

Risques

Les cahiers de l'assurance

N° 124

NUMÉRO SPÉCIAL

REVUE & D'ECONOMIE FINANCIERE

AVANT-PROPOS

François Villeroy de Galhau

RETOUR SUR L'HISTOIRE ET PERSPECTIVES

Pervenche Berès
Pierre Dockès
Florence Lustman
Pierre Martin
Stanley McChrystal
Pierre-Charles Pradier

LES ENTREPRISES FACE A LA COVID-19

Jean-Jacques Barberis
Marie-Doha Besancenot
Lorenzo Bini Smaghi
Marie Brière
Thomas Buberl
Corinne Cipièrre
Mireille Faugère
Simon Janin

L'ECONOMIE FACE A LA COVID-19

Maya Atig
Pierre Bollon
Monique Cohen
Patrick Dixneuf
François Ecalle
Douglas J. Elliott
Jérôme Jean Haegeli
Florence Lustman
Jean-Paul Pollin
André Renaudin
Patrick Saner
Thomas Valli
Wilfried Verstraete

MACROECONOMIE ET DEFI CLIMATIQUE

Bertrand Badré
Christian de Boissieu
Alexis Bonnel
Philippe Chalmin
Jean-Marie Chevalier
Hélène Djoufelkit
Ambroise Fayolle
Patrice Geoffron
Sylvie Goulard
Rémy Rioux
Cécile Valadier

POLITIQUES MACROECONOMIQUES

Michel Aglietta
Patrick Artus
Benoît Cœuré
Olivier Guersent
Bertrand Jacquillat
Sabrina Khanniche
Klaas Knot
Emmanuel Moulin
Robert Ophèle

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

Comité éditorial



Jean-Hervé Lorenzi
Directeur de la rédaction

François-Xavier Albouy, Bertrand Labilloy
et Mathilde Viennot
Société

Pierre Bollon, Arnaud Chneiweiss
et Pierre-Charles Pradier
Études et débats

Gilles Bénéplanc, Corinne Cipièrre
et Daniel Zajdenweber
Risques et solutions

Sandrine Lemery, Ecaterina Nisipasu
et Philippe Trainar
Analyses et défis

Franck Le Vallois

Marie-Dominique Montangerand
Secrétaire de rédaction

Comité scientifique



Luc Arrondel, Philippe Askenazy, José Bardaji, Didier Bazzocchi, Jean Berthon
Jean-François Boulter, Brigitte Bouquot, François Bucchini, Gilbert Canameras
Brigitte Dormont, Pierre-Maxime Duminil, Patrice Duran, Louis Eeckhoudt, François Ewald
Didier Folus, Pierre-Yves Geoffard, Claude Gilbert, Frédéric Gonand, Rémi Grenier, Vincent Gros
Marc Guillaume, Dominique Henriot, Vincent Heuzé, Meglena Jeleva, Gilles Johanet, Elyès Jouini
Jérôme Kullmann, Dominique de La Garanderie, Patrice-Michel Langlumé, Régis de Larouillère
Robert Leblanc, Olivier Levyne, François Lusson, Olivier Mareuse, Pierre Martin, André Masson
Luc Mayaux, Erwann Michel-Kerjan, Marie-Christine Monsallier-Saint-Mleux, Laurent Montador
Bertrand Munier, Carlos Pardo, Jacques Pelletan, Pierre Pestieau, Pierre Petauton, Pierre Picard
Manuel Plisson, Jean-Claude Prager, André Renaudin, Angelo Riva, Geoffroy de Saint-Amand
Christian Schmidt, Côme Segretain, Jean-Charles Simon, Kadidja Sinz, Olivier Sorba
Lucie Taleyson, Patrick Thourot, Alain Trognon, François de Varenne
Oliver Wild, Jean-Luc Wybo

Risques

Les cahiers de l'assurance

n° 124

SEDDITA - 2020

Il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement la présente publication – Code de la Propriété intellectuelle – sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20, rue des Grands-Augustins 75006 Paris.

Sommaire - n° 124 -

Avant-propos

François Villeroy de Galhau, <i>Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19</i>	5
--	---

1. Retour sur l'histoire et perspectives

Pierre-Charles Pradier, <i>Histoire des modèles pandémiques</i>	19
Pierre Martin, <i>Assurance et crises pandémiques</i>	28
Pierre Dockès, <i>L'économie de la peste dans les villes du XVII^e siècle</i>	37
Pervenche Berès, <i>La Covid-19, une chance pour l'Europe ?</i>	45
Florence Lustman, <i>Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance dans le monde d'après</i>	57
Stanley McChrystal, <i>Renouveler la gestion de crise</i>	64

2. Les entreprises face à la Covid-19

Thomas Buberl, <i>Assurer l'avenir dans un monde incertain</i>	73
Lorenzo Bini Smaghi, <i>La capacité de réaction des banques dans la crise de la Covid-19</i>	75
Jean-Jacques Barberis, Marie Brière et Simon Janin, <i>La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?</i>	83
Marie-Doha Besancenot et Corinne Cipièrre, <i>Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19 sur le secteur de l'assurance</i>	91
Mireille Faugère, <i>L'hôpital public face à la crise de la Covid-19</i>	97

3. L'économie face à la Covid-19

Florence Lustman, <i>Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles</i>	105
Patrick Dixneuf, <i>L'action des assureurs dans la crise de la Covid-19</i>	109
André Renaudin, <i>Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé après la Covid-19</i>	114
Jérôme Jean Haegeli et Patrick Saner, <i>La résilience du secteur de l'assurance dans la crise de la Covid-19</i>	121
Wilfried Verstraete, <i>Le rôle des assureurs crédit dans la crise de la Covid-19</i>	126
Maya Atig, <i>Covid-19 : les banques françaises au service de l'économie</i>	131
Pierre Bollon et Thomas Valli, <i>La gestion d'actifs, mobilisation de l'épargne face à la crise de la Covid-19</i>	139
Monique Cohen, <i>Le private equity face à la crise de la Covid-19</i>	148
Douglas J. Elliott, <i>De l'intervention publique dans la crise de la Covid-19</i>	151
Jean-Paul Pollin, <i>La pandémie de Covid-19 reflète et aggrave les failles du néolibéralisme</i>	157
François Ecalte, <i>Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19</i>	165

4. Macroéconomie et défi climatique

Christian de Boissieu, <i>Les défis exceptionnels posés par la crise de la Covid-19</i>	173
Rémy Rioux, Alexis Bonnel, Hélène Djoufelkit et Cécile Valadier, <i>La crise de la Covid-19 dans les pays en développement : quelles conséquences et quelles perspectives ?</i>	179
Patrice Geoffron et Jean-Marie Chevalier, <i>Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19</i>	187
Sylvie Goulard, <i>Cassandra, le climat et la Covid-19</i>	191
Bertrand Badré, <i>Le développement durable après la crise de la Covid-19</i>	201
Philippe Chalmin, <i>Crise de la Covid-19, le retour des reliques barbares</i>	209
Ambroise Fayolle, <i>Covid-19, la BEI accélère sa transformation en banque européenne du climat</i>	219

5. Politiques macroéconomiques

Emmanuel Moulin, <i>Endettement des Etats et crise de la Covid-19</i>	227
Robert Ophèle, <i>Endettement des entreprises françaises et crise de la Covid-19</i>	235
Olivier Guersent, <i>L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19</i>	245
Klaas Knot, <i>La réglementation financière peut-elle contrer la crise de la Covid-19 ?</i>	249
Benoît Cœuré, <i>Les banques centrales pendant et après la pandémie de Covid-19</i>	258
Michel Aglietta et Sabrina Khanniche, <i>Les innovations des banques centrales dans la crise de la Covid-19</i>	271
Patrick Artus, <i>La crise de la Covid-19 va-t-elle entraîner un retour de l'inflation ?</i>	282
Bertrand Jacquillat, <i>La pandémie de Covid-19 accélère l'obsolescence des normes comptables</i>	287

Avant-propos

LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES FRANÇAISES FACE À LA CRISE DE LA COVID-19

François Villeroy de Galhau (1)

Gouverneur, Banque de France

Président, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

■ Malgré un résultat en forte baisse, qui matérialise l'effet de la crise, les institutions financières françaises font preuve d'une solide résistance. Ce constat, étayé par la situation des institutions financières à la fin de 2020, renforce notre confiance, mais ne diminue pas notre vigilance : l'environnement économique est entouré d'une grande incertitude et nous suivons avec beaucoup d'attention l'évolution des risques du secteur financier. A ce stade, le système financier est toutefois au cœur des solutions, et non à l'origine d'une crise qui est d'abord sanitaire, puis économique, mais pas financière. Cette situation globalement rassurante n'est évidemment en rien un appel au *statu quo*. Les banques et les organismes d'assurance le vivent : la crise de la Covid-19 agit comme un accélérateur de leurs mutations face aux grands défis structurels.

Nous traversons la crise la plus nouvelle de notre histoire contemporaine : imprévue et imprévisible, mondiale, brutale, c'est la première crise économique née non des dysfonctionnements de l'économie ou de la finance, mais de la juste volonté de sauver des vies. Les conséquences économiques et sociales de ce

■ FRENCH FINANCIAL INSTITUTIONS FACED WITH THE COVID-19 CRISIS

Despite a sharp decline in earnings, which reflects the impact of the crisis, French banks and insurance companies are proving to be highly resilient. This observation, evidenced by the situation of financial institutions at the end of 2020, confirms our confidence but does not lessen our vigilance: the economic environment is fraught with great uncertainty and we are very closely monitoring financial sector risk developments. French banks are at this stage a key driver of the solutions, and not the cause of a crisis which is first health-related and second economic, but not financial. This generally reassuring situation is obviously in no way a call for a status quo. Banks and insurers are experiencing it: the Covid-19 crisis is acting as an accelerator of their changes in response to the major structural challenges they are facing.

choc sont au cœur des préoccupations de tous les dirigeants économiques et politiques. A côté de la mobilisation sans précédent au sein de l'Eurosystème et avec la Banque centrale européenne (BCE), la Banque de France a directement agi pour assurer le bon financement de l'économie et la résilience du système financier.

En six mois, d'avril à septembre 2020, la médiation du crédit, pilotée par la Banque de France, a pu aider près de 5 000 entreprises à trouver un financement, contribuant ainsi à préserver un peu plus de 61 000 emplois. Parallèlement, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a adapté sa supervision pour permettre aux banques et aux organismes d'assurance de continuer à jouer pleinement leurs rôles au service de l'économie.

Avant de présenter les défis de long terme que devra relever le secteur financier dans un contexte post-crise encore incertain, il faut revenir plus précisément sur la nature du choc que nous avons subi, dans son caractère inouï, et dresser en conséquence un diagnostic de l'économie européenne et française à l'automne 2020.

Un choc imprévisible et majeur sur l'économie réelle

■ Un choc imprévisible d'une ampleur inédite...

L'économie européenne a subi un choc imprévisible, d'une ampleur et d'une brutalité inédites. Ce choc externe en provenance de Chine est devenu en quelques semaines un choc domestique massif qui a paralysé l'activité économique des pays européens avec la mise en place de mesures de restriction partout substantielles. Bien qu'essentielles, ces mesures ont provoqué une crise économique généralisée à tous les pays de la zone euro.

Les prévisions de croissance de la Commission européenne [2020] indiquent que l'économie de la zone euro connaîtrait en 2020 la récession la plus importante depuis la création de la monnaie unique, avec une chute de 7,8 % du produit intérieur brut (PIB) ; elle ne retrouverait son niveau pré-crise au plus tôt qu'à la fin de 2022. L'économie française a plongé plus que la moyenne au deuxième trimestre (-14 %, contre -12 %), mais rebondi nettement plus

fort au troisième trimestre (+18,7 %, contre +12,6 %). Ce double mouvement se reproduira peut-être de la fin de 2020 jusqu'au début de 2021 : mais si le choc du nouveau confinement apparaît trois fois moins lourd que celui du printemps, ses effets pourraient être plus persistants, notamment sur nos capacités d'offre dans les secteurs les plus touchés.

La crise de la Covid-19 se distingue donc, et avant tout, non comme une crise financière ou de l'industrie, mais comme une crise du secteur des services, avec des conséquences importantes en matière d'emploi. Bien qu'amortie par le dispositif de chômage partiel, la détérioration du marché du travail serait malheureusement importante : selon nos prévisions, le taux de chômage pourrait connaître temporairement une poussée sensible au début de 2021, avant de diminuer ensuite d'ici à 2022 [Banque de France, 2020b].

■ ...avec des effets lourds pour tous les pays européens

Le choc sanitaire a frappé de façon différenciée les pays européens, mais le choc économique a été à ce stade moins divergent, du fait de mesures de restriction finalement fortes partout. Si l'ensemble des dix-neuf pays de la zone euro seront en récession en 2020, trois souffrent particulièrement en moyenne annuelle : l'Espagne (-12,4 %), l'Italie (-9,9 %) et la France (-9,4 %). Ces chiffres reflètent à la fois la sévérité de la crise sanitaire dans ces pays et leur plus forte dépendance aux services, notamment liés au tourisme. Mais le rebond de l'activité en Italie et en France, notamment dans la construction, a conduit ces pays à revenir au cours du troisième trimestre au même niveau de perte de PIB que l'Allemagne en comparaison avec le niveau atteint à la fin de 2019. Ce n'est pas le cas de l'Espagne où le rebond, notamment du tourisme, a été moins fort (cf. graphique 1 p. 7).

Toutefois, à terme, des facteurs d'asymétrie, comme la taille des différents plans de relance nationaux, pourraient accroître les divergences entre les principaux pays de la zone euro. Ils justifient une réponse coordonnée à l'échelle européenne.

Comparaisons entre la crise actuelle et les précédentes crises (2)

Le choc économique créé par la crise de la Covid-19 est singulier dans l'histoire économique de notre pays : il s'agit d'une crise à la fois profonde et très brutale. Alors que le PIB reculerait d'environ 10 % en 2020, il n'avait baissé que de 2,8 % en 2009, à la suite de la crise financière. Pendant la crise de 1929, il avait baissé de 15 % en cumulé sur trois ans (entre 1929 et 1932).

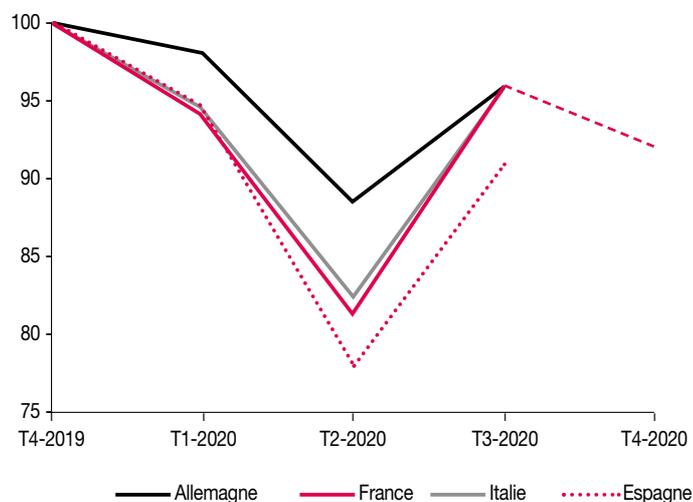
D'un point de vue strictement économique, la récession causée par la crise de la Covid-19 présente des similitudes, mais aussi des différences, avec une situation de guerre. Le choc est évidemment moins grave et moins long, mais, dans les deux cas, la chute de la consommation et de l'investissement privé est brutale et massive, tandis que l'épargne augmente significativement.

Le déficit budgétaire et la dette publique s'accroissent fortement et la politique monétaire vise à assurer la stabilité financière et le financement de l'économie. Mais il n'y a heureusement pas dans ce choc de destructions matérielles, en particulier sur le capital productif.

Face à ce choc, une réponse massive des autorités publiques

Face à cette crise, des réponses fortes, rapides et convergentes ont été apportées pour endiguer les effets d'un choc économique sévère. Les leçons de 2008 ont été retenues. Rarement le consensus a été aussi fort sur le sens et l'ampleur des mesures à prendre, y compris parmi les économistes. Les pouvoirs publics ont ainsi construit un « bouclier de trésorerie » pour aider les entreprises de toute taille à traverser ce choc et protéger ainsi leurs salariés, constitué de mesures à la fois budgétaires et monétaires sans précédent.

Graphique 1 - Niveau d'activité dans les 4 grands pays de la zone euro au T3 2020, PIB base 100 = T4 2019



Source : Eurostat (T4-2019 à T3-2020), estimation (T4-2020).

A l'échelle européenne, la crise de la Covid-19 et ses conséquences dramatiques ont enfin permis que des avancées concrètes voient le jour. En plus d'envoyer un signal politique fort, l'accord européen du 21 juillet 2020 préfigure le rééquilibrage tant souhaité du *policy-mix* en zone euro, et amorce une réelle politique budgétaire commune.

■ Une réponse rapide et convergente des autorités politiques

◆ Des réponses fortes, rapides et convergentes...

Cette mobilisation a d'abord reposé sur les reports d'échéances sociales et fiscales, le fonds de solidarité – amplifié et porté désormais à 19 Md€ – et surtout sur les mesures d'activité partielle. La France a su ainsi tirer les leçons du succès de l'Allemagne et de son *Kurzarbeit* en 2009. Notre dispositif – l'un des plus généreux et coûteux d'Europe, 34 Md€ en 2020 – a jusqu'à présent permis d'éviter ce qui s'est produit aux Etats-Unis, où 22 millions d'emplois ont été détruits en six semaines.

S'y ajoutent les prêts garantis par l'Etat (PGE) remboursables sur une durée de un à six ans et

pouvant couvrir jusqu'à un quart du chiffre d'affaires annuel. Ces PGE représentent à ce jour un succès sans équivalent en Europe à deux égards : par leur montant total (125 Md€), trois fois plus qu'en Allemagne, et par leur « ciblage » réussi vers les TPE/PME. Leurs taux d'intérêt sont en outre les plus bas d'Europe. À l'inverse, en Italie, en Grande-Bretagne et aux États-Unis, les prêts bancaires garantis ont eu plus de difficultés à atteindre efficacement ces entreprises.

Après les mesures d'urgence qui ont d'abord bénéficié aux ménages, un plan de relance de 100 Md€ sur 2021-2022 est venu apporter en septembre 2020 un soutien indispensable à l'offre et aux entreprises autour de trois ambitions : la transition écologique, la compétitivité des entreprises, la cohésion et les compétences.

◆ ...au prix d'une hausse significative de l'endettement public

Grâce au soutien des pouvoirs publics, les ménages ont été, jusqu'à présent, relativement protégés avec une perte de revenu en moyenne limitée à moins de 10 % du total des pertes en 2020 – dont une forte part pour les entrepreneurs individuels –, ce qui est très en deçà de leur poids dans le revenu disponible national (61 %). Cette situation globale s'accompagne cependant d'inégalités : les ménages les plus fragiles ont subi des pertes de revenus justifiant un soutien public spécifique. Le pouvoir d'achat resterait assez stable malgré tout en 2020, du fait des indemnisations et de la très faible inflation. La France est pour le début de 2020, selon l'OCDE, le pays où l'évolution du revenu des ménages a été la plus favorable relativement à l'ampleur du choc sur l'économie.

L'amortisseur public a donc joué massivement et positivement son rôle pendant la crise : en 2020, les administrations publiques supporteront plus des deux tiers du coût du choc. Le prix de cet amortisseur public sera une dette publique qui aura fortement augmenté pour se situer à un niveau proche de 120 % à la fin de 2020. Du reste, selon le Fonds monétaire

international (FMI), on constate, partout dans le monde, une hausse de plus de 15 points de PIB de l'endettement public [FMI, 2020]. L'enjeu post-crise sera alors d'assurer progressivement les conditions d'un retour à une meilleure soutenabilité budgétaire.

Bien sûr, il ne faudra pas répéter les erreurs de la dernière crise en procédant trop rapidement à un resserrement budgétaire. Mais à plus long terme, la discipline budgétaire est également indispensable. Ne nous y trompons pas : les dépenses publiques pour faire face à la crise sanitaire constituent clairement le mécanisme d'amortissement dont l'économie a besoin. Mais il existe également des dépenses moins justifiées et c'est précisément sur celles-ci que nous devons concentrer nos efforts car dans plusieurs pays, dont la France, le rythme des dépenses non liées à la crise de la Covid-19 semble s'accélérer plus rapidement qu'avant la crise sanitaire.

Quand la France aura retrouvé le niveau d'activité d'avant la crise de la Covid-19, en 2022 ou un peu après, une trajectoire de désendettement dans la durée sera donc indispensable. Si nous arrivions simplement à stabiliser nos dépenses publiques, dont le niveau est le plus élevé d'Europe, nous réussirions à réduire la dette de façon significative d'environ 20 % de PIB au bout d'une dizaine d'années.

■ Une mobilisation historique du *policy mix* européen

◆ Le soutien exceptionnel de la BCE

Face à la menace d'une crise financière, l'Euro-système a été à même, avec d'autres banques centrales, d'agir avec rapidité et efficacité. La BCE a mis en place une série de mesures exceptionnelles pour répondre à la crise de la Covid-19. Ces mesures ont pour objectif de fournir une ample liquidité aux banques de la zone euro, aux entreprises et aux ménages et de faire baisser leur coût de financement. Cette action a été décisive pour empêcher un blocage du crédit et des faillites en chaîne dans l'économie.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a ainsi pris en deux réunions successives des décisions exceptionnelles. Le 12 mars 2020, grâce au dispositif dit de « TLTRO III » (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), il a mis à disposition des banques des prêts dont le montant pourra aller jusqu'à près de 3 000 Md€, afin que celles-ci continuent à financer les entreprises, notamment les PME et les TPE. Le 18 mars 2020, il a complété son action par l'adoption d'un « programme d'achats de titres face à l'urgence pandémique » (PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Programme*, en anglais), totalement inédit, de 750 Md€ au bénéfice des agents économiques qui se financent via les marchés : Etats et grandes entreprises. L'enveloppe du PEPP a été, lors de la réunion du 4 juin 2020 du Conseil des gouverneurs, portée à 1 350 Md€ et les achats nets effectués au titre du PEPP ont été étendus au moins jusqu'à la fin de juin 2021. Son volume a frappé, mais sa plus grande innovation est sa très grande flexibilité, en termes notamment d'allocation entre pays. Ainsi, face aux effets asymétriques générés par cette crise, l'action sans précédent de la BCE a empêché une fragmentation de la zone euro qui aurait pu compromettre la bonne transmission de notre politique monétaire vers tous les agents économiques.

D'après les estimations de la BCE, ces mesures monétaires ont généré l'équivalent de 1,3 point de croissance, 0,8 point d'inflation, et sauvé un million d'emplois dans la zone euro. Par ailleurs, les ménages et les entreprises continuent de bénéficier de conditions financières très favorables avec des taux d'emprunt autour de 1,5 % [Altavilla *et al.*, 2020].

Au-delà de l'urgence des premières semaines, la politique monétaire de la BCE doit continuer à soutenir l'activité, au nom même de son mandat de stabilité des prix. La perspective d'une reprise seulement progressive de l'activité et de la dégradation du marché du travail devrait contribuer à maintenir globalement l'inflation à un niveau faible au cours des trimestres à venir. Dans ce contexte, face au risque de prolongation des incertitudes, notre premier objectif doit être que les conditions de financement

restent très favorables pour tous aussi longtemps que nécessaire. Dans ce but, le recalibrage à venir de nos instruments devra attacher une attention particulière non seulement au niveau de notre soutien monétaire, mais aussi aux questions de durée, de flexibilité et de ciblage efficace, bref à la qualité de la transmission de notre politique monétaire.

◆ L'avancée majeure du plan de relance européen

La crise de la Covid-19 a fait subir au projet européen un *stress test* d'une ampleur inédite, et les risques de divergence accrue restent forts. Mais cette crise peut aussi être la chance de réponses européennes plus fortes face à ce monde incertain, bouleversé et peu coopératif. L'accord conclu à Bruxelles le 21 juillet 2020 marque, à ce titre, une avancée capitale avec la mise en place d'un plan de relance de 750 Md€ qui comporte, pour la première fois, la mise en place d'un emprunt commun pour financer des dépenses définitives (390 Md€) : il s'agit d'abord d'un acte de solidarité très fort envers les pays les plus touchés par une pandémie elle-même sans équivalent. Il serait aberrant, et grave, qu'il reste longtemps bloqué par la Pologne et la Hongrie.

Cet accord – qui se traduit par plus que le doublement du budget annuel – vient compléter le premier paquet d'urgence de 540 Md€, décidé par l'Eurogroupe, pour soutenir les prêts aux entreprises, les programmes de chômage partiel (le plan SURE, *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) et les financements additionnels du Mécanisme européen de stabilité (MES).

Ces avancées majeures ébauchent une réelle politique budgétaire commune. Les banques centrales de l'Union européenne souhaitent depuis longtemps que la politique économique de l'Europe ne dépende plus uniquement des actions de politique monétaire. C'est donc une satisfaction supplémentaire pour la Banque de France et l'Eurosystème. Ce plan de relance démontre que l'Europe est plus forte qu'on ne le dit. Elle a su réagir face aux trois crises récentes, en 2008

avec la crise financière, en 2015 avec celle de la dette grecque, et enfin aujourd'hui. Pour l'heure, toutefois, ce mécanisme exceptionnel – tant dans son montant que sa durée – appelle une réflexion plus durable sur une capacité budgétaire commune propre à la zone euro qui pourrait à nouveau être mobilisée à des fins de stabilisation conjoncturelle.

