

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.*

# C Conclusion

---

C'est la deuxième fois que *Risques* s'associe avec la Revue d'économie financière pour produire un numéro commun. La première fois, c'était en 2008 à l'occasion de la plus grande crise financière que le monde ait connue depuis 1929.

Dans les deux cas, il s'agissait de comprendre ce qu'était le rôle des institutions financières dans le développement de la crise considérée et d'imaginer ce que pourraient être les actions à mener tant du côté du pouvoir des régulateurs que de celui des acteurs. Les acteurs, ils sont connus, ce sont les banquiers, les assureurs et les gérants d'actifs. Nous avons été, lors de la crise précédente, frappés par le rôle très clair qu'avaient pu jouer des décisions de politiques monétaires et par l'importance qu'avait prise une finance souvent difficile à saisir et de ce fait en danger majeur. Il y avait donc eu une logique simple qui avait entraîné un arrêt brutal de l'activité et une reprise totalement impulsée par des politiques budgétaires et monétaires pour partie traditionnelles. On opposera que le *quantitative easing* est né à cette époque. C'est vrai, mais la suprématie des politiques budgétaires s'imposait encore. On était en fait dans un paradigme keynésien qui avait ses règles et surtout sa théorie. Tout cela a volé en éclats, la théorie monétaire fut rangée dans les reliques sacrées mais désormais inadaptées et l'on s'acheminait tranquillement vers une croissance limitée pour les pays de l'OCDE, éclatante pour les pays d'Asie du Sud-Est. Certes, beaucoup de questions demeuraient, poussant les économistes parmi les meilleurs à évoquer une stagnation séculaire, l'excès d'épargne, la faiblesse des gains de productivité, le vieillissement de la population, en un mot ce qui définissait un équilibre de consommateur satisfait et de politique conventionnelle.

Brutalement, le monde a changé, avec l'apparition de cette pandémie dont la violence rappelle les pestes des XIV<sup>e</sup> et XV<sup>e</sup> siècles. Mais en même temps les relations traditionnelles entre les créations de liquidité et la hausse des prix, la faiblesse des taux d'intérêt – deux phénomènes simultanés –, semblent avoir disparu. Notre incompréhension des mécanismes économiques et l'apparition d'exceptionnels degrés de liberté pour les politiques monétaires nous semblent faire porter l'année 2020 par un véritable démiurge. Mais surtout, ce qui est radicalement nouveau pour nous c'est que nous retrouvons une crise du XVIII<sup>e</sup> au XIX<sup>e</sup> siècle, liée à des phénomènes totalement exogènes. Avant, les errances du climat fabriquaient des crises agricoles ; aujourd'hui, ce sont les errances d'une pandémie ravageuse qui fabriquent la crise actuelle.

A partir de cela, nous avons appris quatre choses. D'abord, l'univers des risques auxquels nous sommes confrontés est beaucoup plus vaste que celui auquel nous nous étions accoutumés. A cet égard, ce ne sont plus les vingt dernières années qui doivent être considérées comme atypiques mais les cinquante années précédentes. La seconde est que la crise sera profonde, très profonde et longue. Ceux qui imaginent une reprise d'activité rapide sont bien naïfs. La troisième c'est que notre avenir est suspendu à deux éléments bien incertains, la faiblesse de l'inflation et celle des taux d'intérêt. La quatrième évidence, c'est que nous aurons besoin plus que par le passé d'une allocation de l'épargne qui permette de réparer les dégâts de cette crise et de bâtir les éléments fondateurs d'une nouvelle croissance plus respectueuse de l'environnement et, pourquoi pas, du travail des hommes.

C'est en cela que ce numéro commun présente autant d'intérêt. Tout d'abord, il réunit l'ensemble des acteurs qui permettront – sitôt la crise sanitaire finie – de reconstruire un univers favorable à l'innovation et à la croissance. Le découpage même du numéro aide à comprendre ce qui se passe et à imaginer ce qui va se passer. Nous avons réussi à rassembler la vision des économistes, des historiens, des institutions financières, des entreprises des secteurs de l'assurance, de la banque et de la gestion d'actifs. Ce qui est frappant en lisant leurs interventions c'est de voir à quel point chacun va tenter à sa place de jouer le rôle le plus efficace possible pour lutter contre les effets économiques de la pandémie. Reste l'avenir nous dira-t-on. Il est extrêmement difficile aujourd'hui de définir de manière certaine l'évolution macroéconomique mondiale européenne et française. Nous sommes évidemment d'abord et avant tout contraints dans l'analyse par les hypothèses que l'on peut faire à propos de la crise sanitaire et de la doctrine de gestion de cette crise telle qu'elle a pu évoluer et qu'elle continuera d'évoluer le temps qu'elle durera. Mais, surtout, nous venons d'apprendre que la gestion des crises ne saurait épuiser la question de la gestion des risques et que le « risk management » doit, pour l'avenir, s'imposer à tous les niveaux et dans tous les secteurs. Et ce « risk management » doit être « holistique » en ce sens qu'il doit savoir hiérarchiser les risques tout en évitant les pièges de la monomanie. En même temps, notre incertitude sur la monnaie et sur les taux d'intérêt d'équilibre, ou sans risque, doit nous inciter à une modestie accrue par rapport au calcul financier et au calcul coûts/avantages des politiques de prévention des risques.

On comprend donc la sagesse des acteurs qui ont su, par tous les moyens, résister à ce choc imprévisible, sans comparaison possible. On comprend leur prudence sur la sortie de crise proprement dite. Mais cet ensemble de textes, les convergences remarquables dans la manière d'appréhender les événements ne peuvent que nous convaincre d'avoir un système financier, au sens large, résilient et réactif. Et la prudence des auteurs, qui pourra exaspérer certains lecteurs, est pleinement justifiée. Mais, dans l'espace d'incertitude accrue où nous venons d'être projetés, les lumières de l'éthique et de la raison ne retrouvent-elles pas leur place naturelle qu'une vision par trop technocratique de la décision nous avait fait trop vite perdre de vue ?

Jean-Hervé Lorenzi  
Directeur de la rédaction  
*Risques*

Philippe Trainar  
Membre du comité éditorial  
*Risques*

# 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