se télescopent dans le temps. Difficile parfois de distinguer ce qui relève de l'urgence ou de la relance !

A propos justement des plans de relance, qu'il s'agisse du dispositif français (100 Md€) ou du plan européen (750 Md€) financé pour la première fois par une mutualisation de dettes publiques, leur contenu écologique a été rappelé à de maintes reprises. Ce qui est moins souligné, ce sont les délais de mise en œuvre. Le plan européen a mis trop de temps à être finalisé, à la suite des discussions compliquées avec des pays membres comme la Pologne ou la Hongrie. Le plan de relance français, moins compliqué politiquement à rendre effectif, démarre à mon avis trop lentement à compter de 2021. Or le creux de la vague concerne la fin de 2020 et probablement aussi le premier semestre de 2021. Des mesures contracycliques fortes sont requises avec application effective le plus vite possible.

## Face aux murs financiers

### ■ Le mur de l'épargne

Depuis mars 2020, les Français ont augmenté leur épargne pour un montant estimé entre 80 Md€ et 100 Md€. Le confinement et le reconfinement pèsent sur la consommation : restaurants et cinémas fermés, tourisme en berne, etc. Il s'agit alors d'épargne

forcée à laquelle s'ajoutent des épargnes de précaution. Ces dernières sont nourries par la réalité du risque chômage, l'anticipation du risque retraite et la perception du risque social. Pour le montant précédent, il n'existe pas d'estimation fiable des poids respectifs de l'épargne forcée et des épargnes de précaution. La seule certitude, c'est que ces deux motivations de l'épargne coexistent. Le taux d'épargne des ménages français a atteint au cours de 2020 des pics à 25 %, alors que depuis des années, ce taux est compris, en moyenne, entre 15 % et 16 % de leur revenu disponible.

La montée de l'épargne des ménages traduit une perte de confiance en l'avenir. Comment ramener un peu de confiance, alors que le taux de chômage va augmenter dans les mois qui viennent, pour atteindre entre 11 % et 12 % en mars 2021 ? C'est le principal défi pour les pouvoirs publics, un défi qui nécessite de mettre rapidement en place des solutions innovantes.

En tant que tel, l'accroissement de l'épargne des ménages ne règle pas la question du financement des entreprises, en particulier leurs besoins en fonds propres. L'épargne additionnelle des ménages est comme leur socle d'épargne, pour l'essentiel liquide ou à court terme. En face, les entreprises ont besoin de ressources à long terme pour accroître leurs fonds propres, pour financer la transition énergétique, pour s'équiper en nouvelles technologies, etc. Les banques avec Bâle III ne sont plus en mesure d'effectuer cette transformation d'échéances qui permet de financer du long terme à partir d'épargne liquide ou à court terme. Qui à la place ? Les marchés financiers, pour ce faire, vont être nécessaires, mais pas suffisants. Le fonds récemment créé par Bpifrance peut mobiliser un peu, mais seulement un peu, de cette épargne privée en excès. Il faudra probablement ajuster de façon pragmatique Bâle III et Solvabilité II pour ramener un peu les intermédiaires financiers vers plus de financements à long terme.

### ■ Un mur de la dette ?

Il faut parler des dettes publiques et des dettes privées, car les deux sont interdépendantes et soulèvent

des problèmes, non pas identiques mais voisins, de soutenabilité à long terme.

La mauvaise conjoncture de 2020 a poussé à un gonflement substantiel des dettes publiques (Etat, collectivités locales, etc.) et privées (entreprises, ménages). Comment éviter un scénario explosif dans lequel, via un effet boule de neige dû aux charges d'intérêt, les dettes s'auto-alimentent au point d'exploser ? Très souvent, dans l'histoire, c'est l'inflation, en particulier l'inflation non anticipée, qui a allégé la charge réelle des débiteurs. A l'horizon des deux ou trois prochaines années, l'inflation au sens habituel (prix des biens et des services) va rester modérée, probablement inférieure à 2 % par an dans les pays européens. Au-delà de cet horizon temporel, il est difficile de se prononcer. Quoi qu'il en soit, il serait aujourd'hui fort hasardeux de compter sur l'inflation pour rendre les dettes soutenables pour les emprunteurs, publics ou privés.