Le secteur financier a bien résisté mais doit être plus rentable et durable

■ Les banques et les organismes d'assurance français font preuve de résilience...

◆ ...grâce à des fondamentaux solides et au soutien des autorités publiques

Sur les neuf premiers mois de 2020, avec une chute de près de 39 % par rapport à 2019, le résultat agrégé des quatre principaux groupes bancaires français s'élève à 11 Md€. Ce repli s'explique essentiellement par la charge du risque qui a plus que doublé et, côté revenus, par un recul sensible des activités d'assurance et de gestion d'actifs. À l'inverse, la banque de financement et d'investissement a globalement bien résisté avec des revenus en augmentation, autour de 3 %. Sur la dynamique de la banque de détail, la production de prêts à l'habitat a atteint un plus haut historique en septembre avec 19 Md€ de crédits nouveaux, démentant les mauvais procès sur la « dégringolade » de l'accès au financement immobilier qu'auraient entraîné selon certains les recommandations de bon sens du Haut Conseil de stabilité financière en matière de critères d'octroi.

Bien que réel, l'effet de la crise ne remet pas en cause les fondamentaux solides des banques françaises qui ont poursuivi leurs progrès en solvabilité. Depuis 2008, leurs fonds propres ont plus que doublé. Les quatre

premières banques françaises affichent à la fin de septembre 2020 un ratio de solvabilité supérieur à celui de leurs homologues européennes et américaines à 14,6 % en moyenne, soit +56 points de base par rapport à la fin de 2019. Pour les organismes d'assurance, malgré une baisse de 28 points de pourcentage de leur taux de couverture entre la fin de 2019 et le troisième trimestre 2020, leur solvabilité globale demeure très solide autour de 239 %.

Cette résilience tient à l'effort des institutions financières elles-mêmes, mais aussi pour beaucoup à l'action des autorités publiques (*cf. supra*). Ménages et entreprises traversent ce choc grâce notamment au « bouclier de trésorerie » qui a prouvé son efficacité. Il est ainsi clé que celui-ci soit maintenu dans la mesure même où la crise se prolonge.

◆ Renforcer la solvabilité des entreprises pour assurer la solidité des banques

À l'évidence, les incertitudes restent fortes pour 2021, en attendant le plein effet des vaccins et le retour de la confiance sanitaire, qui est indispensable à la confiance économique. Il faudra suivre avec vigilance l'impact de la forte poussée du chômage attendue au premier trimestre 2021 (*cf. supra*), ainsi que le niveau de défaillance des entreprises, même si celui-ci reste jusqu'à présent à un niveau modéré – inférieur à celui constaté en 2019 et 2018. Parallèlement, et porté par le dispositif de PGE, l'accès des entreprises au crédit, et notamment au crédit de trésorerie, atteint au troisième trimestre 2020 un niveau historique ; traduction d'une véritable mobilisation collective pour favoriser le financement des entreprises, y compris les plus petites (*cf. supra*). Dans ce contexte, les entreprises ont vu leur endettement brut augmenter de 12,9 % ⁽³⁾ entre juin 2019 et juin 2020. C'est la plus forte hausse d'Europe, alors que les entreprises françaises sont déjà plus endettées que la moyenne. Leur endettement net de trésorerie est par contre resté stable.

Pour éviter que cet endettement ne fragilise financièrement les entreprises – et par contagion la solidité

des banques –, des dispositifs de quasi-fonds propres publics seront nécessaires pour conforter les entreprises. Selon les estimations de la Banque de France, 20 Md€ de quasi-fonds propres publics seront nécessaires pour accompagner les ETI, les PME et les TPE qui n'ont pas accès au marché actions. C'est l'un des volets du plan de relance avec notamment le recours aux prêts participatifs. Tout l'enjeu est d'aider rapidement ces entreprises fragilisées financièrement par la crise de la Covid-19, mais viables économiquement. De ce point de vue, la présence systématique de co-investisseurs privés, notamment des institutions financières, est indispensable : ceux-ci aideront à sélectionner les entreprises ayant un avenir économique, afin de préserver les fonds publics.

Toutefois, les institutions financières françaises, y compris dans des scénarios économiques sévères, seront suffisamment solides pour traverser cette crise. Leur rentabilité pourrait en être affectée, leur solvabilité resterait suffisamment élevée.

■ Au-delà de la crise, porter la bataille de la rentabilité et de la durabilité

Cette situation globalement rassurante n'est évidemment en rien un appel au *statu quo*. Les banques et les organismes d'assurance le vivent : la crise de la Covid-19 agit comme un accélérateur de leurs mutations face aux grands défis structurels qui sont les leurs.

◆ Une solvabilité confortée par Bâle III

Beaucoup de demandes, voire de plaintes du secteur financier se focalisent encore – à nouveau ! – sur les sujets de solvabilité, excessivement me semble-t-il. Commençons par le retour discret d'une musique contre Bâle III. Nul ne peut contester sérieusement que les règles de Bâle aient empêché, cette fois, cette année, la crise économique de dériver en crise bancaire. Et nul ne peut prétendre sérieusement qu'elles freinent le crédit aux entreprises – qui a augmenté de 12,4 % depuis un an – et en particulier celui aux

PME – en hausse de 18,6 %. Et donc oui, la France doit rester engagée à une mise en œuvre complète de l'accord de Bâle III qui demeure « équitable, raisonnable et définitif » : équitable en particulier quant au parallélisme effectif avec les Etats-Unis ; raisonnable quant à l'application notamment de l'*output floor* ; définitif car il n'y aura pas de Bâle IV.

Le report d'un an, déjà, de la mise en œuvre de l'accord a matérialisé, en outre, la volonté du Comité de Bâle de limiter la charge opérationnelle qui pèse sur les banques. Parallèlement, des mesures vigoureuses ont été prises pour leur permettre l'utilisation des coussins de fonds propres et de liquidité, et ainsi de soutenir le financement de l'économie. Les banques sont invitées à utiliser ces flexibilités autant et aussi longtemps que nécessaire. Il est parfois paradoxal de demander un assouplissement hypothétique de Bâle III, mais de ne pas utiliser les souplesses réelles à disposition. Pour donner plus de confort sur leur emploi, nous, superviseurs, sommes clairs sur l'horizon suffisamment long de reconstitution des coussins, quand la crise sera terminée : nous l'avons dit au GHOS ⁽⁴⁾, notre groupe international, le 27 novembre 2020.

◆ Le défi de rentabilité, côté bancaire notamment

Le secteur bancaire européen n'a, comparé aux banques américaines, une rentabilité ni excessive, ni même suffisante. Il y a là de multiples causes. Mais incontestablement, l'environnement prolongé de taux bas a mis sous pression la rentabilité des acteurs financiers. Le reconnaître ne vaut pas condamnation des taux bas : ils sont la traduction de tendances structurelles de long terme, et sont mis en œuvre pour le bien commun. Mais le reconnaître vaut nécessité d'adaptation : un secteur financier solide en Europe constitue un atout.

Ainsi, depuis septembre 2019, le Conseil des gouverneurs sait compenser les effets des taux bas. C'est l'objectif du *tiering*, qui réduit chaque année le coût des taux négatifs de plus de 4 Md€ pour les banques européennes, dont environ 900 M€ pour les établis-

sements français. De plus, le taux d'emprunt « bonifié » des TLTRO (-1 %), inférieur au taux de dépôt (-0,5 %) jusqu'en juin 2021, a également un effet tout à fait significatif.

Mais il y a des défis structurels qui reviendront aux stratégies de numérisation et de consolidation des institutions financières elles-mêmes. La digitalisation accélérée des processus et des réseaux permet des économies fondamentales pour l'avenir, et est indispensable pour fidéliser les clients, notamment les plus jeunes.

L'efficacité passe également par l'émergence d'un véritable « marché unique bancaire ». Il faut accélérer la formation de véritables groupes bancaires paneuropéens susceptibles de capitaliser sur leur taille, et développer des économies d'échelle face précisément à ces investissements numériques qui sont des coûts fixes. Le secteur financier européen demeure encore trop fragmenté et vulnérable aux chocs asymétriques. Comparé au marché américain, le secteur bancaire européen reste fragmenté : la part de marché des cinq principales banques européennes s'élève à 20 %, contre plus de 40 % aux Etats-Unis. Cet objectif relève en partie des pouvoirs publics : l'Union des marchés de capitaux doit enfin progresser concrètement et l'Union bancaire doit être achevée dans un vrai marché unique bancaire.

Parallèlement, nous devons réorganiser le système financier européen et développer son autonomie. Le Brexit ne nous laisse au demeurant pas d'autre choix, et il faut pousser plus les atouts de la zone euro : un Eurosystem monétaire efficace, un marché financier unique et les composantes essentielles d'une Union bancaire.

Pour les organismes d'assurance, une adaptation du modèle d'activité est indispensable. Le défi de rentabilité en environnement de taux bas passera, inévitablement, par l'adaptation des modèles d'affaires : l'alliage de la sécurité, de la liquidité et du rendement – qui a tant fait pour le succès du fonds euro en assurance vie – n'est plus tenable. La diversification

des avoirs de la clientèle vers des supports en unités de compte ne doit cependant pas constituer la seule ni la meilleure alternative : le secteur des assurances doit repenser son offre. Une épargne moins liquide, plus longue, doit pouvoir réunir une certaine protection du capital et le meilleur rendement des actions. La loi Pacte constitue une avancée importante avec le développement d'Eurocroissance et surtout de l'épargne retraite.

◆ Pour le secteur financier, relever le défi de durabilité

Enfin, le secteur financier devra prendre toute sa part à la lutte contre le réchauffement climatique ; la transition écologique ne devant – aujourd'hui moins que jamais – être une victime collatérale de la crise. Ce défi est pour nous, banquiers centraux et superviseurs, une véritable « nouvelle frontière » [Villeroy de Galhau, 2019], à l'instar du financement de la croissance et des grandes infrastructures au XIX^e siècle ou de la gestion des grandes crises financières au cours des cent dernières années.

Au sein du Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (*Network for Greening the Financial System*, NGFS, en anglais), la Banque de France et l'ACPR ont fortement renforcé la supervision des risques climatiques associés au secteur financier. En moins de trois ans, la gestion financière des risques climatiques est passée du « *nice to have* » au « *must have* », de l'émotion à la raison. De ce point de vue, le premier rapport commun à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et à l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur l'évaluation des « politiques charbon » des institutions financières met bien en évidence l'engagement croissant du secteur financier en matière de finance durable [ACPR et AMF, 2020]. Au total, l'exposition du secteur financier français y apparaît sensiblement inférieure à 1 % du total des actifs. Toutefois, le suivi individuel des expositions et la poursuite des efforts méthodologiques menés au niveau du secteur financier dans son ensemble doivent être renforcés. A cette fin, et malgré la crise sanitaire,

les principales institutions financières françaises réalisent actuellement les premiers tests de résistance climatiques, dont les résultats seront connus, au printemps 2021.

Conclusion

C'est sur la ligne de crête étroite entre confiance et vigilance que les hommes et les femmes de la Banque de France œuvrent sans relâche depuis le début de cette crise. C'est notre exigence pour sécuriser avec pragmatisme les institutions financières et leur permettre de se concentrer sur leur mission première au service des Français.

Y a-t-il in fine une meilleure preuve de la nécessité d'une intermédiation financière forte que cette crise ? D'un côté, 90 Md€ d'épargne supplémentaire des Français ; d'un autre côté, des dizaines de milliards d'euros de besoin additionnel des entreprises quant à leurs fonds propres. Il ne s'agit pas d'exposer directement les épargnants à des risques trop élevés, mais d'innover dans les offres bancaires et d'assurance pour mobiliser l'épargne française au service de la reconstruction et des investissements privés. Et d'accélérer dans la transformation schumpétérienne du secteur financier lui-même. A cette condition, cette rude crise pourra aussi être notre chance.

Notes

1. L'auteur remercie Chahinez Benmissi, Vincent Bignon et les équipes de l'ACPR pour leur contribution à cet article.

2. Voir Banque de France [2020a].

3. Banque de France, Webstat.

4. Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire.

Bibliographie

ACPR ; AMF, « Les politiques “charbon” des acteurs de la place financière de Paris : premier rapport ACPR/AMF de suivi et d'évaluation », Rapport conjoint à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et à l'Autorité des marchés financiers, novembre 2020.

ALTAVILLA C. ; BARBIERO F. ; BOUCINHA M. ; BURLON L., “The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions”, ECB, Working Paper Series, n° 2465, Frankfurt am Main, septembre 2020.

Banque de France, « Les économies française et européenne à l'épreuve de la Covid-19 », Lettre au président de la République, juillet 2020, 2020a.

Banque de France, « Projections macroéconomiques », septembre 2020, 2020b.

Commission européenne, “European Economic Forecast”, automne 2020.

FMI, “Policies for the Recovery”, Fiscal Monitor, Fonds monétaire international, octobre 2020.

VILLEROY DE GALHAU F., « Climat : les banques centrales se mobilisent », Banque de France, *Revue de stabilité financière*, n° 23, juin 2019.

I Introduction

Lorsqu'en 2008 a éclaté la crise des « *subprimes* », le comité de rédaction de la *Revue d'économie financière* a pris très rapidement la décision de consacrer un numéro spécial à cette crise et d'associer la revue *Risques* à ce projet pour couvrir l'ensemble du champ de la finance ; numéro qui mérite encore d'être lu aujourd'hui.

La situation au deuxième trimestre 2010 semblait à la fois la même, similaire au premier ordre et, en même temps, très différente. La même parce que la crise dite de la « Covid-19 » est d'une ampleur qui justifie à la fois un numéro spécial de la *Revue d'économie financière* et la coopération avec *Risques*. Très différente car la crise actuelle est vite apparue d'une ampleur très supérieure à celle des « *subprimes* ».

L'origine de la crise économique initiée par les conséquences immédiates de la Covid-19 est un choc défavorable d'offres avec la chute de la production due au confinement, avec la perte de productivité due aux nouvelles normes sanitaires. Au contraire, la crise des « *subprimes* » en 2008-2009 était une crise de la demande, avec le recul du crédit dû à la crise financière et bancaire.

Il y a aujourd'hui une crise profonde dans les pays émergents, qui sont touchés par les sorties de capitaux, le recul du tourisme, la baisse des prix des matières premières. Il y a ensuite, et c'est une caractéristique centrale de la crise actuelle, de très profondes modifications de la structure sectorielle des économies. Certains secteurs vont souffrir durablement avec les normes sanitaires, avec de nouvelles pratiques de consommation et de travail (automobile, transport aérien, aéronautique, immobilier commercial, distribution traditionnelle, tourisme, culture) ; au contraire, d'autres secteurs vont avoir une activité forte (nouvelles technologies, Télécom, distribution en ligne, santé et pharmacie, sécurité). Cette dynamique différenciée entre secteurs complique l'analyse et la prévision de sortie de crise, puisqu'il faudra une forte réallocation de l'emploi et des capitaux du premier groupe de secteurs vers le second. Ceci implique la nécessité de requalification, et une hausse du chômage structurel tant que cette réallocation n'est pas faite. Ainsi que de multiples situations de stress financiers.

On voit aussi que le modèle économique et social est remis en cause de manière bien plus profonde qu'en 2008-2009. La crise des « *subprimes* » avait essentiellement lancé un débat sur la régulation des banques et des institutions financières ; la crise de la Covid-19 fait apparaître un débat très intense et renouvelé sur le climat, les délocalisations et la globalisation, la gouvernance des entreprises et la nature du capitalisme. Le choc lié à la crise déclenche ces débats, même si ces différentes questions ont peu de rapport, direct du moins, avec la pandémie.

La crise de la Covid-19 a des effets géopolitiques importants, par exemple une forte tension entre les Etats-Unis et la Chine ; mais aussi des effets politiques importants, comme le lancement d'un plan européen de relance avec des financements mutualisés.

Une pandémie conduit toujours à la recherche d'un bouc émissaire. Cette fois-ci, c'est la Chine pour l'opinion publique aux Etats-Unis. En Europe, ce sont souvent le capitalisme libéral et la globalisation qui endossent cette tunique. La désignation d'un bouc émissaire peut laisser des traces concrètes (protectionnisme).

On sait par ailleurs que la crise de la Covid-19 va affaiblir un grand nombre d'entreprises. Pour résister à la chute de la production, les entreprises se sont endettées, ont reçu des aides publiques, et nombre d'entre

elles vont entrer dans des difficultés majeures et dangereuses : des entreprises fragiles financièrement, peu dynamiques, investissant peu. Cette faiblesse des entreprises va induire une autre conséquence de la crise, la multiplication des conflits :

- entre entreprises et syndicats, avec la multiplication des licenciements ;
- entre entreprises et Etats, avec la demande de baisses d'impôts surtout indirects et de réduction des réglementations, parmi d'autres points.

La crise peut conduire spontanément non pas vers un capitalisme plus inclusif mais vers un capitalisme plus dur, les entreprises voulant nécessairement restaurer leur situation financière et légitimement leur profitabilité.

Dans ce capitalisme plus dur, risquent de se produire notamment des évolutions importantes et durablement structurantes. Parmi ces risques se rencontrent ceux de voir :

- le partage des revenus se déformer à nouveau au détriment des salariés ;
- la concurrence fiscale entre les pays s'amplifier ;
- les délocalisations vers les pays à coûts salariaux faibles s'accroître ;
- et la transition énergétique être moins encore acceptée, a fortiori dé-priorisée.

Enfin, il ne faut pas oublier que la crise de la Covid-19 va accroître les inégalités, entre les salariés des secteurs touchés par la crise et les autres, entre ceux qui ont des contrats de travail temporaire à court terme et ceux qui ont des contrats de travail à long terme ; les jeunes sont particulièrement touchés : gel des embauches, formations devenues inadaptées, et, on va le voir, croissance significative des prix de certains actifs.

Au total, il faut attendre de la crise de la Covid-19, véritable détonateur d'une bombe à fragmentation, un recul de la croissance potentielle, avec le recul de l'investissement des entreprises, la perte de capital humain en particulier associée à la déformation de la structure sectorielle de l'économie, avec la multiplication des entreprises en déséquilibre financier massif, et l'incitation aux délocalisations vers des pays à coûts salariaux les plus faibles.

Dans ce contexte d'une extrême gravité, ce numéro s'efforce d'analyser, dans le domaine financier, quels sont les enjeux et d'esquisser avec prudence quelques pistes de sortie de crise. Sur le plan de la structuration, ce numéro est composé de cinq chapitres : 1. Retour sur l'histoire et perspectives ; 2. Les entreprises face à la Covid-19 ; 3. L'économie face à la Covid-19 ; 4. Macroéconomie et défi climatique ; 5. Politiques macro-économiques. Un effort particulier a été demandé aux auteurs pour éclairer l'avenir plus que le présent immédiat et de proposer des solutions sachant qu'aucune solution miracle n'existe.

Aux lecteurs de découvrir celle-ci.

Olivier Pastré
Conseiller scientifique
Revue d'économie financière

Sylvain de Forges
Délégué général
Association d'économie financière

1.

Retour sur l'histoire et perspectives

■ Pierre-Charles Pradier

Histoire des modèles pandémiques

■ Pierre Martin

Assurance et crises pandémiques

■ Pierre Dockès

L'économie de la peste dans les villes du XVII^e siècle

■ Pervenche Berès

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

■ Florence Lustman

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance dans le monde d'après

■ Stanley McChrystal

Renouveler la gestion de crise

HISTOIRE DES MODÈLES PANDÉMIQUES

Pierre-Charles Pradier

Université Paris 1 – Panthéon-Sorbonne et LabEx ReFi

■ Deux moments remarquables ont constitué l'épidémiologie en science expérimentale : la modélisation par Daniel Bernoulli de la diffusion d'une maladie dans une population à l'aide d'une équation différentielle en 1760 ; l'élaboration d'un modèle de causalité « probabiliste » dans l'entre-deux-guerres. Alors qu'ils n'ont jamais été entièrement intégrés à la formation des médecins en France, les prérequis de ces approches sont désormais enseignés en classe de terminale.

L'insistance des médias français à inviter des médecins pour commenter l'épidémie de coronavirus pourrait laisser croire que l'épidémiologie est une faculté naturelle aux médecins plutôt qu'une spécialité dont seulement certains seraient capables. Le dictionnaire de l'Académie française indique bien qu'il s'agit d'un terme de médecine avant de la définir comme l'« étude de la fréquence, de la répartition géographique et des conditions d'apparition des maladies ». S'il est certain que les médecins ont pendant des millénaires recensé les cas de maladies et leur distribution dans le temps et l'espace, cette statistique médicale empirique a été transfigurée par la révolution scientifique. Deux moments sont particulièrement importants dans cette évolution : la modélisation mathématique par Daniel Bernoulli (1760) de la

■ A (VERY SHORT) HISTORY OF PANDEMIC MODELS

Epidemiology evolved into an empirical science with two quantum leaps: in 1760, Daniel Bernoulli modelled the diffusion of a disease in a population using a differential equation then in the inter-war period a "probabilistic" model of causality emerged. Although they have never been fully integrated into medical school training in France, the prerequisites of these approaches are now taught in the final year of high school.

diffusion d'une maladie dans une population d'une part et d'autre part la reconnaissance du tabac comme cause du cancer du poumon au début des années 1950 dans les pays anglophones [Parascandola, 2011]. Dans ce dernier cas, la tension avec la médecine est particulièrement manifeste puisque l'évolution de la notion de causalité dans l'entre-deux-guerres est loin d'avoir conquis les institutions médicales, en particulier l'Académie de médecine en France qui reste longtemps attachée à une vision déterministe. Cette histoire où le développement de la modélisation mathématique d'une part et d'autre part une « révolution probabiliste » dans le recours aux données de l'expérience transforment la nature des disciplines est largement partagée dans les sciences sociales : on peut alors se demander si l'épidémiologie existe comme spécialité distincte, puisqu'elle n'est manifestement pas perçue comme telle par le public... C'est l'occasion de

s'interroger aussi sur le lectorat potentiel des recherches en épidémiologie et la réception par le public de ces recherches, depuis l'époque de Bernoulli jusqu'à nos jours.

Bernoulli et l'inoculation de la petite vérole

Le texte de Daniel Bernoulli sur l'inoculation de la variole a été abondamment commenté au cours des dix dernières années (notamment par Jean-Pierre Gabriel et Nicolas Bacaër). Pour les historiens des sciences, il est remarquable de trouver dans ce texte de 1760 les prémices du modèle dit SIR développé dans les années 1920 par Kermack et McKendrick. En effet, Daniel Bernoulli présente explicitement dans une table de survie la population de l'année n comme étant la somme des susceptibles (« n'ayant pas eu la petite vérole »), des infectés (« prenant la vérole dans l'année ») et des remis (« ayant eu la petite vérole »). Etant entendu (par hypothèse) que les derniers ne seront pas réinfectés, il convient donc de les distinguer des (personnes) susceptibles (de contracter la maladie). Cette tripartition de la population est indéniablement celle des modèles SIR (qu'on nomme aussi « compartimentaux » car chaque personne d'une population est inscrite dans un compartiment). Daniel Bernoulli décrit non moins indéniablement la dynamique de ces populations à l'aide d'équations différentielles. Il anticipe en cela le développement de l'épidémiologie mathématique au XX^e siècle : voyons comment.

Daniel Bernoulli considère au sein d'une cohorte (au sens démographique de « population née dans une même année ») le développement d'une maladie qu'on ne peut contracter qu'une fois. La table de survie est représentée par $\xi(x)$ qui désigne le nombre de survivants au début de l'année x parmi lesquels $S(x)$ sont encore susceptibles de prendre la vérole. Sous l'hypothèse qu'une personne sur n va prendre la maladie et une personne infectée sur m va en périr, Bernoulli décrit par une équation différentielle ⁽¹⁾ la trajectoire de $S(\cdot)$. Il en déduit une relation entre $S(x)$

et $\xi(x)$. Comme justement $\xi(x)$ est connu par les tables de survie, on peut donc calculer à tout âge x :

$$S(x) = \frac{m}{(m-1)e^{\frac{x}{n}} + 1} \xi(x)$$

Reste bien sûr à déterminer m et n . L'auteur écrit à leur propos : « je me suis contenté de les supposer constamment les mêmes, du moins jusqu'à l'âge d'environ vingt ans mais nous sommes encore libres sur le choix de ces valeurs absolues, c'est pourquoi il faut tâcher de les choisir telles qu'elles soient les plus convenables aux notions que nous avons sur la nature de la petite vérole, relativement à chaque climat » [Bernoulli, 1765, p. 13].

Le problème est donc que Bernoulli ne peut pas observer directement m et n , qui en toute généralité devraient s'écrire $m(x)$ et $n(x)$ et varier à chaque âge. Il propose ainsi de retenir $m = n = 8$ en constatant que cela aboutit à attribuer la treizième partie des morts à la variole, toutefois il n'explique aucune procédure d'estimation des paramètres. Le modèle est calibré uniquement sur la proportion totale des décès imputable à la variole : c'est assez pour dire que Bernoulli, qui décrit pourtant des différences dans la virulence du mal à Bâle ou à Paris, et indique donc qu'on pourrait supposer la susceptibilité à l'infection et la mortalité variant avec l'âge, ne s'intéresse pas à la modélisation pour elle-même.

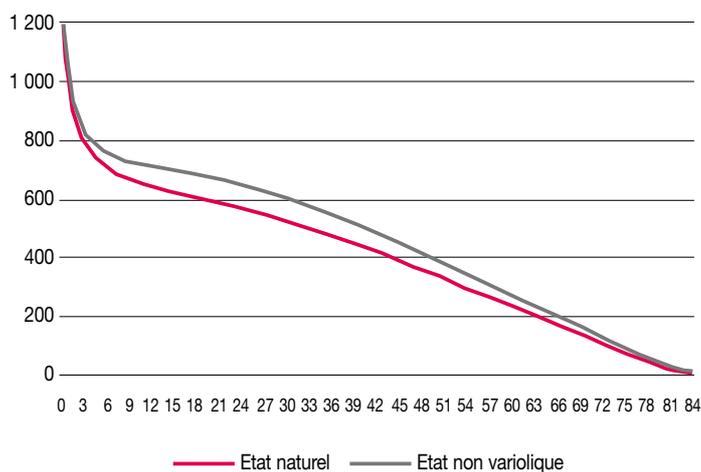
En revanche, dès lors qu'il a compartimenté la population, il peut reconstruire une table de survie « de l'état non variolique » en appliquant un taux de mortalité différent aux susceptibles (qui souffrent le taux de mortalité naturelle de la table observée) et aux remis (dont la mortalité est diminuée de celle imputée à la variole), soit en fin de compte :

$$z(x) = \frac{me^{\frac{x}{n}}}{(m-1)e^{\frac{x}{n}} + 1} \xi(x)$$

Et l'auteur de commenter : « en prenant pour x qui marque l'âge, un nombre un peu grand, le rapport de $z(\cdot)$ à $\xi(\cdot)$ doit être extrêmement près de celui de m

à $m - 1$, ou de 8 à 7 pour notre hypothèse, sans cependant jamais l'atteindre exactement ». Voilà qui est simple, mais il propose ensuite une série de caractérisations pour établir la différence avec l'état naturel. Au bout du compte, il peut comparer l'espérance de vie à la naissance, de vingt-six ans et sept mois dans l'état naturel contre vingt-neuf ans et neuf mois pour ceux que l'inoculation protège. Mais surtout, Daniel Bernoulli montre que même si l'inoculation tuait assez d'enfants (un sur 9,43 en l'occurrence) pour rendre égales les espérances de vie dans l'état naturel et dans l'état non variolique, l'espérance de vie des inoculés serait supérieure à celle de l'état naturel à tous les âges. Après Mann et Whitney [1947], on dirait que la vie des inoculés domine stochastiquement l'état naturel, c'est-à-dire que $\forall x, I(x) \leq N(x)$ où $I(\cdot)$ et $N(\cdot)$ représentent les fonctions de répartition de l'âge au décès des inoculés et de l'état naturel (comme le montre la juxtaposition des deux courbes de la figure 1). Ce critère de décision est peut-être la contribution la plus importante du mémoire de Bernoulli, bien que les historiens des sciences comme Bacaër se soient plutôt intéressés aux équations différentielles.

Figure 1 - Courbes de survie de Bernoulli, 1760



Source : *Essai d'une nouvelle analyse de la mortalité causée par la petite vérole, & des avantages de l'inoculation pour la prévenir*, Daniel Bernoulli, 1765.

S'il fallait conclure sur la contribution de Daniel Bernoulli, ce serait avec Thierry Martin [2003] qui avait rassemblé dans un fort volume les contributions à l'*Arithmétique politique dans la France du XVIII^e siècle*.

Il définit ce courant comme une « entreprise de quantification du social au service de l'action politique » : c'est bien ce que fait Bernoulli puisque, pour décider s'il est souhaitable de procéder à l'inoculation généralisée, il propose un modèle de la mortalité en l'absence de variole et un critère de décision pour comparer l'état naturel à cet état non variolique hypothétique. Ce faisant, Daniel Bernoulli invente la dynamique des populations susceptibles/infectées/remises de la maladie qui sera redécouverte un siècle et demi après sa mort. Mais entre-temps, aucune contribution notable n'étend le cadre analytique bernoullien, si ce n'est d'Alembert qui critique le bien-fondé des hypothèses et le critère de dominance [Rieucou, 2008].

La modélisation mathématique des épidémies après Bernoulli

Lorsque Ronald Ross [1916] propose une histoire de la modélisation mathématique des épidémies, les précurseurs qu'il cite, c'est-à-dire Farr [1866], Evans [1875] et Brownlee [1906] sont surtout remarquables par leur échec à offrir une théorie et une méthode convaincantes. Ils ont cherché à ajuster les données de l'épidémie de peste bovine de 1865 puis de variole de 1871 en partant de courbes discrètes du nombre de cas, mais ils ne parviennent pas à offrir l'équation analytique d'une population (susceptibles, infectés ou remis). Il est bien évident que s'ils avaient lu Bernoulli, ils auraient pu adapter sa méthode pour ajuster les données dont ils disposaient. Dans cette lignée d'auteurs britanniques qui témoigne depuis la fin du XIX^e siècle d'un intérêt continu pour les questions épidémiologiques aussi bien humaines que plus généralement animales, Hamer [1906] est le premier à retrouver explicitement la tripartition des susceptibles, des infectés et des remis, et à écrire le nombre d'infectés comme une proportion du nombre des susceptibles.

Ronald Ross a proposé de nouvelles instanciations du modèle compartimental à la Bernoulli. En 1911

d'abord, dans la deuxième édition de son ouvrage sur la prévention de la malaria, il offre un appendice sur « une théorie des événements » : deux équations différentielles représentent le nombre d'infectés chez les humains et les moustiques. Lotka [1923] a complètement explicité le modèle et les dynamiques des variables d'intérêt. On a surtout retenu de la contribution originale de Ross [1911] une double formulation d'un résultat pratique : d'une part il existe un seuil critique dans la population des moustiques dont le dépassement permet le développement de l'épidémie, d'autre part le taux de reproduction de la maladie, le fameux R_0 , est supérieur à 1 si le nombre de moustiques est supérieur au seuil critique. Tout cela conduit Ross à préconiser la destruction des moustiques pour lutter contre la maladie. Les contributions suivantes de Ross [1916], aidé par Hudson dans deux articles de 1917 offrent une généralisation de son modèle qui a été éclipsé par les travaux de Kermack et McKendrick.

Après un article fondateur en 1927, Kermack et McKendrick ont développé leur analyse dans quatre textes successifs. Le premier modèle est une reformulation du modèle épidémique de Ross [1911] en termes plus généraux : il s'agit donc de la diffusion d'une épidémie dans une population stationnaire, où les taux de passage (de S à I et de I à R) peuvent dépendre de l'âge des sujets – possibilité dont on a vu qu'elle avait été considérée mais pas effectivement modélisée par Bernoulli qui s'était contenté d'un taux d'infection et de rémission constant avec l'âge (ce qui correspond au modèle compartimental standard après Kermack et McCormick). Les auteurs formulent les conditions pour le développement de l'épidémie ($R_0 > 1$), décrivent la dynamique du nombre de cas d'infection et les modalités d'extinction de l'épidémie. Reste que leur modèle ne peut appréhender l'évolution endémique d'une maladie ni sa récurrence : c'est ce qui est fait dans deux articles de 1932 et 1933. On peut alors observer que Bernoulli avait d'emblée représenté une maladie endémique mais, comme on l'a déjà remarqué, sans s'intéresser à la dynamique épidémique elle-même. En revanche, les modèles de Kermack et McKendrick montrent comment une maladie devient une épidémie, disparaît ou au contraire

persiste, y compris lorsque la population cible évolue du fait de l'accroissement naturel et des migrations.

Bernoulli a donc, sans le savoir, désigné l'axe de développement des modèles épidémiologiques les plus courants jusqu'à ce jour, et ses successeurs ont permis de considérer les nuances qu'il ne pouvait pas explorer. Par exemple, le modèle que Ferguson et son équipe ont utilisé pour prédire les effets de l'épidémie de Covid-19 découpe la population en régions et classes d'âge – 45 cellules = 5 régions fois 9 classes d'âge pour Ferguson *et al.* [2020] –, ce qui permet d'affiner la description des dynamiques au prix d'une plus grande exigence en termes de calibrage des paramètres. Il n'est pas possible de décrire ici les modèles originaux qui se sont démarqués des hypothèses déterministes de Bernoulli – on renvoie par exemple à Choisy *et al.* [2007] –, en revanche on va s'attarder un instant sur la remise en cause du déterminisme, en particulier dans l'analyse des épidémies.

L'épidémiologie et la révolution probabiliste

Les années 1920, qui voient la floraison des théories mathématiques des épidémies, constituent aussi un tournant pour la physique. La conception laplacienne telle qu'elle s'exprime dans l'ouverture du *traité philosophique sur les probabilités* voulait que le mouvement « du plus léger atome » fût connu de « l'intelligence » qui aurait à la fois le modèle du monde et les données pour le mettre en œuvre (2). Le « principe d'incertitude » formulé par Heisenberg oblige les physiciens à s'accommoder de l'idée qu'il existe une incertitude irréductible, invisible à l'échelle macroscopique des corps, mais perceptible quand on regarde, précisément, ces plus légers atomes. Si la physique n'est plus le lieu d'un déterminisme « mécaniste », si elle tient les probabilités non plus pour la marque de notre ignorance, mais pour une propriété de la nature même, alors les disciplines qui avaient déjà dû s'en accommoder ne sont pas moins scientifiques. C'était le propos des deux

volumes édités par Lorenz Krüger [1987] et qui montraient notamment comment la statistique sociale, la physiologie expérimentale et la génétique avaient dès le XIX^e siècle conçu la causalité comme probabiliste. Reste que s'il est facile de définir la causalité déterministe (A est la cause de B si A est toujours suivi de B), Pearl [2000] a montré qu'une définition logiquement cohérente et opérationnellement satisfaisante de la causalité probabiliste était difficile à formuler. Étant donné la difficulté de sa définition, on se contentera d'une approximation : on dira ainsi que A cause B (au sens indéterministe ou probabiliste) si A précède toujours B et augmente sa probabilité d'occurrence.

Les médecins ont d'emblée des difficultés avec les modèles probabilistes. Carter [1985] montre que la médecine ayant dû attendre les années 1880 pour construire son modèle causal autour de l'idée que les micro-organismes sont les causes des maladies, certains médecins sont peu enclins à abandonner ce qui leur paraît être le socle de la scientificité de leur discipline. Parascandola [2011] a décrit la transition de cette conception mécaniste vers une conception probabiliste de la causalité chez les anglophones. Je n'ai pas trouvé pareil récit pour les francophones, mais les médecins français, qui revendiquent l'héritage cartésien assimilent parfois la scientificité au déterminisme mécaniste : cela semble être encore le cas, par exemple, de Lefebvre [1998] qui conclut à la convergence de l'*introduction à la médecine expérimentale* avec le *discours de la méthode*, au contraire des spécialistes de Descartes qui cherchent plutôt la contribution de ce dernier à la médecine dans les distances qu'il prend avec une méthode impossible à mettre en œuvre [Romano, 2002]. Et bien sûr, la médecine brille par son absence dans l'ouvrage de Krüger [1987].

Si l'Académie de médecine a pu éprouver quelque difficulté avec l'« indéterminisme » des modèles probabilistes, Parascandola [2011] montre que les médecins qui ont contribué aux premières enquêtes sur les facteurs de risque étaient en accord avec les représentants du nouveau paradigme : physiciens (comme Niels Bohr) ou statisticiens (de l'école de Ronald Fisher). Concrètement, la méthode retenue pour les enquêtes

sur les causes du cancer du poumon comme des maladies cardio-vasculaires [Giroux, 2011] est celle des tests d'hypothèses statistiques. Ironie de l'histoire, Ronald Fisher lui-même a écrit une série d'articles pour dénoncer la confusion entre corrélation et causalité. Stolley [1991] rappelle que les mauvaises langues ont pu attribuer l'opposition de Fisher à ses contrats de consultant auprès des tabagiques, ou à sa passion de grand fumeur, mais il considère aussi le bien-fondé de la critique. En effet, les tests ne manquent pas de poser de nombreux problèmes : de la pertinence de l'hypothèse testée (par exemple, relativement à la dose considérée) à la difficulté d'exclure une cause alternative, en passant par la nature même de la relation entre les variables testées (le test peut seulement montrer que l'indépendance est hautement improbable). On pourrait toutefois, avec Rothstein [2003], montrer l'évolution entre les méthodes de sélection des assureurs décès américains des années 1890 et les tests de l'épidémiologie des facteurs de risque un demi-siècle après. Les premiers veulent exclure les prospectifs à risque et se contentent d'une simple corrélation, les seconds engagent les patients à un traitement et ils doivent donc leur prouver le bien-fondé de leur démarche. Cette rhétorique a définitivement convaincu les médecins dans les années 1960. Les médecins seulement ? C'est l'occasion de nous demander quels sont les prérequis pour comprendre l'épidémiologie et quel est son lectorat potentiel.

Des attendus à la professionnalisation

Qui peut lire Bernoulli en 1760 ? Et qui peut reproduire les tests des enquêtes épidémiologiques des années 1940 ou 1950 ? De manière significative, Bernoulli (qui était aussi médecin) a communiqué son texte à l'Académie des sciences, et non à l'Académie de médecine. En effet, le modèle de Bernoulli repose, comme on l'a vu, sur une équation différentielle du type décrit par Newton qui caractérise la mécanique classique (dans un repère unidimensionnel). A la fin

du XVIII^e siècle, Sigrist [2013] estime à environ un millier le nombre de membres des académies des sciences en Europe pour une population de cent millions d'habitants : la densité de lecteurs serait de l'ordre d'un pour cent mille habitants. C'est le lectorat potentiel de l'article de Bernoulli. A l'époque de Ross [1911], qui est lui-même médecin, tous les étudiants en sciences apprennent les équations différentielles, à l'exception des étudiants en médecine : c'est la raison pour laquelle cet auteur publie principalement dans les *Proceedings of the Royal Society of London – Series A* (sciences mathématiques, physiques et de l'ingénieur). Comme environ 1 % d'une classe d'âge en Europe fait des études supérieures dont 20 % de scientifiques [Schofer et Meyer, 2005], on peut compter un à deux lecteurs par millier d'habitants. La statistique des tests est rapidement intégrée aux études scientifiques qui se banalisent, si bien que dès les années 1950 on peut considérer qu'environ 1 % des classes d'âge émergentes dans les pays développés sont capables de lire les modèles d'épidémiologie mathématique (modèles) ou des facteurs de risque (enquêtes sur les causes).

Et aujourd'hui ? Le programme de mathématiques complémentaires de terminale [Conseil supérieur des programmes, 2019] a été conçu pour permettre à l'élève de terminale de s'initier aux équations différentielles d'une part et à la statistique mathématique d'autre part. Beaucoup de professeurs de mathématiques de terminale ont choisi à la rentrée 2020 d'illustrer leurs cours de mathématiques complémentaires par des modèles épidémiologiques, qui offrent justement une occasion d'étudier une équation différentielle simple en dehors de la mécanique classique. Le fait est plus remarquable qu'il n'y paraît, car c'est la première fois en France que les futurs médecins (qui n'ont plus vocation à étudier les mathématiques de spécialité) vont « tous » recevoir une formation qui leur permettra de lire les recherches en épidémiologie. C'était déjà le cas aux Etats-Unis où les études médicales démarrent après l'obtention d'un diplôme scientifique. Reste que les médecins français vont désormais se trouver à égalité avec les élèves intéressés par les sciences sociales quantitatives en général. Ce devrait donc être

10 à 20 % d'une classe d'âge qui serait désormais capable de comprendre les modèles de l'épidémiologie. A quoi servent alors les épidémiologistes professionnels ? Et pourquoi la France a-t-elle autant souffert de l'épidémie de maladie à coronavirus en 2020 malgré l'excellence de ses bacheliers ?

Tableau - Proportion de la population en capacité de lire les recherches en épidémiologie, ordre de grandeur

Année	1800	1900	1950	2020
% de lecteurs potentiels de Bernoulli/Ferguson	1 pour 100 000 habitants	1 pour 1 000 habitants	1 pour 100 habitants	1 pour 10 habitants ?

Source : auteur.

Pour l'année 1800 il s'agit de stocks, à partir de 1900 il s'agit plutôt de flux.

L'utilité des épidémiologistes ne fait pas de doute quand on consulte les travaux de Ferguson *et al.* [2020] et Hoertel *et al.* [2020] dont l'actualité est encore brûlante. Le premier article met en œuvre un modèle à la Bernoulli cellulé pour prévoir la dynamique de l'infection : malgré l'incertitude sur les paramètres, le scénario le plus vraisemblable est une première vague dévastatrice en l'absence de mesures de confinement (500 000 morts au Royaume-Uni) ; et après confinement, en l'absence de dépistage/isolation, une seconde vague qui atteint son pic en décembre. C'est cet article qui a décidé Boris Johnson à enjoindre aux Britanniques de se confiner, même si les gouvernements européens avaient en général réagi plus tôt à la vue des versions préliminaires. Le second article analyse l'impact probable des stratégies de déconfinement en France. Les auteurs expliquent clairement que trois options sont possibles : test et isolement des présumés infectés, confinement sélectif des personnes vulnérables, et enfin absence de contrainte dans les relations sociales mais accompagnée ou non du port du masque. S'ils considèrent la première option comme irréaliste étant donné la difficulté de contraindre les cas contacts, les auteurs ont montré que le confinement sélectif des personnes vulnérables permettait de gagner du temps dans la recherche d'une solution. Bref, les épidémiologistes, parce qu'ils ont compris la dynamique des épidémies telle qu'elle

est décrite par les modèles et parce qu'ils ont l'expérience de la gestion des épidémies passées, peuvent proposer des stratégies et en quantifier les effets. Cette quantification est évidemment hypothétique, mais dans l'ensemble, les ordres de grandeur se sont cette fois avérés bons, et l'estimation de la temporalité des pics épidémiques a été plutôt remarquable.

La diffusion de ces travaux dans le grand public, c'est-à-dire celui qui n'a pas fait l'investissement de comprendre ce qu'est une équation différentielle, est à peu près nulle. Toutefois, l'épidémiologie n'est pas critiquée par le même grand public, probablement en raison même de son assimilation à la médecine. On pourrait s'étonner de la virulence des critiques contre l'économie quand elle utilise les mêmes méthodes : il suffit d'entendre la polémique sur le « choix entre économie et santé » [Fassin, 2020] pour comprendre l'origine du problème. L'économie désignant à la fois la formation des revenus et leur étude, ceux qui affirment l'importance des questions économiques sont accusés de faire le lit des intérêts économiques : leur langage, quel qu'il soit est qualifié de rhétorique « néolibérale ». Est-ce ainsi qu'il est pertinent de qualifier Acemoglu *et al.* [2020] lorsqu'ils s'intéressent à l'impact d'un confinement limité aux personnes vulnérables dans le cadre d'un modèle compartimental à la Bernoulli ? On pourrait penser que l'épidémie aurait eu le mérite de prouver la convergence des approches quantitatives en sciences sociales : cela n'est vrai que pour ceux qui savent lire.

On a reconnu dans l'épidémiologie deux grandes familles de modèles. L'épidémiologie mathématique vise à prévoir le développement dans le temps des épidémies avec des modèles de diffusion dans une population fondés sur l'étude des équations différentielles : elle hérite des travaux de Daniel Bernoulli, malgré une solution de continuité de presque 150 années. L'épidémiologie des facteurs de risque vise à établir les déterminants de la susceptibilité aux maladies et de leur impact, notamment en termes de mortalité ; elle s'appuie pour cela sur un « modèle » de causalité probabiliste qu'on trouve diffus dans l'arithmétique politique des Lumières mais que Laplace avait enterré. Cette

perspective historique conduit à constater que les médecins ne se sont approprié l'épidémiologie scientifique du XX^e siècle qu'après son développement. Elle permet aussi de rendre compte de la proximité entre les méthodes contemporaines des sciences sociales quantitatives et les projets qui les ont esquissées au siècle des Lumières. En la matière, il faut se garder d'assimilations hâtives car seule une lecture attentive, et informée de l'état des disciplines contemporaines permet de prendre la nature des progrès. De manière inattendue, l'incompréhension de l'épidémiologie par le public permet aussi d'interpréter la « crise » toujours remise en scène de la science économique : non seulement la science en question est manifestement plutôt un art du choix des modèles pertinents et des stratégies à évaluer, mais encore il n'y a pas de raison que ceux qui ne veulent pas comprendre les dynamiques épidémiques veuillent comprendre les questions économiques. Condorcet, qui pensait que l'éducation suffirait à dissiper les inégalités [Rieucou, 1997, pp. 288 sqq.], serait aujourd'hui déçu de constater le peu d'appétit de ses semblables pour la compréhension du monde qui les entoure...

Notes

1. Bien que les commentateurs modernes écrivent parfois deux équations, Bernoulli n'en écrit qu'une c'est-à-dire $-dS = \frac{Sdx}{n} - \frac{Sd\xi}{\xi} - \frac{SSdx}{mn\xi}$ qu'il intègre par un changement de variable.

2. La phrase complète au troisième paragraphe de l'essai est : « Une intelligence qui, à un instant donné, connaîtrait toutes les forces dont la nature est animée et la situation respective des êtres qui la composent, si d'ailleurs elle était suffisamment vaste pour soumettre ces données à l'analyse, embrasserait dans la même formule les mouvements des plus grands corps de l'univers et ceux du plus léger atome ; rien ne serait incertain pour elle, et l'avenir, comme le passé, serait présent à ses yeux. »

Bibliographie

ACEMOGLU D. ; CHERNOZHUKOV V. ; WERNING I. ; WHINSTON M., "A Multi-Risk SIR Model with Optimally Targeted Lockdown", NBER Working papers, n° 27102, National Bureau of Economic Research, mai 2020.

- BACAËR N., *Histoires de mathématiques et de populations*, Cassini, coll. « Le sel et le fer », 2009.
- BACAËR N., *A Short History of Mathematical Population Dynamics*, Springer, 2011.
- BERNOULLI D., « Essai d'une nouvelle analyse de la mortalité causée par la petite vérole et des avantages de l'inoculation pour la prévenir », *Mémoires de mathématiques et de physique, Histoire de l'académie royale des sciences – année MDCCLX*, 1765, pp. 1-45. Disponible sur gallica.bnf.fr
- BROWNEE J., “Statistical Studies in Immunity: The Theory of an Epidemic”, *Proceedings Royal Society Edinburgh*, vol. 26, 1906, pp. 484-485.
- CARTER K. C., “Koch’s Postulates in Relation to the Work of Jacob Henle and Edwin Klebs”, *Medical history*, vol. 29, 1985, pp. 353-374.
- CHOISY M. ; GUÉGAN J.-F. ; ROHANI P., “Mathematical Modeling of Infectious Diseases Dynamics”, in *Encyclopedia of Infectious Diseases*, M. Tibayrenc (Ed.), 2006. doi:10.1002/9780470114209.ch22
- Conseil supérieur des programmes, « Mathématiques complémentaires – classe terminale, enseignement optionnel, voie générale », Bulletin officiel spécial n° 8 du 25 juillet 2019. Téléchargé de : <https://www.education.gouv.fr/bo/19/Special8/MENE1921265A.htm>
- EVANS G. H., *Transactions Epidemiology Society*, 1874-1875, cité par Brownlee [1906].
- FASSIN E., « Généalogie d'une alternative néolibérale », *Libération*, 20 avril 2020.
- FARR W., “On the Cattle Plague”, *Journal of Social Sciences*, 5, 1866.
- FERGUSON N. *et al.*, “Impact of Non-Pharmaceutical Interventions (NPIs) to Reduce Covid-19 Mortality and Healthcare Demand”, rapport n° 9, 16 mars 2020. Téléchargé de : <https://www.imperial.ac.uk/mrc-global-infectious-disease-analysis/covid-19/covid-19-reports/>
- GABRIEL J.-P. ; LA HARPE P. (DE), « Daniel Bernoulli, pionnier des modèles mathématiques en médecine », 2010. Téléchargé de : <https://images.math.cnrs.fr/Daniel-Bernoulli-pionnier-des-modeles-mathematiques-en-medecine.html>
- GIROUX E., « Contribution à l'histoire de l'épidémiologie des facteurs de risque », *Revue d'histoire des sciences*, tome 64-2, 2011, pp. 219-224. <https://doi.org/10.3917/rhs.642.0219>
- HAMER W. H., “Epidemic Disease in England”, Milroy Lectures, *Lancet*, tome I, 1906, pp 733-739.
- HOERTEL N. *et al.*, “Lockdown Exit Strategies and Risk of a Second Epidemic Peak: a Stochastic Agent-Based Model of SARS-CoV-2 Epidemic in France”, MedRxiv, 5 mai 2020.
- KERMACK W. O. ; MCKENDRICK A., “A Contribution to the Mathematical Theory of Epidemics”, *Proceedings of the Royal Society of London. Series A*, vol. 115, 1927, pp. 700-721.
- KERMACK W. O. ; MCKENDRICK A., “Contributions to the Mathematical Theory of Epidemics. II. The Problem of Endemicity”, *Proceedings of the Royal Society of London. Series A*, vol. 138, 1932, pp. 55-83.
- KERMACK W. O. ; MCKENDRICK A., “Contributions to the Mathematical Theory of Epidemics. III. Further Studies of the Problem of Endemicity”, *Proceedings of the Royal Society of London. Series A*, vol. 141, 1933, pp. 94-122.
- KRÜGER L. ; GIGERENZER G. ; MORGAN M. S., *The Probabilistic Revolution*, 2 volumes, MIT Press, 1987.
- LEFEBVRE P., « Descartes et la médecine », *Chirurgie*, vol. 123, 1998, pp. 507-514.
- LOTKA A. J., “Contribution to the Analysis of Malaria Epidemiology”, *The American Journal of Hygiene*, vol. 3, 1923, pp. 1-121.
- MANN H. B ; WHITNEY D. R., “On a Test of whether one of two Random Variables is Stochastically Larger than the Other”, *Annals of Mathematical Statistics*, vol. 18, n° 1, 1947, pp. 50-60.
- MARTIN TH. (dir.), *Arithmétique politique dans la France du XVIII^e siècle*, Institut national d'études démographiques, PUF, 2003.
- PARASCANDOLA M., “The Epidemiologic Transition and Changing Concepts of Causation and Causal Inference”, *Revue d'histoire des sciences*, tome 64, n° 2, 2011, pp. 243-262. <https://doi.org/10.3917/rhs.642.0243>

PEARL J., *Causality: Models, Reasoning, and Inference*, Cambridge University Press, 2020.