La voie de l'augmentation des impôts pour contenir déficits budgétaires et dettes publiques fournit un autre scénario. Disons qu'elle n'est guère envisageable tant que l'activité ne retrouvera pas son niveau d'avant-crise, quelque part en 2023 ou 2024. D'ici là, les politiques budgétaires et fiscales, comme les politiques monétaires, devront demeurer résolument contracycliques. Donc, pas d'augmentation significative des impôts avant au moins deux ou trois ans.

Reste la voie de la croissance, dans ses relations avec les taux d'intérêt. Depuis les travaux d'Evsey Domar dans les années 1940 jusqu'aux analyses récentes d'Olivier Blanchard, nous savons que la dette, publique ou privée, est soutenable lorsque le taux de croissance de l'activité (d'un pays, d'une entreprise, etc.) dépasse le taux d'intérêt moyen sur la dette. En 2020, cette condition n'a pas été vérifiée : le taux de décroissance du PIB a été nettement inférieur à des taux d'intérêt proches de zéro, voire dans certains cas négatifs. On peut penser que les taux d'intérêt vont demeurer modiques, tant que les banques centrales pratiquent un QE renforcé à la lumière de la crise sanitaire. S'il en est ainsi, le taux de croissance

pourrait repasser au-dessus des taux d'intérêt dès le second semestre de 2021, et la condition de soutenabilité à terme serait satisfaite. Ce raisonnement rassurant, probablement trop rassurant, devrait être affiné pour les dettes privées en appliquant la comparaison taux de croissance/taux d'intérêt secteur par secteur, et même entreprise par entreprise. Cela devient alors très compliqué...

## ■ Les banques dans le mur ?

Avant même la Covid-19, les banques étaient déjà fragilisées par la conjugaison de trois facteurs : la persistance de taux d'intérêt bas, la concurrence des fintechs, le durcissement – par ailleurs nécessaire – des contraintes réglementaires (Bâle III et autres contraintes prudentielles). Des facteurs qui vont continuer à peser sur la rentabilité bancaire.

La Covid-19, avec ses effets récessifs à court terme, rajoute un facteur supplémentaire. Avec la crise économique et la réalité du surendettement, la proportion de crédits non performants dans les bilans de nombreuses banques (je raisonne ici sur le plan mondial, et pas seulement pour l'Europe ou la France) va augmenter. C'est d'ailleurs par anticipation que certaines banques commencent, de leur propre initiative ou à la demande des régulateurs/superviseurs, à durcir les conditions de crédit et à rationner certains emprunteurs.

Des systèmes bancaires à travers le monde plus fragiles, moins résilients : le processus de restructuration et de consolidation des banques a de beaux jours devant lui.

### Note

1. Pour plus de précisions, voir l'ouvrage dirigé par Christian de Boissieu et Dominique Chesneau, *Le patriotisme économique a-t-il un sens aujourd'hui ?*, éditions Maxima, 2020.



# R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

---

## COMITÉ DE RÉDACTION

---

*Présidents d'honneur*

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

\*\*

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

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

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

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

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

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

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

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

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

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

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

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

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

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

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

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

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

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

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

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

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

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

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

## Avant-propos

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

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

## Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

## Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

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

PIERRE DOCKÈS

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

PERVENCHE BERÈS

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance

dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

## Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise

de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

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

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPÌÈRE

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

MIREILLE FAUGÈRE

## L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

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

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise

de la Covid-19

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

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

WILFRIED VERSTRAETE

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

MAYA ATIG

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

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

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

MONIQUE COHEN

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

DOUGLAS J. ELLIOTT

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

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

## Macroéconomie et défi climatique

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

CHRISTIAN DE BOISSIEU

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

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

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

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

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

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

## Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise

de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

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

OLIVIER GUERSENT

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

KLAAS KNOT

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

BENOÎT CCEURÉ

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

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

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

PATRICK ARTUS

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

BERTRAND JACQUILLAT

## Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

## Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité :

une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489