RIEUCAU N., « Nature et diffusion du savoir dans la pensée économique de Condorcet », thèse Paris 8, 1997. Téléchargée de HAL : <https://hal.archives-ouvertes.fr/tel-02351132/>

RIEUCAU N., « Un éclairage inédit sur la contestation qui s'est élevée entre d'Alembert et D. Bernoulli au sujet de l'inoculation de la petite vérole », 2008, *Bolletino di storia delle scienze matematiche*, Anno XXVIII/2, 2008.

ROMANO C., « Les trois médecines de Descartes », *Dix-septième siècle*, vol. 4, n° 217, 2002, pp. 675-696. <https://doi.org/10.3917/dss.024.0675>

ROSS R., "A Special Addition on the Theory of Happenings", in *The Prevention of Malaria*, Londres, John Murray, deuxième édition, 1911.

ROSS R., "An Application of the Theory of Probabilities to

the Study of *a priori* Pathometry". Part I. *Proceedings of the Royal Society of London. Series A*, vol. 92, 1916, pp. 204-230.

ROTHSTEIN W., *Public Health and the Risk Factor: A History of an Uneven Medical Revolution*, Rochester, University of Rochester Press, 2003.

SCHOFER E. ; MEYER J. M., "The Worldwide Expansion of Higher Education in the Twentieth Century", *American Sociological Review*, vol. 70, 2005, pp. 898-920.

SIGRIST R., « Les communautés savantes européennes à la fin du siècle des Lumières », *Mappemonde*, n° 110, 2013, Téléchargé de : <http://mappemonde-archive.mgm.fr/num38/articles/art13204.html>

STOLLEY P. D., "When Genius Errs: RA Fisher and the Lung Cancer Controversy", *American Journal of Epidemiology*, vol. 133, n° 5, 1991, pp. 416-425. [doi:10.1093/oxfordjournals.aje.a115904](https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.aje.a115904). PMID 2000852

ASSURANCE ET CRISES PANDÉMIQUES

Pierre Martin

Agrégé d'histoire, docteur en histoire

■ Le secteur de l'assurance française a fait face à diverses crises économiques depuis la naissance des sociétés à la Restauration. L'article s'intéresse particulièrement à trois sociétés d'assurance dommages (IARD ⁽¹⁾) : l'Assurance mutuelle de la Seine et de la Seine-et-Oise (1819), Cérès (1822), et Les Travailleurs français (1883). En longue durée, la branche atteint un record de solvabilité financière en 1914 avant d'entamer une longue érosion de ses fonds propres : l'inflation nous est ainsi apparue comme le symptôme d'un long déclin financier des firmes, jusqu'à ce que les primes soient indexées sur la hausse des prix.

« **I**l n'y a point d'accidents si malheureux dont les habiles gens ne tirent quelque avantage, ni de si heureux que les imprudents ne puissent tourner à leur préjudice ⁽²⁾. » La Rochefoucauld n'envi-sage pas l'infortune comme son contemporain Pascal, l'inventeur des probabilités, à la base du calcul assu-rantiel. Les meilleurs actuaires n'ont cependant pas empêché l'assurance de connaître des crises éco-nomiques depuis la naissance des sociétés d'assurance modernes au début du XIX^e siècle en France. La question à laquelle ce papier va modestement tenter de répondre est la suivante : l'assurance subit-elle les crises économiques, les contrecoups de la conjoncture, ou connaît-elle (aussi ?) des crises propres, ou du

■ INSURANCE AND PANDEMIC CRISES

French insurance companies have faced various economic crisis ever since their birth at the beginning of the 19th century. The study especially focuses on three property and casualty insurance companies: the Assurance mutuelle de la Seine et de la Seine-et-Oise (1819), Cérès (1822), and Les Travailleurs français (1883). In the long run, insurance companies came to a financial stability record in 1914 before experiencing a long decrease in its premium: inflation thus appears to be a symptom of a lasting decline in the firms' equity until the premium are indexed to the price level.

moins des symptômes qui l'affectent particulièrement ? En d'autres termes, la pathologie des crises assu-rantielles est-elle banale ou originale ?

Déphasage

Partons de l'évidence. Une crise désigne une inadéquation entre une offre et une demande, l'excès d'offre ne pouvant être absorbé par le marché. Une offre pléthorique : la dépression des années 1930 restreignait le champ d'activité des assureurs dommages, ce qui a fragilisé nombre de sociétés. Le jeune et brillant commissaire contrôleur

Jean Fourastié se penche sur les bilans des assureurs français, et préconise un durcissement de la législation. Son travail n'est publié qu'en 1944 : *Le contrôle de l'Etat sur les sociétés d'assurance* (3). Il est à la base du décret-loi du 14 juin 1938 qui permet à l'Etat régulateur d'éliminer des sociétés fragiles. Parallèlement, à compter de l'exercice 1940, l'assurance française est tenue de présenter des bilans harmonisés selon un tout premier plan comptable. Il est désormais possible de suivre, et donc de surveiller, l'activité de la branche dans la durée. C'en est fini des bilans définis par les « directeurs » des compagnies qui présentaient les comptes... à leur avantage. On peut rappeler le mot attribué à André Citroën : « J'ai trois bilans. Un pour moi, un pour la banque, un pour les impôts. » Dans les années 1930, au cours de ce l'on appelle la crise de 1929 (4), l'assurance connaît les mêmes symptômes récessifs que les autres branches : contraction des marchés, alourdissement des frais fixes du fait de la baisse d'activité. Nous avons étudié en longue durée les bilans de trois sociétés, dans trois marchés d'activité dommages : incendie, grêle et accidents (5). Pour ces trois métiers non-vie, la chute d'activité intervient en même temps, en 1936-1938, quand la reprise économique mondiale peut être datée de 1933 pour la production (6) et de 1936 pour la remontée des prix (7). Les sociétés grêle atteignent leur étiage en termes de flux réels de primes en 1935 pour la Cérés et en 1936 pour la Garantie agricole. En IARD, dans les sociétés Travailleurs français (TF)-Beauce en province et AMSSO (8), société parisienne, la récession est sévère. La baisse du chiffre d'affaires est de 25 % aux TF, de 60 % à l'AMSSO IARD. Or ces deux dernières sont des sociétés solides qui se placent en 1937 quatrièmes ex-aequo en France, loin derrière la MGF du Mans il est vrai (9). On peut supposer, bien plus qu'on ne peut scientifiquement le démontrer, à l'aide d'indicateurs recensés dans des bilans accessibles des sociétés, des dégâts collatéraux spécifiques à la branche assurances : sous-assurance manifeste d'entreprises pour le capital couvert, sous-investissement et moindre entretien des machines qui affectent la sinistralité du risque industriel – on ne disait pas encore « grands comptes ». La crise peut relever de l'inadéquation pure et simple de l'offre d'assurance. Lors de la grande dépression de fin

du XIX^e siècle (1874-1894), les sociétés françaises peinent à convaincre les particuliers de s'assurer car, en l'absence de législation spécifique avant la loi de 1930 sur le contrat d'assurance (10), l'assuré restait captif toute la durée du contrat : la vente d'un bien immobilier assuré ne mettait ainsi pas fin au contrat avant son échéance, tous les cinq ans en assurance incendie. Autre frein spécifique à la branche : le principe un risque/un contrat prévaut jusqu'aux années 1950-1960. La création des contrats « multirisque habitation » constitue une réponse à la demande sociale des clients, à la recherche d'économies pour les assureurs, et enfin une sortie par le haut de la crise. De tels contrats sont l'initiative d'une vieille mutuelle parisienne, l'AMSSO, qui lance en 1949 une « police combinée incendie-vol-dégât des eaux (11) ». La mutuelle sans intermédiaires Maaif l'imite bien plus tard en 1962 (12). La crise actuelle consécutive à la Covid-19 repose un peu la même question. De nouveaux assurés, plus jeunes, plus urbains, veulent utiliser une automobile dont ils ne sont pas propriétaires via l'autopartage auprès de loueurs de flottes de véhicules, veulent transporter régulièrement des passagers tiers qui ne font pas partie de leur famille via le covoiturage marchand. Ces nouveaux usages souvent dissociés de la propriété du bien utilisé démultiplient les mobilités qui sont en avance sur le droit... et la couverture par l'assurance. Comment établir un tarif en cas de covoiturage marchand régulier ? Les trottinettes et vélos électriques sont-ils des véhicules à moteur ? Où ces nouveaux véhicules urbains doivent-ils rouler ? Que (ne) prévoit (pas) le Code de la route ? Un coup d'œil dans le rétroviseur nous rappelle que ces questions ne sont pas (totalement) nouvelles, tant il est vrai que « l'historien pose au passé les questions du présent. » (Marc Bloch). Le marché automobile français était en berne dans les années 1930. Le parc automobile français comptait alors 1 million d'unités pour environ 40 millions d'habitants. La demande d'accès à l'automobile était freinée par le prix de ce qui constituait un bien de luxe. Or l'assurance, facultative sauf pour les professionnels du transport à partir des années 1930, était perçue comme un poste d'aggravation du prix. En pleine crise économique, André Citroën lance en 1934 un véhicule d'avant-garde : la traction avant.

Il avait également inventé la vente d'un bouquet de services associés au véhicule associant le crédit et... l'assurance, pour garantir le bien vendu. Il faut attendre 1951 pour couvrir les conducteurs sans assurance par le Fonds de garantie automobile (13), quand l'assurance automobile ne devient obligatoire qu'en 1958. Bref, la crise révèle inadaptation mais aussi adaptation de l'offre à une demande qui a changé. En 2020, un assureur, la Maif, a osé rétrocéder à ses sociétaires un excédent imprévu lié à la moindre circulation automobile consécutive aux restrictions de circulation du fait du confinement. De même, l'épidémie actuelle a fait s'envoler en France les taux d'épargne des ménages à des niveaux inédits, pour un surplus conjoncturel d'épargne de 80 à 100 milliards d'euros, quand on n'a pas assisté à des ventes massives de détresse sur les marchés actions. S'il est trop tôt pour savoir s'il s'agit d'inflexions durables, la pandémie va certainement réhabiliter l'épargne, et les assureurs vie devraient à terme en collecter. A terme, car le temps de la crise est classiquement marqué par une préférence pour la liquidité, ce qui se traduit actuellement, à court terme donc, par une décollecte en assurance vie.

Les crises économiques majeures que Pierre Dockès et Jean-Hervé Lorenzi qualifient de crises « fin du monde » (14) accélèrent les mutations de l'offre, en assurance comme ailleurs, quand bien même le temps de la transformation, douloureux sur le plan économique et social, est celui de ces crises structurelles. L'ampleur de la récession envisagée en France pour 2020 nous permet déjà de dire qu'il s'agit d'un choc économique considérable : -15 % du PIB peut-être. C'est bien plus que les récessions d'après 1945 : environ -1 % en 1974, -2 % en 1993, -4 % en 2009 (15).

La crise illustre toujours et partout un déphasage entre l'offre et la demande, et l'assurance ne fait pas exception. La qualité du portefeuille et la nature des risques couverts affectent apparemment davantage les bilans des sociétés d'assurance que les grandes inflexions de la conjoncture. L'assurance est néanmoins singulièrement affectée par les dimensions monétaires des crises, car elle est soumise à un cycle inverse de production.

Décrochage

Les entreprises, dans les conditions réunies d'une économie de marché, ont la liberté de fixer leurs prix. Elles peuvent alors opter pour deux types simplifiés de spécialisation. Si elles se placent dans le cadre d'une compétitivité prix, elles vont comprimer leurs coûts pour être concurrentielles, à l'échelle nationale ou internationale. Si elles optent pour une compétitivité hors prix, elles vont vendre des produits, biens ou services, à forte valeur ajoutée, qui apportent un supplément de qualité et/ou de bien-être. Or en France, et l'assurance ne déroge pas à cette « règle », une concurrence « pure et parfaite » n'a sans doute jamais existé (16). Laissons de côté les embryons malformés des premières sociétés d'assurance de la fin de l'Ancien Régime. Pour remplir les caisses de l'Etat structurellement déficitaire, la monarchie absolue vendait des monopoles, comme la Royale-Incendie lancée en 1785. Interdites par un décret du 24 août 1793, les sociétés d'assurance « modernes » ne se développent qu'à partir de la Restauration. L'histoire de la concurrence gagnerait à s'intéresser à l'histoire de l'assurance française, sur laquelle nous ne savons pas grand-chose. A défaut d'étude scientifique solide, il est pourtant notoire que les sociétés pratiquaient une entente sur les prix en assurance dommages – incendie au XIX^e siècle – connue sous le nom de « Tarif rouge ». C'est le très libéral Denis Kessler qui l'a discrètement fait abroger quand il était à la tête de la FFSA (17) dans les années 1990. On trouve de très rares traces de ces pratiques dans des archives de sociétés d'assurance, quand on y a accès (18). Ainsi, dans un courrier confidentiel de 1959 à l'inspecteur général de Toulouse, le président-directeur général de l'AMSSO souligne l'« irrespect du tarif entente automobile » par le groupe Drouot (19). La concurrence, à défaut d'être pure, existe pourtant. Elle repose peut-être avant tout sur des modèles économiques qui opposent pendant longtemps les sociétés par actions aux mutuelles. Les secondes, sans actionnaires à rémunérer, illustrent un modèle économique d'assurance bon marché. Les Mutuelles du Mans dans le grand ouest, l'AMSSO dans le grand

bassin parisien développent la même stratégie de prix prédateurs. La chose a été démontrée par Marc Auffret pour les Mutuelles du Mans ⁽²⁰⁾, par l'auteur de ces lignes pour la prestigieuse société parisienne AMSSO (1819...). Moins chères, ces mutuelles de notables, de droite, pratiquaient la sélection et la cooptation à l'entrée : on s'assurait entre soi... et sans doute contre les autres. Statutairement parlant, ces sociétés illustrent un système censitaire où les plus gros assurés sont décideurs au sein d'assemblées comprenant au maximum 150 sociétaires ⁽²¹⁾. Ce sont sans doute ces clientèles et ces marchés sanctuarisés en assurance incendie qui ont aidé les mutuelles à endosser les crises, d'autant que les clients étaient longtemps captifs pendant la durée du contrat, en général cinq ans, comme nous l'avons vu. Le deuxième âge des mutuelles commence paradoxalement au plus noir de la crise de 1929 : c'est en effet en 1934 qu'apparaissent la Maaif et la GMF, deux mutuelles professionnelles qui proposent une assurance automobile. Sociologiquement, il s'agit de mutuelles de gauche, assises là-aussi sur une clientèle solvable, bien moins aisée mais plus nombreuse – instituteurs au départ pour la première, fonctionnaires pour la seconde ⁽²²⁾. La Maaif devenue Maif est moins chère car elle emploie des enseignants prestataires occasionnels qu'elle rémunère, quand les coûts non salariaux sont déjà endossés par l'Etat... Dernière entorse à la concurrence et non des moindres : la nationalisation des compagnies d'assurances qui dépassaient 1 milliard de francs de chiffres d'affaires au 1^{er} janvier 1946 ⁽²³⁾. S'agissait-il pour l'Etat de sauver des firmes de la crise ou (et ?) d'envisager déjà des « champions nationaux » ? Les choses se clarifient en 1968 quand l'Etat rassemble cette myriade de sociétés vieillottes dans trois grands groupes publics : UAP, GAN, AGF. De 1945 aux années 1980, les assureurs français ne sont pas libres, comme les autres offreurs, de fixer leurs prix ⁽²⁴⁾, dans le cadre d'une « économie administrée ⁽²⁵⁾ ». Or l'assurance obéit à un cycle inverse de production : il faut au 1^{er} janvier, date de l'appel de primes, élaborer un prix qui estime le coût du risque pour l'année future, avec les chargements commerciaux, plus les taxes. L'assurance subit donc plus qu'aucune autre activité l'inflation qui renchérit les coûts techniques

du risque : l'assurance est en effet la seule activité qui ne peut répercuter la hausse de prix des « intrants » sur le prix final, à l'inverse des autres branches. Or l'inflation s'installe en 1914, quand le financement de la guerre se fait pour bonne partie par émission monétaire. L'économiste Bertrand Blancheton ⁽²⁶⁾ évalue ainsi la masse monétaire M1 (billets et pièces) de 1919 à sept fois environ son volume de 1914, quand dans le même temps les prix sont multipliés par 3,69 en France. Une érosion monétaire durable, si on excepte la baisse des prix consécutive à la déflation des années 1930. Pratiquement, le règlement définitif du sinistre intervient parfois bien après l'événement, sans même évoquer les expertises, procédures, transactions, litiges... Litiges d'autant plus plausibles que les assureurs ne mettent pas en place de parade comme l'indexation automatique des primes avant les années 1950. L'assuré ne peut souvent plus réhabiliter ou reconstruire le bien immobilier endommagé puisque l'assureur atteint le plafond des garanties si l'assuré n'a pas réévalué son bien de lui-même. Rappelons qu'au moment de la « grande inflation » dans la France de 1944-1949 la hausse annuelle des prix oscille entre 20 % et 60 % par an ⁽²⁷⁾. L'inflation ronge parallèlement les réserves financières des assureurs. Nous avons mesuré les fonds propres de trois sociétés d'assurance en longue durée, pour reconstruire un indicateur bilantiel. Cela constitue un critère de la solidité financière des sociétés et de profitabilité, puisque les sociétés étudiées opéraient sur trois marchés distincts : l'incendie et l'assurance dommages pour l'AMSSO (depuis 1819), la grêle pour la Cérés (depuis 1822), l'accident du travail pour les Travailleurs français (depuis 1883) ⁽²⁸⁾.

Nous sommes arrivés à des conclusions convergentes. Les sociétés d'assurance endossent plus facilement les crises en période de stabilité monétaire : toutes trois atteignent des records de solvabilité en 1913. Ces niveaux de fonds propres ne seront pas retrouvés avant les années 1960, quand précisément les marchés reprennent en termes réels, une fois l'effet de loupe de l'inflation déflaté, et que les clauses d'indexation automatiques garantissent à l'assureur comme à l'assuré d'endosser le coût du risque en

période de monnaie fondante. Prenons l'exemple de l'AMSSO qui passe pour être la plus riche des sociétés mutuelles d'assurance parisiennes : le ratio réserves sur primes atteint 250 % à la Belle Epoque, encore 200 % en 1918 mais seulement 100 % en 1921. Nous n'avons pas étudié de sociétés d'assurance vie, mais nous disposons de la mesure macroéconomique de la branche établie par Jean Fourastié qui se désolait de voir fondre la contribution de l'assurance française à 1,6 % du PIB en 1945. Un apport dérisoire qui coïncide précisément avec la flambée inflationniste d'après-guerre, qui succède aux années terribles de la décennie 1930, de guerre et d'Occupation. Ces crises cumulatives le poussaient à un constat sans appel : « L'assurance française ne pourra retrouver son équilibre économique qu'après trois ou quatre ans de stabilité des prix et sa puissance financière qu'après quinze ou vingt ans de cette même stabilité. Tant que la monnaie française vagabondera, on ne peut espérer pour l'assurance française qu'une vie végétative ⁽²⁹⁾. » Dans les années 1970, le virus inflationniste mute en « stagflation », pour déboucher sur une pathologie inédite cumulant hausse des prix et récession. L'historien Jean Bouvier parle d'« extraordinaire nouveauté » et de « symptôme apparemment grave : auparavant, avant la Seconde Guerre mondiale, comme avant la Première, les prix baissaient pendant les crises ; et cette baisse était un élément de rééquilibrage, de régulation, puis de reprise ultérieure. Désormais, depuis les années 1960, et depuis les années 1974-1975, même les difficultés économiques lourdes ne mettent pas un frein à l'inflation. Nous sommes entrés dans l'ère de l'inflation sans fin ⁽³⁰⁾. »

L'économiste américain Milton Friedman décoratif dans le détail les mécanismes perniciose de la stagflation : il est récompensé du prix Nobel en 1976. Deux de ses conclusions au moins intéressent l'assurance. Côté offre, l'indexation des salaires sur les prix n'est plus compensée par les gains de productivité des salariés. On assiste donc à une déformation de la répartition de la valeur ajoutée au profit du travail et au détriment du capital, singulièrement dans les firmes dont les marges s'érodent. Le contrôle des sociétés d'assurance qui dépend du ministère des Finances

s'inquiète ainsi de la dégradation du bilan des Travaillleurs français pour l'exercice 1967 : « L'estimation de la fortune propre totale peut ainsi être ramenée à 6,5 % [des engagements réglementés]. La situation des TF s'est détériorée depuis quelques années et l'exercice 1967 accuse encore une perte technique apparente importante due essentiellement, comme les années passées, aux opérations d'assurance automobile. [...] Aussi, compte tenu de la dégradation de ses résultats et d'une tendance à l'effritement de sa propre fortune comptable [...] inférieure au minimum réglementaire [de 10 % de ses engagements], les dirigeants de la société, convoqués à la Direction des assurances le 29 octobre 1968, ont-ils reçu une sérieuse mise en garde. La situation de la société justifie en effet une surveillance particulièrement attentive ⁽³¹⁾. » Dans l'assurance comme ailleurs, le fordisme atteint bien des limites que Daniel Cohen qualifie de « contradictions internes » : le salaire d'efficiencia devient inefficace car si tout le monde est bien payé, personne ne l'est plus que son voisin. Certains assureurs comprennent pourtant que cette « crise » des années 1970 impose un changement complet de paradigme. Claude Bébéar ou Christian Sastre ont ainsi conçu de moderniser des sociétés vieillissantes, Ancienne mutuelle de Rouen et Gamf ⁽³²⁾, en redressant les comptes et en mettant l'accent sur la solidité financière. Inversement, de grands groupes nationalisés comme l'UAP avaient pour objectif final la taille : « Nous ne sommes pas numéro 1 sans raisons », comme l'énonçait fièrement sa publicité au début des années 1990. La taille n'est pourtant rien si elle n'est pas associée à des économies d'échelle source de compétitivité prix et de gains de profitabilité. En 1996, UAP fusionne avec AXA qui réalise dans la douleur les économies trop longtemps différées. Inversement, la désinflation ⁽³³⁾ initiée par Margaret Thatcher au Royaume-Uni en 1979, suivie par Ronald Reagan en 1981 et l'ensemble du monde, dont la France à partir de 1983-1984, stimule la branche vie de l'assurance. Sans grands efforts, en période d'inflation devenue dérisoire à 2 % par an, les assureurs font souscrire de la dette publique dans des contrats en « francs » puis en « euros » dont les rendements nets, inflation déduite, redeviennent positifs pour la première fois sans doute depuis 1914.

L'inflation constitue le symptôme d'une crise singulièrement pénalisante pour l'assurance soumise, et c'est son originalité, à un cycle inverse de la production où le prix facturé au client ne peut constituer qu'une estimation du prix du dédommagement futur. Pour autant, comme le disait l'économiste libéral Jacques Rueff, « rien n'est pire que l'inflation, à l'exception toutefois de la déflation ».

Décalage

Au regard de la croissance économique française reconstituée dans la longue durée (34), les périodes de déflation ou de dépression sont une exception : 1874-1894, 1929-1936. Les politiques réunis dans le G20, et les directeurs des banques centrales, ont en 2008 évité l'erreur de 1929. Au prix d'une dilatation des bilans des banques centrales et d'une création monétaire expansionniste, le spectre de la déflation a été éloigné. De quoi s'agit-il ? Dès 1895, l'économiste belge Hector Denis en a compris les mécanismes : « Le mot dépression exprime une décroissance de vitesse et d'intensité dans le mouvement social de la richesse, c'est comme un retrait lent, graduel de la vie, dont les effets s'aggravent par sa prolongation même, et dont on n'entrevoit pas l'issue. [...] La dépression est rigoureusement une crise prolongée, une rupture de l'équilibre économique dont les causes persistent (35). » Le dépouillement systématique des archives privées de La Beauce reflète les inquiétudes de la conjoncture dépressive de l'agriculture en cette fin du XIX^e siècle. Albert Lelong, président du comice de Chartres en 1879, est un membre influent du conseil de cette compagnie : il milite pour un protectionnisme vigoureux. On sait que l'économiste Paul Bairoch considère que le déclenchement de la Grande Dépression (1873-1894) est lié à l'importation des blés des Etats-Unis après la guerre de Sécession. Moins chers que les blés français où ils entrent grâce au traité de libre-échange de 1860, ils contribuent à déprimer les prix nationaux : la France importe donc de la déflation. Or la France demeure encore très rurale au XIX^e siècle. Jean-Charles Asselain parle de la France de 1914 comme

d'un « pays semi-industriel » quand Fernand Braudel souligne qu'en France la population urbaine ne dépasse pas la population rurale avant 1931. La contribution négative des prix agricoles aux prix français joue donc un rôle, tout comme la contribution négative de l'agriculture au PIB. La baisse des prix est considérable, de -35 % de 1870 à 1895 selon les calculs de Maurice Lévy-Leboyer (36). La crise langoureuse de la fin de siècle ressemble un peu à la crise des années 2008, que Joseph Stiglitz (37) qualifie de « récession complexe ». Joseph Aloïs Schumpeter en a livré une explication convaincante dans *Business Cycles* (1939). Cette crise « fin du monde (38) » coïncide effectivement avec une mutation profonde du capitalisme. Les anciens secteurs moteurs qui avaient porté la croissance des années 1840 aux années 1870 s'épuisent : machine à vapeur, sidérurgie, chemin de fer. Parallèlement, les nouvelles branches tardent à les remplacer : électricité, chimie, automobile. La crise dure précisément le temps de cette transformation douloureuse, le temps que les anciens secteurs moteurs meurent et que de nouveaux les remplacent. L'historien Nicolas Baverez relève plusieurs points de convergence entre la crise de la fin du XIX^e siècle et celle de 2008 : « La dynamique des conflits, qui mêle la logique de la guerre entre les nations en Europe [...] avec celle de la guerre civile aux Etats-Unis [...] L'accélération des migrations [...] Le développement accéléré des pays neufs [...] L'abandon progressif du libre-échange (39). » En cette douloureuse fin du XIX^e siècle, l'assurance française est inégalement touchée. Les affaires progressent moins en volume, la mortalité des firmes semble supérieure, la sinistralité apparaît plus élevée : tels sont du moins les symptômes tenus que nous avons recensés (40), qu'il faudrait confirmer par une étude approfondie de la branche, synthèse qui reste à faire. Sur le plan macroéconomique, après les « Trente Glorieuses » (1840-1873) (41), les « Vingt Piteuses » du XIX^e siècle : le PIB de la France de 1874 n'est durablement dépassé qu'à partir de 1897. Il s'agit donc bien d'une déflation réelle. La reconstitution macroéconomique de Maurice Lévy-Leboyer et François Bourguignon confirme une stagnation de la croissance française autour de 1 % par an de 1873-1874 à 1883-1884, puis une plongée

jusqu'en 1894. En 1894, le PIB de la France est ainsi revenu à son niveau de 1874, soit 21,6 milliards de francs or (42). Les compagnies d'assurance dommages, « incendie », que nous avons étudiées ne semblent pas fragilisées par la conjoncture dépressive, ce qui érode les profits des autres branches. En revanche, la qualité du portefeuille et de la couverture en réassurance peut affecter les assureurs. L'AMSSO assure de très belles propriétés, maisons bourgeoises, immeubles haussmanniens : en 1877 par exemple, en pleine stagnation, elle peut s'offrir le luxe d'offrir un an de cotisation à 20 % de ses clients, qui ont de beaux patrimoines immobiliers mais pas nécessairement les liquidités pour en assumer la protection, notamment des veuves (43). Quant à la modeste Beauce incendie, fondée à contre-courant du mouvement de la croissance économique, en 1874 à Chartres, elle choisit de se diversifier et de lancer une branche accidents, Les Travailleurs français, en saisissant l'opportunité de la loi du 4 avril 1898 sur les accidents du travail qui concède le marché de « l'assurance loi » aux assureurs privés (44). Un choix opportun : « l'assurance loi » est assise sur des déclarations de salaires qui minimisent la sous-assurance et garantit des cotisations dynamiques en période d'expansion, et singulièrement d'inflation après 1914.

La déflation, particulièrement malsaine en général sur le plan macroéconomique, n'affecte guère au XIX^e siècle les assureurs dommages français que nous avons étudiés. En revanche, la dépression des années 1930 affaiblit ces mêmes assureurs qui voient leur chiffre d'affaires nettement baisser en IARD. Il y a en réalité cumul de deux déséquilibres dans un temps assez court : l'inflation a rongé les fonds propres dans les années 1914-1930, et la baisse de la matière assurable a fragilisé la reconstitution des réserves la décennie suivante.

En longue durée, l'assurance française paraît aussi résistante aux crises économiques et financières qu'elle est sensible à l'inflation, qui érode la valeur réelle des primes encaissées – en assurance non-vie du moins, celle que nous avons étudiée à travers trois sociétés en incendie, grêle et accidents du travail. Si la déflation

semble paradoxalement affecter assez peu les assureurs à la fin du XIX^e siècle, la crise de 1929 les touche durement. A vrai dire, elle les frappe d'autant plus que la déflation des années 1930 succède à une flambée inflationniste qui avait durablement amoindri leurs fonds propres, sans que les assureurs n'en soient totalement conscients, comme ils n'avaient sans doute pas perçu l'opportunité de s'endetter en période d'inflation. Le problème spécifique de l'assurance, notamment non-vie contrainte par le cycle inverse de production, c'est bien l'inflation qui complique singulièrement la tâche du secteur dévolu à la préservation des valeurs. Rares sont dans les années d'entre-deux-guerres les assureurs qui ne confondent pas flux de primes nominaux et réalité de l'encaisse. Georges Hornung est aussi un brasseur : est-ce à dire que son expérience d'industriel a joué ? En 1932, il s'inquiète en tous cas avec lucidité de la solvabilité d'une compagnie d'assurance qu'il définit comme le rapport entre ses cotisations et les réserves : « Si nous avons cru devoir mettre en évidence les trois facteurs qui conditionnent notre condition financière, c'est parce que l'on ne se rend pas assez compte à la lecture des bilans des sociétés d'assurance des éléments qui assurent leur véritable prospérité et que l'on se borne trop souvent à mesurer la sécurité qu'elles offrent au montant des primes ou des cotisations qu'elles réalisent (45) ».

Notes

1. *IARD pour incendie, accidents et risques divers.*
2. *François de La Rochefoucauld, Maximes, édition 1678, maxime 52.*
3. *Jean Fourastié, Le contrôle de l'Etat sur les sociétés d'assurance, Paris, Dalloz, 1944.*
4. *Pierre-Cyrille Hautcœur, La crise de 1929, La Découverte, 2009.*
5. *Pierre Martin, Deux siècles d'assurance mutuelle. Le groupe Azur, CTHS, Histoire, 2009.*

6. Jacques Marseille, « 1873-1929-1993 : la crise économique est-elle cyclique ? », *L'Histoire*, n° 172, décembre 1993. On peut y lire : « Si l'on prend comme référence une base 100 en 1929, l'indice de la production industrielle est, en 1932, tombé à 54 aux Etats-Unis, à 53 en Allemagne, à 77 en France [...] La reprise qui s'amorce en 1933 est inégale. Forte pour l'Allemagne et le Japon, elle reste modérée pour les Etats-Unis et surtout la France. » Paul Bairoch confirme : « La production industrielle atteint un creux [aux Etats-Unis] avec un niveau qui n'était que de 55 % à 60 % de celui de 1929 », *Victoires et déboires*, Gallimard, 1997, tome III, p. 54.
7. Paul Bairoch situe la reprise en 1933 mais la remontée des prix mondiaux est plus tardive : « Même s'il y a une reprise à partir de 1933, en 1938 – dernière année que n'affecte pas encore la guerre – le volume du commerce mondial est encore inférieur de plus de 10 % au niveau de 1929 ; les prix s'étant beaucoup moins redressés que le volume, la valeur des exportations mondiales en 1938 était inférieure d'un tiers à celle de 1929 », *Victoires et déboires*, Gallimard, 1997, tome III, p. 61.
8. La Beauce est la plus vieille société incendie née en 1874 à Chartres, qui a créé une branche accidents, les Travailleurs français (TF). L'AMSSO d'origine parisienne désigne l'Assurance mutuelle de la Seine et de la Seine-et-Oise. Née en 1819, c'est une des plus vieilles mutuelles de France avec l'Ancienne mutuelle ancêtre d'AXA.
9. La Semaine Assurances, « Le marché de l'assurance française en 1937 », 1938, p. 44, archives de la Banque de France, carton n° 1069 199542/9.
10. César Ancey et Lucien Sicot, La loi sur le contrat d'assurance. Loi du 13 juillet 1930, Paris, LGDJ, 3^e édition, 1955.
11. Conseil d'administration de l'AMSSO du 11 mai 1949.
12. « Cette nouvelle garantie [...] "contrat d'assurance multi-garantie des biens et des responsabilités" est mise en orbite en novembre 1962 », Michel Chaumet, Maïf, l'histoire d'un défi, *Le Cherche Midi*, 1998, pp. 170-171. La société s'appelait initialement la Maaïf pour Mutuelle d'assurance automobile des instituteurs de France.
13. Devenu le Fonds de garantie des assurances obligatoires de dommages.
14. Pierre Dockès et Jean-Hervé Lorenzi (dir), Fin de monde ou sortie de crise ?, Perrin, 2009.
15. « Les comptes trimestriels ont été utilisés pour déterminer, pour chacune des trois récessions observées sur la période (celles de 1975, 1993 et 2009), l'entrée en récession, entendue comme le trimestre où le PIB en volume a atteint son niveau maximal antérieur à la récession [...] Les trois récessions apparaissent d'emblée très différentes [...] : si la récession de 1975 coïncide avec une inflexion durable de la croissance du PIB, celle-ci reprend tout de même assez rapidement. Le PIB retrouve son niveau maximal antérieur six trimestres après l'entrée en récession. La récession de 1993 ne marque pas de rupture franche dans le rythme de croissance du PIB, et le niveau maximal d'activité atteint avant la crise est là aussi dépassé assez rapidement (neuf trimestres après l'entrée en récession). La situation est tout autre concernant la récession de 2009 : la croissance redémarre lentement en sortie de récession [...] », Roman Mahieu, « Avant et après les chocs pétroliers : l'économie française de 1949 à 2012 », Insee Références.
16. « Au niveau des grandes firmes des branches lourdes de l'industrie française, et très tôt au XIX^e siècle, la concurrence sauvage a été disciplinée et contrôlée. Du plan national, les ententes passent, avec l'extension des marchés, au plan européen puis international : un capitalisme magnifiquement organisé en grandes alliances [...] [Cela] contribue à éloigner de plus en plus les historiens des théories récurrentes concernant la concurrence dite "parfaite". » Jean Bouvier, préface de la thèse de Jean-Pierre Daviet, Un destin international. La Compagnie de Saint-Gobain de 1830 à 1939, Paris, Editions des archives contemporaines, 1988, pp. IX et X.
17. Fédération française des sociétés d'assurances, devenue Fédération française de l'assurance depuis.
18. Guide des sources sur l'histoire de l'assurance, Comité scientifique pour l'histoire de l'assurance, Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), 2007.
19. Lettre confidentielle du PDG de l'AMSSO, Paul Hatiguais, à l'inspecteur Planchon, 16 décembre 1959.
20. Marc Auffret, « Histoire d'un groupe d'assurances : les Mutuelles du Mans 1826-1946 », thèse de doctorat d'histoire, Paris X, 1991, six volumes.
21. Alain Tempelaere, « Les mutuelles d'assurances en France et dans le monde », *Economica*, 2001.
22. Dans les années 1990, la GMF souffre d'une crise spécifique liée à une gestion hasardeuse. Elle est contrainte

de se rapprocher du groupe Azur, qui la redresse. La marque GMF demeure, mais la GMF s'est fondue dans le groupe Azur puis dans le groupe MMA.

23. Claire Andrieu, « La nationalisation des assurances, pour quoi faire ? », dans Claire Andrieu, Lucette Le Van et Antoine Prost (dir), *Les nationalisations de la Libération*, Paris, FNSP, 1987.

24. Eric Monnet, *Controlling Credit. Central Banking and the Planned Economy in Postwar France 1948-1973*, Cambridge University Press, Octobre 2018.

25. L'économiste Jacques Lesourne a pu dire en 1974 que « la France est une Union soviétique qui aurait réussi. »

26. Bertrand Blancheton, « La Banque de France et le "prêt en dernier ressort" durant la crise de liquidité de l'été 1914 », in Hubert Bonin et Jean-Marc Figuet (dir), *Crises et régulation bancaires*, Droz, 2016.

27. « Le maximum historique de l'inflation française est atteint en 1946-1948, avec une hausse moyenne de 60 % des prix de détail. » Jean-Charles Asselain, « Un siècle d'inflation française », *L'Histoire*, n° 120, mars 1989.

28. Pierre Martin, *Deux siècles d'assurance mutuelle. Le groupe Azur*, CTHS, Histoire, 2009.

29. Jean Fourastié, « Les assurances », in *La France économique*, Sirey, 1948, p. 379.

30. Jean Bouvier, « Sur les origines de la crise économique mondiale », *L'Histoire*, n° 15, septembre 1979.

31. *Service des archives économiques et financières*, carton B 58 500, note du commissaire principal Noël en date du 19 décembre 1968.

32. *Groupe d'assurances mutuelles de France*.

33. Jean-François Goux, *Inflation, désinflation, déflation*, Dunod, 1998.

34. Jean-Claude Casanova et Maurice Lévy-Leboyer (dir),

Entre l'Etat et le marché. L'économie française des années 1880 à nos jours, Gallimard, 1991.

35. Hector Denis, *La dépression économique et sociale, 1895*, cité par Jacques Marseille, « 1873-1929-1993. La crise économique est-elle cyclique ? », *L'Histoire*, n° 172, décembre 1993.

36. Maurice Lévy-Leboyer, « L'héritage de Simiand », *Revue historique*, n° 493, janvier-mars 1970. Cité par Jacques Marseille, « 1873-1929-1993 : la crise économique est-elle cyclique ? », *L'Histoire*, n° 172, décembre 1993, p. 51.

37. Joseph Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité, Les Liens qui libèrent*, 2010, p. 111.

38. Pierre Dockès et Jean-Hervé Lorenzi (dir), *Fin du monde ou sortie de crise ?*, Perrin, 2009.

39. Nicolas Baverez, *Après le déluge. La grande crise de la mondialisation*, Perrin, 2009, p. 84.

40. Pierre Martin, op. cit.

41. « Après avoir connu une phase de forte expansion des années 1840 à la fin des années 1860, les « Trente Glorieuses » du XIX^e siècle, le taux de croissance de la production diminue alors sensiblement, et cela sans qu'une crise précisément datée puisse être invoquée », Jacques Marseille, « 1873-1929-1993. La crise économique est-elle cyclique ? », *L'Histoire*, n° 172, 1993, p. 42.

42. Maurice Lévy-Leboyer et François Bourguignon, « *L'économie française au XIX^e siècle* », Paris, Economica, 1985.

43. Pierre Martin, op. cit.

44. François Ewald, *Histoire de l'Etat providence*, 1986.

45. Georges Hornung, *Assemblée générale des Travailleurs français du 28 mai 1932 qui porte sur l'exercice 1931*, in Pierre Martin, *Deux siècles d'assurance mutuelle. Le groupe Azur*, CTHS, 2009, p. 359.

L'ÉCONOMIE DE LA PESTE DANS LES VILLES DU XVII^E SIÈCLE

Pierre Dockès

Professeur honoraire, Université Lyon 2, Centre de recherche Triangle

■ Si une comparaison est possible entre la peste dans les villes du XVII^e siècle et la Covid-19, c'est du fait des mesures d'enfermement et de leurs conséquences économiques et sociales. Ces épidémies révèlent et accroissent les inégalités. Les riches s'enfuient et les quartiers insalubres, donc les pauvres, sont les plus touchés par la maladie et par la crise économique. L'épidémie terminée, l'activité reprend avec force. A long terme cependant, l'épidémie est un accélérateur de l'histoire : elle accentue les tendances au déclin mais n'infléchit pas – et peut même renforcer – une trajectoire expansionniste.

■ THE PLAGUE ECONOMY IN 17TH CENTURY CITIES

If a comparison is possible between the plague in 17th century cities and Covid-19, it is because of the confinement measures and their economic and social consequences. These epidemics reveal and increase inequalities. The rich flee, and slums, therefore the poor, are the most affected by disease and the economic crisis. The epidemic ended, the activity restarts with force. In the long term, however, the epidemic accelerates history: it accentuates declining trends but does not reverse - and may even reinforce - an expansionary trajectory.

La Covid-19 nous plonge dans l'incertitude et celle-ci – on le sait – génère une forte instabilité des anticipations, généralise le mimétisme, d'où des comportements et des équilibres qui oscillent brutalement entre des extrêmes. L'histoire des épidémies passées peut-elle nous permettre de la réduire ? La prudence est de mise : l'histoire n'est-elle pas ce que les Anciens nommaient un *pharmakon*, un poison et un remède ? Face à la Covid-19, le « donneur de leçons historiques » se trouve embarrassé : il n'existe aucun précédent d'un confinement généralisé à l'échelle de la planète. Pour la première fois, les sociétés dans leur diversité ont réagi en cherchant à privilégier la vie par rapport à l'économie en sacrifiant du même coup l'éducation, la culture, les relations sociales.

Cependant, si le confinement généralisé est une innovation majeure, elle n'est pas radicale. Les grands chocs épidémiques du passé ont provoqué la pétrification de l'ensemble des relations socioéconomiques et l'arrêt cardiaque de l'économie. Certes l'impact démographique est sans commune mesure avec la Covid-19, mais le confinement généralisé a provoqué une dépression économique qui n'est pas sans rapport avec celles des villes frappées par la peste que je voudrais évoquer ici [Biraben, 1975-1976 ; Hildesheimer, 1993 ; Dobson, 2007].

La peste noire de 1348 devenue endémique s'est prolongée, par vagues, jusqu'au XVIII^e siècle. Les villes sont frappées les unes après les autres. Pour les Temps modernes, citons Venise en 1575, Lyon et Montpellier

en 1629, Mantoue et Milan en 1629-1630, Naples en 1656, Londres en 1665, Marseille en 1720. Elles permettent de caractériser une sorte d'idéal-type de « ville de la peste » [Foucault, 1975].

Un monde fermé

L'épidémie confirmée (ce qui demande un certain temps car, souvent, les autorités la cachent), la fermeture s'impose peu à peu. Les villes empestées se mettent ou sont mises en état de siège. Ne peuvent sortir ni les hommes, ni les marchandises et personne n'entre (les subsistances sont achetées hors les murs en des lieux spéciaux). Les ports sont bloqués, toute navigation sortante est impossible et la navigation entrante très réduite. Les routes sont barrées, des murs s'édifient, voyager suppose des « billets de santé ». On édifie des lazarets où sont internés les voyageurs et les « suspects ». Au sein des villes, la fermeture concerne les lieux publics, les écoles et les collèges, parfois même les églises. Sont interdits les spectacles susceptibles de provoquer des attroupements : les banquets, parfois les prêches en plein air ; les cabarets sont fermés, les vagabonds pourchassés. Les déplacements sont surveillés, particulièrement la nuit. La ville est quadrillée, les maisons purifiées (par les « parfumeurs » municipaux à Lyon). Quand la peste s'est déclarée dans l'une d'elles, les habitants y sont enfermés (avec des gardes municipaux), la maison marquée d'une croix rouge ou blanche, au risque de faire mourir des familles entières ; leurs approvisionnements sont assurés par des poulies et des paniers. Des quartiers sont bouclés en murant les rues.

Pour la grande peste de 1665 à Londres, un témoin direct, Samuel Pepys [1825], haut fonctionnaire affairiste de la marine, a laissé son *Journal* pour les années 1660-1669. Il est l'un des derniers à quitter Londres.

Le Journal de l'année de la peste de Daniel Defoe, fiction écrite en 1720, est aussi considéré comme une excellente source documentaire [Defoe, 1720].

Selon Michel Foucault, la « ville de la peste » (1) devient « cet espace clos découpé, surveillé en tous ses points, où les individus sont insérés en une place fixe, où les moindres mouvements sont contrôlés, où tous les événements sont enregistrés [...], où le pouvoir s'exerce sans partage [...], où chaque individu est constamment repéré, examiné et distribué entre les vivants, les malades et les morts – tout cela constitue un modèle compact du dispositif disciplinaire. A la peste répond l'ordre ». La ville de la peste est analysée comme une première expérience de panoptisme. Sans doute Foucault pousse-t-il à l'extrême la fermeture et le contrôle, mais il donne à voir et à comprendre. C'est probablement à Marseille en 1720 que la réalité se rapproche le plus de l'idéal [Bertrand, 1779 ; Carrière *et al.*, 1968 ; Beauvieux, 2017 et 2020].

Le Grand Saint-Antoine arrive à Marseille le 25 mai avec une cargaison de tissus de grande valeur, l'essentiel était destiné à la foire de Beaucaire et une fraction appartenait au premier échevin, Jean-Baptiste Estelle. Mais la peste est à bord. Neuf matelots et le chirurgien en sont morts. Livourne avait interdit l'accostage, mais laissé repartir le navire en ne mentionnant que la présence de « fièvres pestilentielles », ce qui n'était pas la peste. Après tergiversation, le bureau de santé de Marseille décide de confiner l'équipage et de stocker la cargaison aux Nouvelles infirmeries d'Arenc, un lazaret à proximité des remparts de la ville, et non à l'île de Jarre dans la rade, ce qui était pour le moins inhabituel. En contradiction avec les règlements, une partie des marchandises va sortir des « infirmeries » et transmettre la peste. Les premiers cas apparaissent à la fin de juin-début de juillet. A la fin du mois de juillet et en août, l'épidémie explose. Négligence ou influence des échevins ? Le capitaine Jean-Baptiste Chataud sera emprisonné au château d'If pendant près de trois ans. Jean-Baptiste Estelle, d'abord suspecté, sera finalement anobli deux plus tard.

Le Parlement de Provence interdit le 30 juillet toute relation commerciale avec la ville, fait fermer les portes, barricader les faubourgs, chasser les vagabonds

et les juifs. La peste s'étendant, le territoire est fermé par un blocus militaire, maritime et terrestre (avec 89 postes de gardes) : un quart de l'armée aurait été mobilisée pour encercler la ville et sa région et la flotte de Méditerranée veille au respect du blocus des ports de Marseille et de Toulon. Un « mur de la peste » est construit pour isoler le Comtat Venaissin. Les groupes à risque sont soumis à une quarantaine, les maisons des pestiférés sont fermées et marquées d'une croix rouge, on crée de nouveaux lazarets, des hôpitaux spécialisés (de véritables mouirois) et des maisons de convalescence.

En septembre, au sommet de l'épidémie, le pouvoir central (le Régent) prend en main la lutte contre l'épidémie et les débordements de toute nature qui sont à craindre. La militarisation de la cité apparaît nécessaire pour éviter la contagion et maintenir l'ordre. Un commandant militaire doté des pleins pouvoirs est nommé. La circulation des hommes et des marchandises est strictement contrôlée, tout déplacement suppose une « billette » de bonne santé signée par un surveillant de quartier ; les espaces publics (y compris les églises) sont fermés ; une « police de la peste » est créée, 300 commissaires de la peste sont recrutés, les militaires patrouillent dans la ville quadrillée quartier par quartier, puis rue par rue, et surveillent les comportements dangereux, les lieux « de débauche », traquent les « sans papiers » ; une justice d'exception expéditive est mise en place. Même là, l'idéal prépanoptique n'est pas atteint, la description de Foucault est un point limite que l'Ancien Régime ne saurait atteindre, et l'on se surprend à penser que sa ville de la peste ressemble à la *safe city* que permettent les techniques de surveillance aujourd'hui.

Avant que la ville se ferme, tous ceux qui le peuvent cherchent à la quitter. Le phénomène est général. A Londres dès juin 1765, les souverains, les corps constitués, les notables s'enfuient, gagnent leurs résidences secondaires. Pepys et Defoe décrivent les embouteillages de charrettes de déménagement des riches Londoniens (surtout les « classes oisives ») se hâtant de fuir munis des sauf-conduits indispensables (obtenus

d'abord aisément dans leur cas), avant que les routes soient barrées. Tous ont en tête la très ancienne formule hippocratique : « *Cito, longe, tarde* » (pars vite, loin, et reviens tard).

Les inégalités exacerbées

Les épidémies révèlent et exacerbent les inégalités. La possibilité de partir « vite et loin » est réservée aux plus fortunés. Les pauvres restent sur place ou ne partent que tardivement. Ceux qui ont un emploi s'y accrochent, les autres survivent comme ils peuvent dans leur quartier prenant parfois des risques inouïs (les pires emplois sont ceux de « corbeaux », d'infirmiers). Ou ils survivent grâce aux subsides municipaux, mais pour en bénéficier, à Londres, il fallait avoir un domicile légal – *legal settlement* – [Defoe, 1720, p. 158] et en outre, depuis le Settlement Act de 1662, pour se déplacer hors de leur paroisse, il faut avoir un *settlement certificate* garantissant que celle-ci paierait les frais de leur retour. Certains « sans feux, ni lieux », désespérés, mourant de faim, s'enfuient malgré tout : « la mort les surprenait alors sur la route et ils ne furent plus que ses messagers », répandant la peste jusqu'aux limites du royaume [Defoe, 1720, p. 158].

Ce sont les pauvres, toujours, qui payent le plus lourd tribut en nombre de morts. Pour les maladies contagieuses, le choléra par exemple, il faut d'abord incriminer les conditions de vie, les taudis, l'entassement, l'absence d'hygiène. Pour la peste, l'explication tient au lien entre ces conditions d'existence, le rat et ses puces qui infectent l'homme après l'avoir été par le rongeur. Elle tient aussi à ce que les pauvres privés de leurs moyens de subsistance précaires souffrent de malnutrition.

Dans les quartiers où les indigents sont entassés, l'épidémie prend une ampleur considérable. De là, elle gagne les quartiers résidentiels, d'où l'érection de murs de séparation, la mise en quarantaine des quartiers pauvres. Et l'inégalité se poursuit au-delà de la mort : les membres des classes aisées sont enterrés

individuellement, avec un minimum de cérémonie. Les pauvres sont ramassés « à la pelle » (tirés par des crocs) et jetés dans les fosses communes avec, au mieux, une prière et un signe de croix collectif.

L'une des pires épidémies du XVII^e siècle est celle de Naples en 1656 [Calvi, 1981 ; Gatta, 1659]. Elle tue près de la moitié des habitants (200 000 personnes sur une population de 450 000 habitants). Ces morts se recrutent essentiellement chez les pauvres *lazzari* entassés dans les *bassi* insalubres, chez les réfugiés très nombreux depuis l'éruption du Vésuve en 1631. Dans les quartiers espagnols, le quartier Lavinaio très peuplé à proximité du port, autour de la piazza Mercato, s'entassaient les agonisants et les morts par milliers.

On retrouve une configuration voisine lors de la grande peste de Marseille en 1720. C'est dans la vieille ville insalubre, au nord-est du port, que les morts sont les plus nombreux, là où l'épidémie s'est d'abord diffusée. Un quartier aux rues étroites où se trouvent les artisans, de nombreux commerces et où sont concentrés les pauvres. À l'extrémité nord du quartier se trouve l'esplanade de la Tourette d'où le chevalier Roze, commandant un détachement de forçats, fait enlever 1 200 cadavres. L'une des premières mesures prises par les échevins est l'expulsion des vagabonds et l'enfermement des indigents à la Charité. Il n'y aura pas de famine, mais un début de disette : les prix du pain augmentèrent, des troubles s'ensuivirent qui forcèrent les autorités à multiplier les distributions gratuites.

Pendant cette même épidémie, à Arles, le quartier des arènes, occupé par une population démunie et dense, est dévasté. Une quarantaine y est instaurée, ces pauvres sont nourris aux frais de la ville ; puis c'est toute la paroisse de la Major qui est mise en état de siège, 3 000 personnes y sont enfermées. Comme ils risquent de mourir de faim, on les autorise à sortir par l'une des portes de la ville, mais avec une croix rouge à leur chapeau, sous peine de mort.

À Londres en 1665, Pepys note dans son *Journal* (31 août) : « *The poor that cannot be taken notice of*

through the greatness of the number. » Et Defoe fait dire à son narrateur : « Nous nous rendions compte que l'infection se tenait principalement dans les paroisses extérieures qui, très peuplées et habitées surtout par les plus pauvres, offraient plus de prise à la maladie que la cité » [Defoe, 1720, p. 47]. L'auteur de *Robinson Crusoe* estime que nombre de pauvres périrent (surtout des enfants), non de l'épidémie, « mais de ses conséquences, plus précisément de faim, de détresse et de complet dénuement, étant sans logis, sans argent, sans amis, sans moyens de se procurer leur pain » [Defoe, 1720, p. 158]. Cependant Defoe estime que la mort de 30 000 à 40 000 pauvres sans emploi entre août et octobre 1665 – certes « une circonstance bien triste en soi » – n'en a pas moins été « une délivrance » [Defoe, 1720, p. 160] car, s'ils étaient restés en vie, la charge de les nourrir aurait été trop importante pour la municipalité, et ces indigents se seraient livrés à des pillages.

Déjà, à l'époque où Defoe écrit, le débat sur le coût des lois sur les pauvres se développe : il y a trop de pauvres, cela revient trop cher de les nourrir, ils sont inutiles et dangereux – il parle de *useless mouths*, de *dangerous people* [Defoe, 1720, p. 251]. Les mercantilistes veulent les mettre au travail, comme par exemple William Petty. Mais, comme il n'y a pas assez d'emplois, si une « bonne peste » vient nous en débarrasser, ce n'est pas un malheur. Les indigents sont perçus comme une « classe dangereuse ». À cause des pillages mais aussi des troubles qu'ils suscitent. « Heureusement », explique Defoe, comme il en mourait près d'un millier par jour, « cette calamité rendit les gens fort humbles » [Defoe, 1720, p. 161]. La mort en masse allégea les finances municipales et assagit le peuple !

L'effondrement conjoncturel

Londres 1665 est un cas emblématique grâce à Pepys et Defoe, tous deux attentifs à la vie économique, et grâce aux *bills of mortality* de John Graunt. La courbe de la sévérité de la dépression correspond assez précisément à la courbe

de mortalité, une courbe en V. D'un côté, même si la fermeture et l'isolement sont la règle, la contagion est foudroyante et la maladie régresse rapidement lorsque l'immunité collective est atteinte. De l'autre, l'économie redémarre lorsque la maladie est terminée. Cependant, l'épidémie est un révélateur de forces et de faiblesses, seules s'en sortent bien les activités qui, préalablement, avaient le vent en poupe.

La courbe de mortalité [Bell, 1976] pour l'ensemble de la ville de Londres peut être ainsi résumée : début de l'épidémie en juin, fin juin les gens aisés quittent la ville, accroissement exponentiel de l'épidémie en juillet-août, le maximum est atteint en septembre, la peste est en chute libre en octobre, en décembre elle est terminée. Le *Journal* de Pepys rend compte de cette évolution. La tragédie a duré quatre mois, dont deux mois effroyables, l'essentiel des morts se situant entre le 8 août et le 10 octobre. Defoe estime qu'il y eut en tout 100 000 morts, au-delà des 68 590 officiels ; Lord Clarendon parle de près de 140 000 morts, soit entre 20 % et 30 % de la population. Les professions qu'apprécient les rats et leurs puces furent davantage atteintes (meuniers, boulangers et bouchers, et tailleurs, drapiers et chiffonniers). Les métiers qui éloignent les rats à cause du bruit – forgerons, tonneliers – ou en relation avec les chevaux – les rats n'apprécieraient pas leur odeur – auraient été moins atteints.

Pepys nous donne quelques éléments pour appréhender l'effondrement de l'activité. Le 16 août, il se rend à la Bourse (*The Change*), il y a très peu de monde, les rues sont vides, deux boutiques sur trois sont fermées. Subsiste un mince courant d'affaires. Lui-même continue de s'activer (il se réjouira des bénéfices réalisés pendant la peste). Rentré chez lui en décembre, il observe que les boutiques ouvrent. En janvier, l'activité redémarre [Leasor, 1962]. Tous les commerces sont réouverts en février. A la fin du mois de mars 1666, Lord Clarendon, *Lord Chancellor*, peut écrire : « Comme on ne l'a jamais vu, les rues sont bondées, la Bourse animée, partout dans la ville, il y a foule ».

Defoe [1720, pp. 155-156 et p. 317 sq.] précise que l'activité n'a pas cessé pour les subsistances. La

ville a été approvisionnée par les campagnes environnantes et par cabotage, y compris pour le charbon. Les boulangers et les bouchers ont maintenu leurs activités. Les marchés ont été approvisionnés. Il y eut quelques hausses des prix, mais momentanées et faibles, pas de famine. En revanche, la plupart des métiers artisanaux ont fermé et les ouvriers jetés à la rue. Le secteur du bâtiment s'est complètement arrêté. Les domestiques furent licenciés en masse [p. 157]. La Bourse est restée ouverte pendant toute l'épidémie, mais elle était désertée [Defoe, 1720, p. 261].

Le commerce extérieur s'effondra [Defoe, 1720, p. 156 et p. 317]. Aucun navire n'appareillait, les pays étrangers refusant les navires londoniens et même anglais. D'où encore des pertes d'emploi. Quant aux navires entrants, ils se raréfièrent [p. 117], mais ils ne cessèrent leur remontée de la Tamise que durant les deux mois d'août et de septembre [p. 323]. L'ensemble de l'économie britannique fut affecté [p. 331 ; Defoe, 1720, eng. p. 281] : « *The manufacturing trade in England suffered greatly, and the poor were pinched all over England by the calamity of the city of London only.* » S'il y eut « *stagnation of our manufacturing trade in the country* », les maîtres artisans fortement dotés en capitaux (« *to the uttermost of their stocks and strength* »), continuèrent leurs affaires estimant que l'épidémie terminée, ils récupéreraient rapidement la perte de leur chiffre d'affaires. Les puissants manufacturiers tirèrent leur épingle du jeu, tandis que les moins biens dotés durent fermer et licencier, d'où la forte croissance du chômage dans toute l'Angleterre.

Sorties de crises et conséquences à long terme

On peut distinguer (avec Alfred Marshall – le fauteuil à bascule – et Ragnar Frisch) l'impulsion aléatoire (le choc pesteux) et la propagation dans la structure. Les chocs démographiques principalement concentrés sur une ville et sa région entraînent des conséquences diffé-

rentes selon la solidité de la société et de l'économie. Le choc épidémique révèle les fragilités de la structure ou, au contraire, sa stabilité ; il est un accélérateur de l'histoire, accentue le déclin, mais n'infléchit pas une trajectoire expansionniste. L'épidémie pousse le monde dans la direction où il penche. L'économie de la peste suivrait une courbe en K (« *K-shaped recovery* ») : la chute est globalement rapide, les activités qui « avant » périssaient tendent à s'effondrer, le redressement et l'envol ne concernent que les activités qui étaient déjà les plus dynamiques avant le déclenchement de l'épidémie. Dès lors à plus ou moins long terme, l'évolution dépend du pourcentage entre ces deux types de secteurs. Et il ne s'agit pas seulement de secteurs. « *Institutions matter* » explique Douglass C. North et le destin se joue aussi à ce niveau.

A court terme, les villes frappées par la peste semblent relativement résilientes. L'épidémie passée, tout paraît redevenir comme avant. Daniel Defoe observe « *but as the terror of the infection abated, those things all returned again to their less desirable channel and to the course they were in before* » [Defoe, 1720, eng, p. 223].

La courbe en V de la mortalité de peste est un fait très général. Celle de Marseille, par exemple, deux mois paroxystiques août et septembre, est très proche de celle de Londres. En ce qui concerne l'économie, si la résilience est la norme, les profils de reprise sont plus variés. Souvent le profil de la conjoncture économique épouse presque celui de la mortalité, ainsi à Venise en 1575, à Lyon en 1629 et – nous l'avons vu – à Londres en 1665-1666. Il faut un ou deux ans pour que les affaires retrouvent leur dynamisme d'antan.

En Angleterre, la reprise fut même paradoxalement favorisée par une seconde catastrophe survenue l'année suivante à Londres, le Grand incendie. Il fallut en effet reconstruire les immeubles, produire une grande quantité de meubles, de vêtements et reconstituer les stocks, d'où sept ans de prospérité spectaculaire [Defoe, 1720, pp. 331-332]. En revanche, elle a été ralentie par la lenteur (jusqu'à deux ans) avec laquelle les pays étrangers ont accepté les bateaux londoniens.

A Marseille, dès le début de 1721, l'activité renaît, les commerces ouvrent, la pêche reprend, les marchés s'animent. Noël 1720 est une fête d'espoir retrouvé. La chambre de commerce reprend ses délibérations dès février 1721. Malgré les 30 % ou 40 % de morts, la ville se remet rapidement. Cependant, si les entrées de navires en provenance du Levant redeviennent possibles, en ce qui concerne les sorties, le blocus n'est levé que tardivement, en mai 1723. On estime que ce n'est qu'en janvier 1724 que le commerce marseillais sera pleinement rétabli : il a fallu trois ans et demi. Naples, avec ses 200 000 morts en 1656, semblait totalement dépeuplée. Le redressement va demander plusieurs années, donc une courbe en *Swoosh* (la virgule à l'envers du logo de Nike). Mais la ville se rétablit, elle se repeuple grâce à l'immigration massive et, à plus long terme, grâce à une natalité explosive.

La relative rapidité de la reprise de ces villes peut étonner, alors qu'entre un tiers et la moitié des habitants ont disparu. L'une des raisons est que, pour l'essentiel, le capital n'a pas été affecté, en particulier le capital marchand essentiel dans ces villes commerçantes ; ses réseaux, le capital de confiance, sont intacts. C'est le cas à Londres comme à Marseille, voire à Naples. Dans toutes les « villes de la peste », les élites n'ont guère été frappées, en particulier les grands marchands et les entrepreneurs. Les marchés extérieurs, proches ou lointains, demeuraient et les négociants de Marseille les ont retrouvés dès que le blocus a été levé. Les Marseillais survivants semblent s'être livrés à une frénésie d'achats, faisant repartir la consommation ; en outre, il fallut reconstituer les stocks. Par ailleurs, une fraction considérable des morts formée d'indigents sans emploi ne contribuait guère à l'expansion économique, ni du côté de l'offre (chômage), ni du côté de la demande (misère). Le manque de bras a été comblé grâce à une immigration importante, puis à la natalité.

Si les villes de la peste semblent étonnamment résilientes, qu'en est-il à plus long terme ? L'épidémie est un révélateur et un amplificateur des forces et des faiblesses de l'économie et de la société. Une comparaison entre Londres et Naples – alors les deux plus grandes villes du monde après Paris – est éclairante.

Il n'est pas nécessaire de rappeler le destin exceptionnel de Londres et de l'Angleterre après 1665. En un siècle et demi, l'Angleterre devient mondialement hégémonique. Londres dépasse Paris à la fin du XVII^e siècle, elle est le centre rayonnant de l'Angleterre. Comme William Petty le montre, dix-sept ans après la Grande peste, l'Angleterre l'emporte économiquement sur la France, et Londres concentre une part considérable de ses activités. Après la *Glorious Revolution* (1688), la puissance économique britannique se développe vigoureusement grâce à sa marine et à son commerce, à son positionnement géographique, à ses îles à sucre esclavagistes, à ses guerres victorieuses, à sa bourgeoisie et à son aristocratie d'affaires, à ses institutions, et l'économie londonienne en est le cœur puissant. L'Angleterre est devenue une puissance globale. La peste a frappé une ville en plein essor, non seulement elle sort vite et bien de la crise, mais l'épidémie n'a affecté en rien l'expansion de longue durée qui suit. Les spécialisations industrielles et commerciales porteuses de Londres ont dynamisé sa croissance malgré la peste ; elle en a même bénéficié dans une optique schumpétérienne de « destruction créatrice » : ses secteurs archaïques ont laissé place aux secteurs dynamiques. Et, nous l'avons vu, les manufacturiers anglais largement dotés en capital s'en sont bien sortis, pas les plus pauvres. Les couches sociales dynamiques – à l'instar d'un Pepys – sont renforcées. La puissante jambe ascendante de la courbe en K a dynamisé l'économie anglaise. Il est révélateur de ce dynamisme que Londres ait fait de la catastrophe du Grand incendie de 1666 une source d'expansion !

Si Naples redevint la troisième plus grande ville du monde, une capitale brillante, résidence d'aristocrates fortunés qui côtoient la plus grande misère, elle entre cependant économiquement en déclin. Avant la peste, son économie souffrait de la fiscalité prédatrice de Madrid, de la domination d'une aristocratie et d'un clergé prédateurs, du processus de « reféodalisation » au détriment des petits propriétaires. Sur les *latifundios* des barons et des princes de l'Église, propriétaires absentéistes, une agriculture archaïque est menée par des troupes d'ouvriers agricoles peu productifs, dirigés par des *caporati* tyranniques. Les

dépenses somptuaires des élites gonflent surtout les importations. Les inégalités sont excessives, la classe moyenne fait défaut. L'épidémie pesteuse de 1656 révèle et accentue les failles de l'économie et de la société napolitaines. Le surendettement de l'Etat renforce l'économie fondée sur la rente au détriment de l'investissement productif, consolide les féodaux, impose la surévaluation de la monnaie. Si, après l'indépendance (1734), Naples connaît une forme d'âge d'or, il concerne la vie intellectuelle, culturelle, musicale des élites, l'édification de palais. La superstructure est somptueuse, mais les bases économiques continuent de s'affaiblir. La peste de 1656 n'est pas la cause du basculement de l'économie napolitaine, elle l'a poussée dans la direction vers laquelle elle penchait ! Le choc pesteux s'est exercé non seulement sur une société ultra-inégalitaire, mais aussi sur une société aux inégalités archaïques (quasi-serfs et féodaux). Il a renforcé ces inégalités. Il a frappé une économie qui manquait de secteurs modernes, de couches sociales et d'institutions capables de la dynamiser. Naples et Londres, deux destins divergents, que la peste n'a fait que conforter.

« Selon que vous serez puissants ou misérables... », n'est-ce pas la « morale » des *Animaux malades de la peste* ?

Note

1. Foucault (1975) s'appuie sur un document tiré des Archives militaires de Vincennes, une recommandation maximaliste.

Bibliographie

BEAUVIEUX F., *Expériences ordinaires de la peste. La société marseillaise en temps d'épidémie (1720-1724)*, Thèse Paris EHESS, 9 décembre 2017.

- BEAUVIEUX F., « Marseille en quarantaine, la peste de 1729 », *L'histoire*, n° 471, mai 2020, pp. 10-19.
- BELL W. G., *The Great Plague in London in 1665*, AMS Press, London, 1^e éd. 1924, d'après Graunt, 1976.
- BERTRAND J.-B., *Relation historique de la peste de Marseille en 1720*, Amsterdam, Mossy, 1779.
- BIRABEN J.-N., *Les hommes et la peste en France et dans les pays européens et méditerranéens*, 2 volumes, Paris-La Haye, Mouton, 1975-1976.
- CALVI G., « Loro, il fuoco, le forche. La peste napoletana del 1656 », *Archivio Storico Italiano*, n° 507, 1981, pp. 405-458.
- CARRIÈRE C. ; COURDURIÉ M. ; REBUFFAT F., *Marseille ville morte : la peste de 1720*, Marseille, 1968, Editions Autres temps, réédité en 2008.
- DEFOE D., *A Journal of the Plague Year*, London, 1720, cité d'après l'éditeur, London, Aldine House, 1900 (ultérieurement Defoe, eng) ; traduction française *Le journal de l'année de la peste*, Gallimard, coll. « folio », 1959.
- DOBSON M., "Disease: the Story of Disease and Mankind's Continuing Struggle Against It", London, Joseph P. Byrne (Ed.), *Encyclopedia of the Black Death*, Santa Barbara, ABC-CLIO, 2007.
- FOUCAULT M., *Surveiller et punir*, Gallimard, L. III, chap. 3, 1975.
- GATTA G., *Di una gravissima peste che, nella passata primavera & estate dell'anno 1656*, Naples, Luc'Antonio di Fusco, 1659.
- HILDESHEIMER F., *Fléaux et sociétés : de la Grande peste au choléra*, Hachette, 1993.
- LEASOR J., *The Plague and the Fire*, London, Allen and Unwin, 1962, p. 19.
- PEPYS S., *Memoirs of Samuel Pepys*, London, Henry Colburn, 1825 ; traduction en français Laffont (Bouquins), 1994.

LA COVID-19, UNE CHANCE POUR L'EUROPE ?

Pervenche Berès

Députée européenne de 1994 à 2019

Membre de la Commission climat et finance durable

Autorité des marchés financiers (AMF)

■ L'Union européenne (UE) et ses Etats membres ont dû faire face à l'impact sanitaire de la Covid-19 et à celui économique et social des décisions prises. Là où elle en avait la compétence, l'UE a déployé un arsenal de mesures. A cette occasion, une grande étape a été franchie avec l'accord franco-allemand pour un emprunt commun. Mais la crise renforce des tendances à l'œuvre, expose la fragilité écologique et sociale d'un modèle de développement et les vulnérabilités internes ou externes de l'UE. Il faut d'urgence intégrer le long terme. Ce pourrait être le rôle en particulier de la conférence sur l'avenir de l'Union.

La crise de la Covid-19 est une crise planétaire. Cette fois-ci, il ne s'agit pas de la crise d'un Etat membre, de la zone euro ou de l'Union européenne (UE). La crise de la Covid-19 est une crise sanitaire. Cette fois-ci, il ne s'agit pas d'une crise financière, de liquidité et de solvabilité, aux conséquences économiques et sociales lourdes comme la grande crise financière (GCF) de 2007-2010 ; il s'agit d'une crise exogène à l'économie financière, mais dont les conséquences sociales, économiques sont plus sévères, et qui pourrait devenir financière, même si le secteur bancaire a affronté cette crise dans de meilleures conditions que lors de la GCF grâce à ce qui a été engagé depuis pour le consolider.

Cette crise a totalement pris de court les responsables politiques de l'UE et de ses Etats membres ; ils

■ *THE COVID-19: A CHANCE FOR EUROPE?*

The European Union (EU) and its Member States have had to deal with the health impact of Covid-19 and the economic and social impact of the decisions taken. Where it was competent to do so, the EU deployed an arsenal of measures. On this occasion, a big step was taken with the Franco-German agreement for a joint loan. But the crisis reinforces the trends at work, exposes the ecological and social fragility of a development model and the internal or external vulnerabilities of the EU. We urgently need to integrate the long term. This could be the role in particular of the conference on the future of the Union.

se sont d'abord refusé à la voir alors que le virus frappait en Chine et même en Italie, puis se sont plus ou moins imités sans concertation ; cette crise a plongé les citoyens dans une forme de sidération. C'est la première fois qu'au sein de l'UE, les Etats membres doivent trouver des réponses à un défi de cette nature.

A l'échelle de l'UE, les premières réactions ont porté la marque d'un certain repli national. Fermeture des frontières pour les personnes, restrictions des échanges de matériel médical et de produits sanitaires au sein du marché intérieur, absence de coordination dans la gestion des masques lors de la première vague au printemps 2020. Absence de coordination des tests, des modalités de confinement, des stratégies d'isolement, des applications de traçage, des conditions de circulation lors de l'arrivée de la deuxième vague à

l'automne 2020 ; six mois après la première attaque massive du virus, en dépit de certaines améliorations, la santé n'était toujours pas traitée comme un bien commun. Si les frontières ont été plus ouvertes dans l'espace Schengen, les interdictions de déplacement pour les personnes d'un autre Etat membre provenant de régions considérées comme « rouges » sont restées imposées unilatéralement par chaque Etat membre, posant de graves difficultés, pour les frontaliers notamment. Sur les masques, la situation s'était détendue du fait de l'ajustement des niveaux de production et d'importation. En revanche, la même concurrence et la même désorganisation demeuraient à propos des tests.

A l'échelle planétaire, le réceptacle des informations qui aurait dû donner l'alerte, permettre la discussion et l'échange de bonnes pratiques – l'Organisation mondiale de la santé (OMS) – a très vite été mis au banc des accusés pour son manque de réactivité, puis contesté et déstabilisé par le retrait de l'administration Trump. Mais la faiblesse de l'engagement du Fonds monétaire international (FMI) dans la gestion et la coordination de cette crise est frappante. Alors que la pandémie ne connaît pas de frontières et que ses conséquences économiques sont historiques, elle intervient à un moment de fragilité des instances multilatérales qui n'ont pas achevé leur mue pour refléter la nouvelle donne de la mondialisation, des évolutions tant de la Chine que des Etats-Unis. Tout les empêche d'être au rendez-vous.

Au sein de l'UE, cette pandémie a un impact très différent selon les Etats membres, même si tous sont durement affectés. Ces différences tiennent à un certain nombre de facteurs. Le virus ne les a pas touchés de la même manière. Même si partout les systèmes de santé ont souffert d'avoir été relégués au second plan des priorités, dans certains Etats membres ceux-ci avaient été fragilisés par les réductions budgétaires imposées après la GCF, notamment là où la « troika » formée par la Commission européenne, la Banque centrale européenne (BCE) et le FMI était intervenue (Grèce, Portugal, Irlande, Chypre). Les mesures de protection sanitaire mises en œuvre sur le plan national

produisent des impacts économiques et sociaux divergents selon leur nature, leur durée, leur sévérité. La situation pré-crise des Etats, notamment économique et budgétaire, définit en partie leur marge de manœuvre, en particulier pour soutenir les entreprises au moyen d'aides d'Etat. Mais la pandémie et le confinement frappent aussi les Etats membres différemment en fonction du profil de leur économie, selon que la création de valeur ajoutée provienne d'abord du tourisme et d'activités manufacturières très affectés par les confinements ou de plateformes favorisées par le développement du télétravail.

L'analyse chiffrée de cette pandémie, qui ne peut pas encore être entièrement faite, devra permettre de distinguer l'impact direct de la pandémie elle-même et celui imputable aux mesures de restrictions de l'activité prises pour y faire face. En l'absence de données autorisant une telle finesse d'analyse, on en est réduit à l'usage de données plus classiques.

Les dernières disponibles sont celles de la Commission européenne (voir tableau p. 47). Dans les prévisions qu'elle a publiées le 5 novembre 2020, elle tient compte de l'impact de la deuxième vague ainsi que des mesures prises pour l'affronter et s'appuie sur l'hypothèse d'une relation avec l'UE post-Brexit fondée sur la clause de la nation la plus favorisée de l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

Sur l'évolution de la dette publique (estimée en % du PIB), la Commission européenne prévoit une hausse pour la zone euro (101,7 % en 2020, 102,3 % en 2021 et 102,6 % en 2022) comme pour la France (115,9 %, 117,8 % et 119,4 %), mais une baisse pour l'Allemagne (71,2 %, 70,1 % et 69 %).

Cependant, la présentation de ces seules prévisions économiques donne une image faussée ou partielle de l'impact de la pandémie : en dehors des chiffres du chômage, qu'en est-il des conséquences sociales et de l'aggravation des inégalités ?

La Banque mondiale estime que la Covid-19 risque de plonger 150 millions de personnes supplémentaires dans l'extrême pauvreté d'ici à 2021 à la

Tableau d'ensemble - Prévisions de l'automne 2020

	PIB réel			Inflation			Taux de chômage			Balance courante			Solde budgétaire		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Belgique	-8,4	4,1	3,5	0,4	1,4	1,6	5,9	7,0	6,2	0,7	0,6	0,4	-11,2	-7,1	-6,3
Allemagne	-5,6	3,5	2,6	0,4	1,4	1,3	4,0	4,0	3,8	6,2	6,6	6,6	-6,0	-4,0	-2,5
Estonie	-4,6	3,4	3,5	-0,5	1,4	2,1	7,5	7,8	6,7	2,8	2,0	1,2	-5,9	-5,9	-5,1
Irlande	-2,3	2,9	2,6	-0,5	0,3	1,6	5,3	8,9	8,7	5,7	0,2	-1,1	-6,8	-5,8	-2,5
Grèce	-9,0	5,0	3,5	-1,3	0,9	1,3	18,0	17,5	16,7	-6,2	-6,4	-4,8	-6,9	-6,3	-3,4
Espagne	-12,4	5,4	4,8	-0,2	0,9	1,0	16,7	17,9	17,3	1,8	2,5	2,8	-12,2	-9,6	-8,6
France	-9,4	5,8	3,1	0,5	0,9	1,5	8,5	10,7	10,0	-3,0	-2,8	-1,6	-10,5	-8,3	-6,1
Italie	-9,9	4,1	2,8	-0,1	0,7	1,0	9,9	11,6	11,1	2,9	3,1	2,9	-10,8	-7,8	-6,0
Chypre	-6,2	3,7	3,0	-0,9	0,9	1,3	8,2	7,8	7,2	-10,4	-10,1	-9,9	-6,1	-2,3	-2,3
Lettonie	-5,6	4,9	3,5	0,3	1,3	1,8	8,3	8,0	7,5	2,3	1,2	0,1	-7,4	-3,5	-3,3
Lituanie	-2,2	3,0	2,6	1,3	1,5	1,7	8,9	8,0	6,9	4,6	3,7	2,9	-8,4	-6,0	-2,8
Luxembourg	-4,5	3,9	2,7	0,2	1,5	1,8	6,6	7,1	7,1	0,8	1,2	1,8	-5,1	-1,3	-1,1
Malte	-7,3	3,0	6,2	0,8	1,3	1,6	5,1	4,7	4,1	0,5	0,1	1,4	-9,4	-6,3	-3,9
Pays-Bas	-5,3	2,2	1,9	1,1	1,3	1,4	4,4	6,4	6,1	8,4	8,0	7,9	-7,2	-5,7	-3,8
Autriche	-7,1	4,1	2,5	1,5	1,7	1,7	5,5	5,1	4,9	2,3	2,9	3,2	-9,6	-6,4	-3,7
Portugal	-9,3	5,4	3,5	-0,1	0,9	1,2	8,0	7,7	6,6	-0,9	-0,5	-0,5	-7,3	-4,5	-3,0
Slovénie	-7,1	5,1	3,8	0,0	0,9	1,8	5,0	4,8	4,4	5,0	4,4	3,1	-8,7	-6,4	-5,1
Slovaquie	-7,5	4,7	4,3	2,0	0,7	1,4	6,9	7,8	7,1	-3,1	-1,6	-0,9	-9,6	-7,9	-6,0
Finlande	-4,3	2,9	2,2	0,4	1,1	1,4	7,9	7,7	7,4	-1,5	-1,2	-1,7	-7,6	-4,8	-3,4
Zone euro	-7,8	4,2	3,0	0,3	1,1	1,3	8,3	9,4	8,9	2,6	2,6	2,8	-8,8	-6,4	-4,7
Bulgarie	-5,1	2,6	3,7	1,2	1,4	1,8	5,8	5,6	5,0	3,5	4,0	4,4	-3,0	-3,0	-1,4
Rép. tchèque	-6,9	3,1	4,5	3,4	2,3	2,0	2,7	3,3	3,2	-2,3	-2,0	-1,5	-6,2	-4,7	-3,7
Danemark	-3,9	3,5	2,4	0,3	1,1	1,3	6,1	5,8	5,5	6,7	6,8	7,2	-4,2	-2,5	-1,9
Croatie	-9,6	5,7	3,7	0,1	1,2	1,5	7,7	7,5	6,9	-1,7	-0,4	0,3	-6,5	-2,8	-3,2
Hongrie	-6,4	4,0	4,5	3,4	3,3	3,0	4,4	4,4	3,9	-1,1	-0,3	-0,3	-8,4	-5,4	-4,3
Pologne	-3,6	3,3	3,5	3,6	2,0	3,1	4,0	5,3	4,1	1,8	1,5	1,1	-8,8	-4,2	-3,0
Roumanie	-5,2	3,3	3,8	2,5	2,5	2,4	5,9	6,2	5,1	-4,6	-4,8	-4,9	-10,3	-11,3	-12,5
Suède	-3,4	3,3	2,4	0,6	0,8	1,3	8,8	9,2	8,1	4,4	3,9	4,0	-3,9	-2,5	-1,4
UE	-7,4	4,1	3,0	0,7	1,3	1,5	7,7	8,6	8,0	2,5	2,5	2,7	-8,4	-6,1	4,5
Royaume-Uni	-10,3	3,3	2,1	0,9	2,3	2,9	5,0	7,3	6,2	-3,1	-2,9	-2,7	-13,4	-9,0	-7,6
Chine	2,1	7,3	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japon	-5,5	2,7	0,9	0,1	0,1	0,3	3,1	2,9	2,7	2,3	2,8	2,9	-13,9	-5,6	-3,5
Etats-Unis	-4,6	3,7	2,5	1,1	1,6	1,8	7,7	6,2	5,4	-3,0	-3,4	-3,2	-15,3	-6,9	-4,7

Source : Commission européenne, « Prévisions économiques automne 2020 », novembre 2020.

suite de la récession économique, soit trois années perdues dans la lutte contre la pauvreté [Banque mondiale, 2020]. En France, 1,3 million de personnes ont demandé assistance au Secours populaire lors des deux mois du premier confinement, dont près de la moitié pour la première fois [Ipsos/SPF, 2020]. Elles étaient 3,3 millions sur toute l'année 2019.

Sur les marchés financiers, on a pour l'instant assisté à un « découplage entre l'augmentation des valorisations boursières et la situation de l'économie

réelle » [FMI, 2020]. Dans son analyse 2020 de la surveillance des risques liés à l'intermédiation financière non bancaire, qui représente 40 % du système financier de l'UE, le Comité européen des risques systémiques [CERS, 2020] identifie des déficiences structurelles et des vulnérabilités portant sur :

- la prise de risque, le risque de liquidité, l'incertitude sur les prix et les risques associés à l'effet de levier de certains types de fonds d'investissement et d'autres institutions financières non bancaires ;

- l'interdépendance et le risque de contagion entre les secteurs et au sein du secteur financier non bancaire, y compris les liens nationaux et transfrontaliers ;
- les risques liés aux activités – procyclicité, effet de levier et risque de liquidité – créés par l'utilisation de produits dérivés et les opérations de financement sur titres.

L'utilité et les compétences de l'UE

C'est dans ce contexte que l'UE a montré son utilité, là où elle avait des compétences. Elle a dû mobiliser l'ensemble des outils dont elle dispose et en inventer de nouveaux. Après un délai de réaction et de chacun pour soi pendant lequel la BCE s'est, comme en 2007-2008, retrouvée seule à agir, l'UE a su tirer des leçons de la GCF. La Commission européenne l'a fait en aménageant le régime des aides d'Etat du 19 mars au 31 décembre 2020. Elle a ensuite prolongé cette décision jusqu'au 30 juin 2021 pour l'encadrement temporaire des aides et jusqu'au 30 septembre 2021 pour les soutiens à la recapitalisation, permettant ainsi aux Etats membres de soutenir les entreprises dont la trésorerie a été sérieusement dégradée par le ralentissement ou l'interruption de l'activité économique. Elle l'a fait en accordant plus de flexibilité dans l'usage et les réallocations des fonds structurels.

Elle l'a fait en proposant pour la première fois au Conseil, qui l'a acceptée, la suspension, temporaire, de l'application des règles du pacte de stabilité par l'activation de la clause dérogatoire générale pour l'instant jusqu'à la fin de 2021.

La BCE, de son côté, est intervenue très tôt, parallèlement à l'action de la Federal Reserve (FED) aux Etats-Unis qui a ouvert ses accords de *swaps* (1), avec la mise en place d'un plan exceptionnel d'achats d'actifs (souverains et actifs privés) et le lancement du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) à hauteur de 750 Md€ dès le 18 mars 2020 auxquels se sont

ajoutés 600 Md€ le 4 juin, en plus des 300 Md€ du PSPP (*Public Sector Purchase Programme*).

Le Conseil européen du 23 avril 2020, sur proposition de la Commission européenne, a adopté un paquet d'urgence de 540 Md€ avec trois volets, l'un pour le souverain et la santé avec la possibilité de mobiliser des prêts du Mécanisme européen de stabilité (MES) à hauteur de 240 Md€, une capacité nouvelle de prêts en faveur des entreprises de la Banque européenne d'investissement (BEI), à hauteur de 200 Md€, et l'instauration, pour la première fois, d'un instrument temporaire de soutien aux régimes nationaux d'assurance chômage pour aider à protéger les emplois et les travailleurs, SURE (*Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), d'un montant de 100 Md€.

En octobre 2020, les deux derniers instruments avaient été mobilisés, SURE à hauteur de 90 Md€, répartis entre 17 Etats membres, avec le versement d'une première tranche de 17 Md€ en faveur de l'Italie, l'Espagne et la Pologne. L'utilisation du premier pourrait être plus incertaine quand bien même porte-t-il sur une enveloppe correspondant à 2 % du PIB. Il est peu probable que l'Allemagne utilise les 70 Md€ qui lui ont été ainsi alloués. La France, compte tenu de son taux d'emprunt qui reste très favorable sur les marchés pour financer sa dette, aura-t-elle intérêt à utiliser cette facilité, qui la mettrait sous pilotage du MES, même avec une conditionnalité adaptée ? Cela n'est pas certain. Même pour l'Italie, la situation est à peu près identique. La BCE, en intervenant très vite et massivement, soulageant dans l'immédiat l'Espagne et l'Italie, a pris de court le « club des radins (2) » ou des « frugaux ». La nouvelle ligne de prêts du MES a pu ainsi être vue comme un moyen de remettre des Etats membres sous le contrôle de ce mécanisme. Dans ces conditions et au regard de l'expérience passée, on comprend mieux le peu d'empressement des Etats à y faire appel et l'on peut s'interroger sur l'avenir du MES. Un débat s'était ouvert, avant la crise, sur la nécessité de le transformer profondément pour en faire un instrument communautaire et non plus intergouvernemental. Il n'avait

pas abouti, mais l'emprunt commun, dont il est question ci-après, obligera à le reprendre dans ce nouveau contexte.

Au-delà de ces trois volets, il manquait un plan de relance. C'est l'élan principal qui est venu du plan Next Generation EU de 750 Md€⁽³⁾ pour financer, pour la première fois par un emprunt commun, le soutien à l'activité économique, avec des subventions pour un montant total de 390 Md€ adossé à un cadre financier pluriannuel (CFP) in fine de 1 074 Md€ pour sept ans.

Ce plan a été rendu possible après un accord franco-allemand initial sur un plan de 500 Md€ de subventions, financé par l'emprunt.

Cette mutualisation inédite de l'emprunt pour financer des subventions et non uniquement des prêts, comme l'UE l'avait fait jusqu'ici à travers différents mécanismes (facilité de balance de paiement, « plan Juncker », MES), lève un tabou et constitue une étape importante de la construction européenne.

Au regard de la proposition de la Commission européenne construite autour de trois piliers⁽⁴⁾, la négociation au Conseil, notamment sous la pression des « frugaux » qui ne voulaient que des prêts, a conduit à un bras de fer conclu lors du Conseil européen qui s'est tenu du 17 au 21 juillet 2020, le plus long de l'histoire. Il apporte plusieurs modifications importantes à la proposition initiale. Si le montant de 750 Md€ a été préservé, la part des subventions est passée de 500 Md€ à 390 Md€ dont 312,5 Md€ pour le Fonds de relance et de résilience (FRR). Le poids des Etats et de l'intergouvernemental a été renforcé dans la gouvernance. Toutes les dépenses qui n'étaient pas pré-affectées, c'est-à-dire celles qui étaient mutualisées, soit souvent les ambitions post-Covid proposées par la Commission, ont été sacrifiées, limitant ainsi la portée de l'avancée que représente la mutualisation de l'emprunt. C'est le cas pour la création d'un instrument de soutien à la solvabilité des entreprises – qui était par ailleurs un outil pertinent dans le contexte de concurrence forte avec les Etats-Unis

ou la Chine – pour le programme d'investissement dans des infrastructures stratégiques, le programme de santé et le programme Erasmus.

Le Parlement européen avait arrêté son mandat de négociation autour de trois priorités : le rétablissement de programmes d'avenir post-Covid ; la fixation d'un calendrier clair pour la mise en œuvre de nouvelles ressources propres – alors que le Conseil était finalement tenté de laisser tomber ce volet du plan – ; l'exercice d'une réelle conditionnalité lié à l'Etat de droit. On aurait pu imaginer d'autres angles, par exemple, sur les conditions de réforme du pacte de stabilité ou de pérennisation du mécanisme SURE, mais il eut été plus difficile de réunir des majorités sur ces points.

Finalement, les négociations qui ont été conclues le 10 novembre 2020 permettront de redéployer 16 Md€ – quand le Parlement européen en demandait 39 Md€ pour renforcer le financement de quinze programmes –, dont 11 Md€ au titre du reversement au budget de l'UE, pour la première fois, du produit des amendes liées à l'exercice du droit de la concurrence. Au regard des dépenses, 1 Md€ sera affecté à un instrument de flexibilité. Le mouvement le plus significatif est le triplement du budget d'un programme santé EU4Health, porté à 5,1 Md€. Cependant, les difficultés pour obtenir un accord au Conseil européen en juillet 2020 et l'épée de Damoclès que constitue la nécessaire ratification par tous les parlements nationaux des Etats membres ont considérablement limité les marges de négociation et interdit de corriger ses lacunes les plus béantes qui portent d'abord sur l'absence totale de prise en compte de l'impact social de la crise, en particulier pour les jeunes, les plus défavorisés ou encore pour les métiers et les secteurs les plus exposés.

Les Etats membres de la zone euro ont présenté à la Commission européenne le 15 octobre 2020 leur projet de budget pour 2021, alors que le pacte de stabilité et de croissance est gelé. Pour certains Etats membres, la tentation de vouloir redresser trop vite et trop brutalement leurs finances publiques s'y retrouve.

Du côté de la Commission, le risque d'assister à un examen de ces plans, autour de « vieux » critères à partir d'une interprétation classique de la « réforme structurelle », n'est pas totalement écarté ; ce risque existe pour l'ensemble des plans nationaux de relance et de résilience qui devront être présentés au plus tard le 30 avril 2021 pour élarger au FRR où un système de pénalité est prévu si ces plans ne répondent pas à certains critères d'évaluation. Pourtant, « si l'on a appris une chose de cette crise, c'est que les plans d'économies sur les systèmes de santé, mais aussi d'éducation, de justice ou de sécurité, sont des catastrophes absolues » (5). Cette considération est d'autant plus importante que, compte tenu de son délai de déblocage, on devrait considérer le volet européen du soutien à l'activité économique des Etats membres comme plus structurel qu'anticyclique.

On doit aussi déplorer une perte de la dynamique engagée depuis plusieurs années pour faire vivre un débat macroéconomique autour d'une position budgétaire agrégée (*aggregate fiscal stance*). L'urgence ne commande pas tout et l'on peut s'inquiéter que cet exercice s'engage sur la base d'un cadrage qui n'a pas été adapté. La Commission européenne n'a en effet pas jugé nécessaire de reprendre et de corriger le document de référence, la « Stratégie annuelle de croissance durable » publiée le 17 septembre 2019, amenuisant ainsi les chances d'un débat où l'on aurait pu prendre en compte les intérêts de l'UE dans son ensemble. La négociation sur les budgets nationaux, dans un tête-à-tête entre la Commission et les gouvernements de chaque Etat membre, est de nouveau privilégiée.

Au fil de l'eau, la particularité de la zone euro et de ses besoins spécifiques paraît pour l'instant également mise de côté. D'autant plus que le plan de relance n'est que temporaire et que la négociation s'est nouée en articulation avec le seul cadre financier pluriannuel (CFP), sans dimension zone euro particulière.

Certains dans l'opinion publique et au sein des gouvernements ont parfois eu l'impression que le Parlement européen devait accepter tel quel l'accord

conclu entre les chefs d'Etat et de gouvernement. Lorsqu'on examine les revendications qu'il a mises en avant, on peut ne pas partager ce point de vue. D'autant plus que l'expérience nous enseigne que le Parlement européen, moins pris dans l'étau de la négociation entre les Etats membres, permet parfois d'avancer avec une perspective utile de plus long terme. Cela a, par exemple, été le cas en mai 2010 au cœur de la GCF. Alors que le sommet de l'Eurogroupe décide de créer un groupe de travail présidé par le président de l'Union européenne, Herman Van Rompuy, composé, en pleine explosion de la crise de la dette souveraine, par des ministres des Finances sous la pression des marchés pour travailler à la bonne gouvernance économique, le Parlement européen travaille, quant à lui, sur le rapport d'une commission spéciale sur la crise financière, économique et sociale. C'est dans ce cadre qu'est proposée la constitution d'un « vrai » groupe de sages. La Commission européenne s'y est finalement opposée au motif que cela ne permettrait pas d'aller assez vite... Que de temps perdu depuis ! Dans le même esprit, lors de la négociation du « plan Juncker » en 2014, le Parlement européen souhaitait obtenir la possibilité de son renouvellement, l'obligation de flécher un pourcentage de ses investissements pour la transition écologique, l'affinement de ses critères pour prendre en compte des besoins spécifiques de certains Etats membres et l'amélioration de son articulation par l'intervention dans sa mise en œuvre des banques nationales de développement au côté de la BEI. Tous ces points ont finalement été considérés lorsque la Commission et les Etats membres ont accepté de prolonger le plan en 2017, avant qu'il ne devienne le programme InvestEU pour la période du CFP suivant (2021-2027).

S'agissant du FRR, le Conseil eut très bien pu avancer sans attendre le Parlement européen puisqu'il repose sur l'emprunt hors CFP. La réalité est que c'est au sein même du Conseil que le FRR a été pris en otage par des Etats membres, qui voulaient au préalable s'assurer que la conditionnalité de mise en œuvre du CFP portant sur le respect de l'Etat de droit ne les pénalise pas trop.

Reste à savoir si ce dispositif sera suffisant au regard de l'importance de la récession liée à la Covid-19 et aux mesures décidées. Plusieurs voix s'expriment en ce sens en soulignant le risque que ce soit la BCE qui continue à intervenir en première ligne, comme sa présidente s'y est dite prête [Lagarde, 2020], alors que dans un environnement de taux bas, on pourrait penser que le bon *policy mix*, qui requiert une coordination minutieuse, devrait reposer davantage sur la politique budgétaire.

Dans le domaine de la régulation et de la surveillance financière, la Commission européenne, pour faciliter la mobilisation des capitaux privés notamment en faveur des petites et moyennes capitalisations, a initié, en juillet 2020, des révisions ciblées de la directive sur les marchés d'instruments financiers (Mifid), des règlements sur les prospectus, la titrisation et les exigences en fonds propres (CRR). L'objectif est d'« alléger les charges administratives inutiles dans la législation de l'UE afin de faciliter la recapitalisation des sociétés de l'UE sur les marchés financiers ». Ces propositions de révision ont donné lieu à l'expression de plusieurs préoccupations. Pour la Mifid, l'assouplissement du régime des limites de position pour contrats dérivés sur le marché de l'énergie libellés en euros a été considéré par certains comme excessif. La transparence sur les dépenses de recherche ainsi que les conditions de conseil sont également en jeu. S'agissant de la titrisation, les réserves portent sur la façon d'inclure des considérations de durabilité, de traiter les garanties et de veiller à ce que les risques macroprudentiels de toute augmentation de la titrisation synthétique puissent être minimisés. D'une manière générale, on observe un risque que des parties prenantes cherchent à profiter de ces négociations pour revenir sur certains arbitrages qui avaient pu se faire contre leurs positions notamment en matière de protection de l'investisseur, de dégroupage de la recherche et donc de transparence des coûts. Or la législation qui est ainsi modifiée reflète des enseignements tirés, notamment dans le cadre du G20, de la GCF. Le même risque existera lors de l'ouverture des négociations de fond quant à la révision de la Mifid ou de la directive Solvabilité II et de la mise en œuvre

des accords de Bâle III d'ores et déjà reportée, avec une entrée en vigueur retardée d'un an au 1^{er} janvier 2023.

Parallèlement, afin de préserver les fonds propres des banques, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a, dès le 12 mars 2020, appelé à la modération des banques dans la distribution de dividendes, les rémunérations variables et les bonus [ABE, 2020], et à des moratoires sur le remboursement d'emprunt, sans que cette dernière mesure soit reconduite après septembre 2020. La BCE, de son côté, a, dans une recommandation du 27 mars 2020, demandé aux banques de ne pas distribuer de dividendes pour une période initiale allant jusqu'au 1^{er} octobre ; elle l'a, en juillet, prolongée jusqu'à la fin de 2020. Pour le président de l'ABE, l'heure de vérité sonnera avec le test de résistance bancaire reprogrammé à 2021, pour lequel une augmentation des prêts non performants (NPL) est prévisible puisqu'elle apparaît déjà dans les données disponibles. Sur ce point, le président du Mécanisme unique de surveillance (MUS), Andrea Enria, estime que « selon les estimations de la BCE, dans un scénario sévère mais plausible, les NPL des banques de la zone euro pourraient atteindre 1,4 Md€, bien au-dessus des niveaux des crises financière et souveraine » [Enria, 2020] le conduisant à renouveler ses propositions de création d'une *bad bank*. La Commission européenne doit, de son côté, présenter une révision du plan d'action de 2018 sur le traitement des NPL qui se penchera à nouveau sur la création d'un marché secondaire pour les prêts non performants. Ce plan devrait aussi énoncer des pistes de convergence entre les cadres nationaux d'insolvabilité et de recouvrement de dette, cadres qui déterminent l'exécution des prêts.

L'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) travaille pour sa part à développer des « solutions de résilience communes » pour le risque pandémique, tandis que l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) souligne l'« importance d'une divulgation adéquate d'informations non financières, en particulier sur la dimension sociale, et la nécessité d'améliorer la divulgation des risques liés au changement climatique » [AEMF, 2020].

Les trois autorités européennes de supervision financière (AES) constatent que « les risques de liquidité, de crédit et de solvabilité ont augmenté dans tous les domaines » [AES, 2020].

Tirer les leçons de la Covid-19

Avec 50 millions de cas et 1,25 million de morts dans le monde dont 290 000 au sein de l'UE au début de novembre 2020, la Covid-19 oblige à se déplacer, à ne pas penser que l'on va revenir « à la normale ».

C'est le message lancé par la plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques (IPBES) à propos des liens entre la dégradation de la nature et l'augmentation des risques de pandémies. Les experts affirment qu'il est possible d'échapper à une « ère des pandémies », mais que cela exigera un changement radical d'approche [IPBES, 2020].

C'est en prenant toute cette mesure que cette crise pourra être utile pour l'Union européenne.

Cela suppose de tirer les leçons à court et long terme de la première vague de la Covid-19 et de la façon dont elle a pris de court l'UE quant à l'absence de stocks stratégiques, de gestion des frontières, de coordination entre les Etats membres. C'est visiblement le sens que la Commission européenne veut donner à son initiative « en vue de renforcer la préparation et la réponse de l'UE face aux crises sanitaires transfrontalières » en permettant notamment de déclarer une « urgence de santé publique » sans attendre l'OMS.

Cela suppose aussi de ne pas refaire les erreurs commises après la GCF. Beaucoup de leçons en ce sens ont déjà été tirées que ce soit au niveau de l'UE ou de chaque Etat membre. Pour autant, on voit la tentation de « profiter » de cette crise pour assouplir certaines réglementations au nom du soutien à l'activité économique. Suivre cette pente serait d'autant plus dommageable que l'analyse lucide que permet le

recul oblige à reconnaître qu'en 2007-2010, l'accent a été mis sur le sauvetage du système bancaire sans remise en cause fondamentale de son rôle, de son mode de fonctionnement, de son architecture. En témoignent la persistance de montages fiscaux critiquables ou le renforcement de la place de la « finance de l'ombre », qui représentait 98 Md\$ en 2008, 180 Md\$ en 2020. Ne pas reproduire les erreurs du passé, c'est aussi ne pas imposer un retour trop rapide à l'équilibre des comptes publics et donc à une certaine rigueur budgétaire qui tuerait dans l'œuf l'efficacité des instruments innovants mis en place, aggraverait les divergences entre les Etats membres et minerait la compétitivité de l'UE vis-à-vis de ses grands concurrents que sont les Etats-Unis et la Chine.

Le court-termisme, que ne commande pas uniquement l'urgence, s'avère être un penchant presque inéluctable dans la gestion des crises. Ici, pas plus qu'ailleurs, il n'est très bon conseiller. Son effet le plus direct est de regarder avant tout la réalité à travers une volonté d'un « retour à la normale ». Dans la crise provoquée par la Covid-19, les prévisions de l'OCDE publiées en juin 2020 – après celles de la Commission européenne et du FMI – sont les seules à mesurer l'impact possible d'un scénario de deuxième vague à l'automne 2020. L'impression prévaut que personne parmi ceux en charge de gérer la crise n'a voulu y prêter attention ou que tous ont préféré faire comme si elles n'existaient pas, au point de se retrouver, pour la majorité d'entre eux, à nouveau pris de court par l'arrivée de la deuxième vague de la maladie à l'automne 2020.

Pour que cette crise due au coronavirus soit utile à l'Union européenne, il faudra consolider le franchissement temporaire des « tabous » qu'elle a autorisé.

Dans le domaine de la politique économique cela concerne en premier lieu le pacte de stabilité dont la réforme est plus nécessaire que jamais. Sa suspension ouvre un débat sur les conditions de son retour et de sa réforme. En toute hypothèse, le pacte ne devrait être à nouveau applicable qu'après avoir été réformé. C'est en ce sens que le Comité budgétaire européen

s'est notamment prononcé [Comité budgétaire européen, 2020].

A l'occasion de cette réforme, beaucoup de questions critiques devront être traitées et des débats liés devront être relancés, en particulier sur :

- la capacité d'analyse partagée d'une position budgétaire agrégée (*aggregate fiscal stance*) au sein de la zone euro ;
- la pérennisation d'une capacité d'emprunt et la création d'une capacité budgétaire spécifique de la zone euro ;
- un stabilisateur automatique pour la zone euro face à des chocs macroéconomiques, exogènes ou non ;
- la procyclicité du pacte et l'abandon de la macro-conditionnalité ;
- le besoin de réduire les divergences entre les Etats membres encore aggravées par la crise de la Covid-19, alors qu'il s'agissait d'une crise exogène ;
- la prise en compte des besoins d'investissement de long terme et des dépenses destinées à financer les biens communs, la santé et le système hospitalier ou le pacte vert ;
- la gestion de la dette publique et privée dans un environnement durable de taux bas, lié ou non aux dépenses « exceptionnelles » engagées pour faire face à la crise sanitaire et aux moyens mis en œuvre pour la combattre, au-delà de l'idée d'un cantonnement, alors que le débat sur la valorisation des risques attachés à la dette souveraine n'était pas clos avant le déclenchement de la crise.

Les travaux sur la pérennisation et la transformation de SURE en tant que stabilisateur automatique devraient également être entrepris.

L'issue de ce débat dépendra de la possibilité ou non de convaincre, au-delà de l'étape engrangée avec

la mise en place d'un emprunt commun, les « radins » et en Allemagne de faire bouger les lignes sur le déficit zéro et le frein à l'endettement.

En parallèle, l'ouverture du débat sur la révision de la stratégie de la politique monétaire de la BCE, lancée avant l'éclatement de la crise sanitaire et économique, doit non seulement permettre, comme cela était une ambition déjà affichée, d'intégrer les objectifs de la lutte contre le réchauffement climatique, mais aussi de prendre la mesure que la crise a eu sur l'emploi ou le développement de la digitalisation et la relocalisation de certaines activités. Le rôle de premier plan joué par la BCE dans cette crise, tant par ses interventions que par leur impact sur la question de l'endettement tant public que privé au sein de la zone euro, devra conduire à rouvrir la question de la transparence des décisions et des débats de l'institution monétaire et du rôle du Parlement européen.

Cette crise accélère aussi des tendances qui étaient latentes. Elle doit servir à en prendre la pleine dimension et à tirer les conséquences de toutes les transformations que ces évolutions induisent et qui inscrivent ces tendances au premier rang. C'est vrai qu'il s'agisse de l'essor du télétravail et de ses conséquences sur le droit du travail et l'organisation de l'entreprise, du développement des plateformes numériques, de leur fiscalité et de leur impact sur le fonctionnement de la démocratie, de l'avenir du secteur aérien ou du besoin de relocalisation de certaines activités industrielles au sein de l'UE, de la correction qui doit être apportée à la dépendance de l'UE vis-à-vis de l'extérieur, notamment dans le domaine pharmaceutique ou des équipements sanitaires, de la nécessité de se doter de stocks stratégiques, de l'impératif pour l'UE de penser son autonomie, sa souveraineté.

Dans l'opinion publique, avant la crise de la Covid-19, on observait une attention grandissante autour des questions de santé liées au vieillissement de la population, à la sécurité alimentaire, à l'impact sur l'être humain des glyphosates, des OGM ou des perturbateurs endocriniens, à l'usage des plastiques ou au déclin de la biodiversité. La crise de la Covid-19

oblige à mieux capter ces signaux, à traiter ces thèmes à une autre échelle et doit conduire à tirer en interne tous les enseignements d'une crise d'abord vécue comme exogène. Cela devrait conduire à se poser la question de la double matérialité. Quel est l'impact de cette crise ? Qu'est-ce que cela doit changer pour nous ?

Au moment de son apparition, la Commission von der Leyen venait de construire la colonne vertébrale de son mandat autour du pacte vert (Green Deal) pour permettre à l'économie européenne d'atteindre la neutralité climatique d'ici à 2050, pour mettre en œuvre la transition écologique, les accords de Paris de 2015 et à un certain degré les objectifs de développement durable (ODD) adoptés la même année dans le cadre des Nations unies. La crise sanitaire a pu faire craindre une inversion des priorités, l'urgence santé chassant la priorité de la transition écologique. A l'autre bout du spectre, la récession provoquée par l'impact économique des mesures prises a conduit certains à demander la mise entre parenthèses des objectifs liés à l'application du Green Deal ou de sa réouverture pour en renvoyer à plus tard les ambitions et à redéfinir une priorité autour des enjeux économiques et d'emploi au sens classique des termes. La Commission a su à juste titre résister à cette tentation. Mais il faut aller plus loin. Sans opposer les priorités sanitaire et écologique, il faut prendre en compte l'impératif de santé révélé par cette crise, revisiter la priorité de la transition écologique au regard de ce que la crise nous a appris et de ses conséquences sociales. Cela doit conduire l'UE à ajuster sa stratégie. Cela concerne tant une attention accrue aux questions de biodiversité qu'à celles du numérique et du télétravail, des circuits courts et de l'économie circulaire, de l'investissement nécessaire en matière de santé, de lutte contre les inégalités, contre la pauvreté et contre la précarité, ou pour l'insertion des jeunes. Il ne suffit pas d'augmenter les objectifs définis en prenant le risque de les rendre irréalistes. Il s'agit de les relocaliser en intégrant l'impact d'une donnée exogène qui ne peut pas être uniquement regardée comme telle, en ce qu'elle dit des dysfonctionnements européens.

Ce qui est vrai pour la stratégie globale de l'UE doit aussi être décliné. Ainsi dans le domaine des grands indicateurs, le serpent de mer du débat sur la valeur du PIB doit être rouvert. Quelle que soit la récession enregistrée comme effet des mesures arrêtées pour combattre la Covid-19, chaque mort en réanimation a, par un effet mathématique, contribué à augmenter le PIB...

De la même manière dans le domaine des normes comptables, on connaît la difficulté de faire admettre à l'International Accounting Standards Board (IASB) la prise en compte du climat. Il faut pourtant aller plus loin pour prendre en compte les facteurs environnementaux, sociaux et gouvernementaux (ESG). Le travail engagé par l'European Financial Reporting Advisory Group (Efrag) doit y contribuer.

C'est le sens de l'initiative lancée par la Commission européenne autour de la réouverture de la directive sur les données non financières (NFRD). Cette révision doit doter l'UE d'un nouveau corpus de standards robustes, sans affaiblissement de l'information financière et en renforçant les tests de résistance menés par les autorités de supervision pour prendre en compte les enjeux climatiques et post-Covid-19. Dans la course à l'excellence normative, l'UE qui avait prévu d'ouvrir cette révision avant même la crise de la Covid-19 doit assurer l'unité européenne et montrer l'exemple. Dans ce domaine, la France bénéficie d'une législation souvent prise en exemple, notamment l'article 173 ⁽⁶⁾ ; cela ne doit pas interdire de compléter cette approche, bien au contraire, y compris pour participer à l'actualisation de la vision européenne sur ce thème et à sa contribution à une diplomatie normative.

Du point de vue de la régulation financière, on a déjà mentionné les risques liés à la réouverture de certaines directives ; celle-ci devra aussi s'inscrire dès l'origine dans un objectif de favoriser l'investissement long terme. Il est ainsi frappant que la Commission européenne ait présenté son plan d'action pour l'Union des marchés des capitaux (UMC) comme si ni la Covid-19, ni le Green Deal n'existaient. Elle l'a aussi fait indépendamment de ses propositions sur

l'information non financière ou sur l'impératif d'une orientation long terme de l'investissement, élément pourtant central d'une CMU post-Covid. Sur le renforcement des pouvoirs des AES, la proposition est aussi quasiment inexistante, alors que c'est un rempart de plus en plus indispensable face à la pluralité et à la géographie des risques.

Sur le volet externe de ses politiques, là aussi, la crise de la Covid-19 met l'accent sur des tendances latentes et oblige à revisiter certaines politiques, pratiques ou priorités de l'UE.

Elle confirme l'impression de folie que représente pour le peuple britannique le Brexit au moment où cette crise illustre nos interdépendances quels qu'aient été les réflexes nationaux. Chacun sait désormais, que ce soit en matière de vaccin ou d'autonomie stratégique, qu'aucun Etat européen ne peut prétendre s'en sortir seul.

Dans les organisations internationales, et ce quel que soit l'espoir d'un retour dans le jeu des Etats-Unis après l'élection de Joe Biden, les Européens ont une responsabilité particulière pour faire vivre, en contribuant à les rénover, les institutions multilatérales. C'est vrai pour l'OMS à propos de laquelle ils sont parvenus à adopter, lors de la réunion des ministres de la Santé le 30 octobre 2020, une proposition pour l'assemblée générale afin de la renforcer, notamment en révisant le système d'alerte en cas d'urgence sanitaire et en prévoyant une meilleure coopération entre l'OMS et l'Agence européenne de prévention et de contrôle des maladies (European Centre for Disease Prevention and Control, ECDC).

Dans le domaine commercial, chantier largement ouvert avant la crise sanitaire, la nouvelle donne américaine renforce l'exigence pour l'UE de penser à ses moyens de peser dans le tête-à-tête qui se joue entre la Chine et les Etats-Unis, car ce duel n'est pas remis en cause par le changement d'administration à Washington, même si l'on peut en attendre des méthodes plus conformes aux usages diplomatiques et plus de volonté de trouver des passerelles avec les Européens.

Plus fondamentalement, les vulnérabilités de l'UE révélées par cette crise l'obligent à poser dans des termes différents la question de son autonomie et de sa souveraineté. L'Europe ne peut pas se penser à l'échelle internationale uniquement comme un marché ouvert et arrêter sa stratégie commerciale extérieure en dehors de sa dimension géostratégique ou de la valorisation du rôle et de la prise en compte de l'impact externe de ses politiques internes, que ce soit dans le domaine des normes qui concernent l'environnement, la concurrence, la fiscalité et l'ajustement carbone aux frontières, l'euro ou encore la régulation financière. Elle doit le faire alors qu'émergent de nouveaux empires – la Russie, la Chine, la Turquie – « souverainistes vers l'extérieur et autoritaires vers l'intérieur », « fondés sur d'autres valeurs que les nôtres » et face auxquels l'Europe doit apprendre à parler le langage de la puissance pour reprendre les propos du chef de la diplomatie européenne, Josep Borrell [2020].

Pour mettre en œuvre de telles orientations, il faut identifier les enceintes où la pensée de long terme peut être utilement élaborée. A sa manière, le Conseil européen, sous l'autorité de son président Charles Michel, a conscience de l'enjeu puisqu'il a prévu un calendrier de discussions stratégiques (7). Mais il faudra élargir le cercle. La conférence sur l'avenir de l'Union en projet, quelles que soient les vicissitudes de sa conception, pourrait devenir une enceinte utile et bienvenue.

Dans cet esprit, la perspective de la présidence par la France de l'UE au premier semestre 2022, au cours duquel aura également lieu l'élection présidentielle (8), définit un horizon important. En ce sens, les travaux de réflexion menés par la *Revue d'économie financière* ont toute leur place pour nourrir et commenter un débat urgent qui ne fait que commencer.

Notes

1. Accord conclu entre deux parties qui s'échangent un montant déterminé de devises étrangères et s'engagent mutuellement à effectuer régulièrement des paiements correspondant aux intérêts ainsi qu'à se rendre le montant échangé à une échéance déterminée.

2. Pays-Bas, Danemark, Suède, Autriche.

3. On notera que c'est symboliquement aussi le montant du plan adopté le 10 mai 2010 (250 Md€ du FMI, 60 Md€ pour le Mécanisme européen de stabilité financière, 440 Md€ pour le Fonds européen de stabilité financière) même s'il est d'une nature très différente.

4. 1. Soutenir les Etats membres en matière d'investissements et de réformes. 2. Relancer l'économie de l'UE en attirant des investissements privés. 3. Tirer les enseignements de la crise.

5. Daniel Cohen cité dans Claire Gatinois, « Le gouvernement face au défi de l'imprévisibilité de la pandémie », *lemonde.fr*, 2 novembre 2020.

6. Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte du 18 août 2015.

7. Climat (15-16 octobre 2020 et 10-11 décembre 2020) ; commerce (10-11 décembre 2020) ; union économique et monétaire (10-11 décembre 2020 et 25-26 mars 2021) ; santé (février 2021) ; sécurité et défense (février 2021) ; marché unique, secteur numérique y compris la taxation, transitions numériques et climatiques (7-8 mai 2021 à Lisbonne) ; libre circulation (24-25 juin 2021).

8. Comme en 1995, alors que la présidence du deuxième semestre 2000 était marqué par la signature du traité de Nice et celle du deuxième semestre 2008 par la chute de Lehman Brothers.

Bibliographie

ABE, Statement on Dividends Distribution, Share Buybacks and Variable Remuneration, Autorité bancaire européenne, 31 mars 2020.

AEMF, Rapport sur les priorités de mise en œuvre 2020, Autorité européenne des marchés financiers, 28 octobre 2020.

AES, Rapport conjoint, Autorités européennes de supervision, 22 septembre 2020.

Banque mondiale, Rapport bisannuel sur la pauvreté et la prospérité partagée, 7 octobre 2020.

BORRELL J., Entretien avec *Le Journal du dimanche*, 29 août 2020.

CERS, "EU Non-Bank Financial Intermediation Risk Monitor 2020", Comité européen des risques systémiques, 21 octobre 2020.

Comité budgétaire européen, Rapport annuel, 20 octobre 2020.

ENRIA A., Discours à la conférence sur la réglementation bancaire européenne de Handelsblatt, Francfort, 3 novembre 2020.

FMI, Perspectives de l'économie mondiale, Fonds monétaire international, octobre 2020.

GATINOIS C., « Le gouvernement face au défi de l'imprévisibilité de la pandémie », *Le Monde*, 2 novembre 2020.

IPBES, Rapport sur la biodiversité et les pandémies, Plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques, 29 octobre 2020.

Ipsos ; Secours populaire français, « 14^e baromètre. Sur la perception de la pauvreté par les Françaises et les Français. Quel impact de la crise sanitaire sur la précarité en France ? », 30 septembre 2020.

LAGARDE C., Entretien avec *Le Monde*, 19 octobre 2020.

CRISE DE LA COVID-19 : LA PLACE DE L'ASSURANCE DANS LE MONDE D'APRÈS

Florence Lustman

Présidente de la Fédération française de l'assurance

■ Pandémies, climat, tensions politiques, vieillissement, révolution numérique... le « monde d'après » offrira bien des opportunités aux plus agiles, mais aussi de sérieux défis collectifs. Dans ce monde à la fois ouvert et instable, particuliers et entreprises exigeront des protections nouvelles et des acteurs économiques responsables. L'assurance jouera un rôle crucial dans nos sociétés à condition de s'adapter à cette nouvelle donne.

■ THE PLACE OF INSURANCE IN A POST COVID-19 WORLD

Pandemics, climate, political tensions, ageing, digital revolution: the "post-covid world" will offer many opportunities to the most agile, but also pose serious collective challenges. In this open and unstable world, individuals and companies will require new forms of protection and responsible economic players. Insurance will play a crucial role in our societies provided that it adapts to this new situation.

On parle beaucoup du « monde d'après » depuis l'irruption du coronavirus. Il est vrai que cette pandémie aura bouleversé nos sociétés, en faisant plus d'un million de victimes, en ayant mis en lumière les dysfonctionnements de nos systèmes de santé, fait exploser le chômage et la dette, poussé les Etats à prendre des mesures sanitaires inimaginables il y a encore quelques mois. Elle aura surtout rappelé à nos sociétés modernes, qui se croyaient à l'abri des grands chocs de l'histoire, que les grandes crises sont encore possibles.

La Covid-19 sera l'un de ces événements qui marquent un « avant » et un « après » car ses conséquences seront lourdes et irréversibles. Mais cette crise ne doit pas être l'arbre qui cache la forêt. D'autres phénomènes, d'autres disruptions sont en train de transformer nos manières de vivre, de consommer, de travailler et de

nous protéger. Nous devons nous y préparer collectivement et, les assureurs au premier chef, car le monde qui vient exigera beaucoup d'eux.

L'âge des grands défis collectifs

Ce qui marquera le « monde d'après » sera l'émergence de grands défis, c'est-à-dire de phénomènes majeurs ayant le potentiel d'impacter l'ensemble de la société et appelant une réponse coordonnée, globale, de tous les acteurs économiques, politiques et sociaux.

De ces grands défis, le premier sera de loin le changement climatique. L'opinion publique a com-

mencé à le comprendre mais peine encore à imaginer les efforts qui devront être déployés pour limiter les impacts – potentiellement gravissimes – de ce défi. Même avec une température en hausse d'à peine 2 degrés par rapport à l'ère préindustrielle – ce qui impliquerait selon le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (Giec) d'atteindre la neutralité carbone dès 2060 –, les conséquences sur les phénomènes naturels et les habitats seront massives. Le *Global Risks Report 2020* du Forum de Davos rappelle que le réchauffement ne signifiera pas seulement davantage de tempêtes, d'épisodes de grêle ou de sécheresse, mais aussi une chute de la biodiversité, l'écroulement d'écosystèmes entiers – avec des conséquences massives sur l'agriculture –, des problèmes d'accès à l'eau et même une recrudescence des épidémies (1).

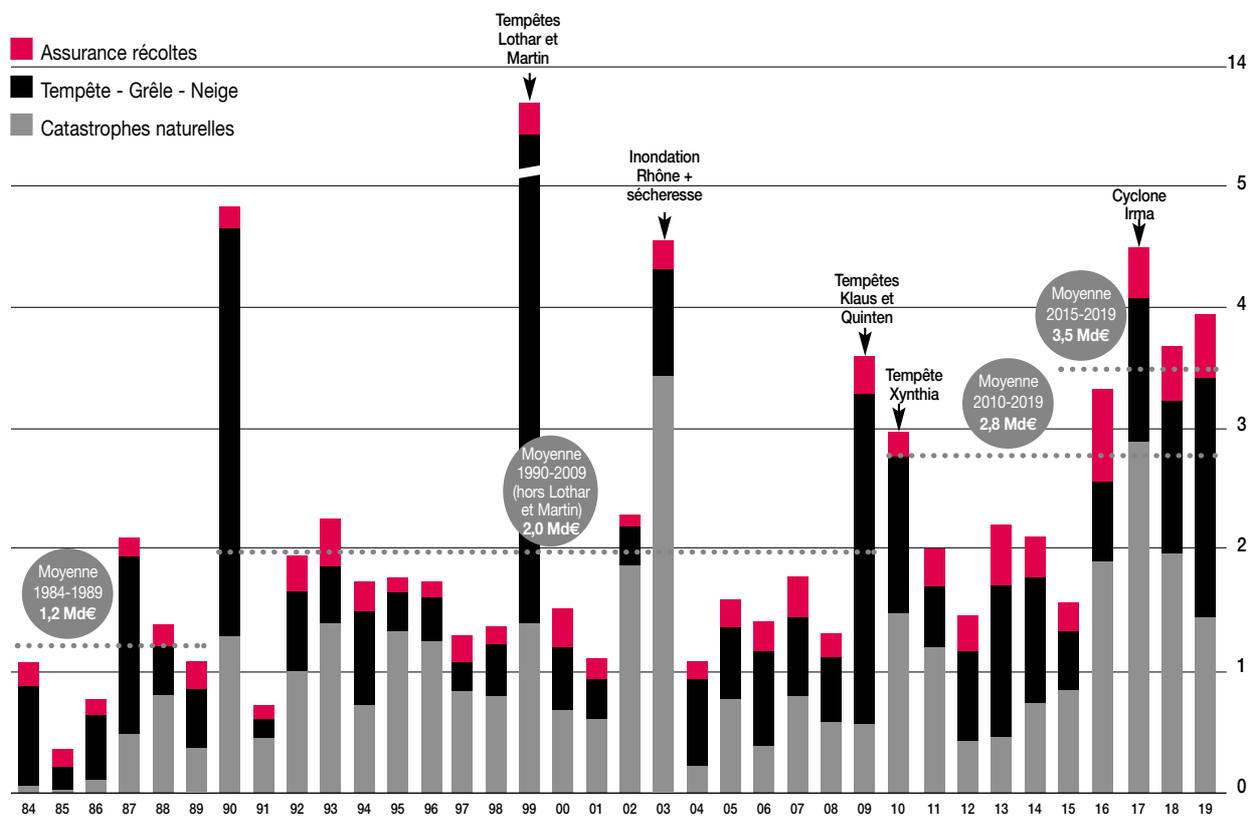
Les assureurs ont compris très tôt l'importance de ce défi. Ils sont aux premières loges pour constater l'évolution du risque sur le terrain et ont vu la facture des sinistres naturels augmenter d'année en année.

Cette facture a été multipliée par trois en à peine quarante ans (voir graphique 1) : si en 1984 les assureurs français indemnisaient en moyenne pour 1,2 milliard d'euros au titre des sécheresses, tempêtes, inondations et autres sinistres naturels, c'est plus de 3,5 milliards d'euros qu'ils doivent verser aujourd'hui chaque année, et la facture pourrait encore flamber (2).

L'habitabilité de certaines régions et la capacité de nos sociétés à faire face à des dégâts matériels et humains de plus en plus lourds dépendront de notre réponse collective, notamment en matière de prévention des risques et d'accompagnement des victimes.

Les assureurs peuvent jouer là un rôle essentiel, en contribuant à mieux comprendre le risque, déjà : dès l'an 2000, ils ont mis en place un organisme dédié, la Mission risques naturels (MRN), qui a été un précurseur sur l'utilisation de technologies de géo-services pour aider les entreprises d'assurance à mieux informer et sensibiliser leurs assurés sur les risques.

Graphique 1 - Historique des indemnités versées par les assureurs à la suite d'aléas naturels



Source : FFA, en euros constants 2019.

En améliorant le régime des catastrophes naturelles, également. Ce régime unique au monde, qui date de 1982, repose sur un partenariat public-privé visant à indemniser des risques majeurs que l'assurance et la réassurance privées ne pourraient assumer seules. Il a permis de protéger nos concitoyens face aux catastrophes les plus graves, mais aussi de faire revivre des territoires entiers qui auraient pu ne jamais se relever après un choc. Pensons aux îles de Saint-Martin et de Saint-Barthélemy et leurs 50 000 habitants, qui ont essuyé pour près de 2 milliards d'euros de dommages assurés et indemnisés. Ce régime doit maintenant s'adapter à la recrudescence des phénomènes violents.

Forts des retours d'expérience qu'ils font après chaque sinistre, les assureurs ont déjà mis des propositions sur la table : davantage de coordination entre les acteurs privés et publics, par exemple pour cartographier les risques ou organiser des « journées japonaises » dans les écoles et les entreprises afin de renforcer la culture du risque, davantage d'accompagnement des assurés en limitant les franchises d'assurance ou en étendant les garanties de relogement.

A côté du réchauffement climatique émergent aussi d'autres défis. La gestion des ressources naturelles et la recrudescence des risques sanitaires occuperont une place importante dans les agendas des pouvoirs publics et des entreprises dans les prochaines années. Il y a aussi le vieillissement démographique : en 2050, une personne sur six dans le monde et une sur trois en Europe aura plus de 65 ans, ce qui aura des répercussions majeures sur nos systèmes de santé et de protection sociale. En France, le rapport Libault a rappelé qu'il faudra trouver 10 milliards d'euros supplémentaires chaque année dès 2030 pour faire face à la perte d'autonomie. Si une solution « tout public » était retenue, elle mettrait une pression énorme sur nos finances publiques, déjà bien fragilisées par la crise de la Covid-19 ; on peut se demander si une telle approche est encore viable. Ici aussi, les assureurs peuvent apporter une réponse : ils ont récemment proposé une solution d'assurance généralisée pour accompagner la dépendance lourde de tous les assurés ayant une complémentaire santé, c'est-à-dire la quasi-

totalité de la population. Opérationnelle dès son lancement, cette solution serait peu coûteuse pour les assurés avec une prime qui ne dépasserait pas les 10 à 25 euros par mois en fonction de l'âge de cotisation, et neutre pour les finances publiques. De façon générale, le vieillissement impliquera non seulement de trouver de l'argent, mais aussi de créer des infrastructures, de former des personnels, d'aménager une nouvelle place à des seniors souvent désireux de rester socialement actifs. Il faudra également proposer des services personnalisés et sans défaut ; les assureurs ont une expérience dans ce domaine, comme le savent tous ceux qui ont déjà bénéficié d'un rapatriement sanitaire. Quand on parle d'humain, l'erreur n'est pas permise.

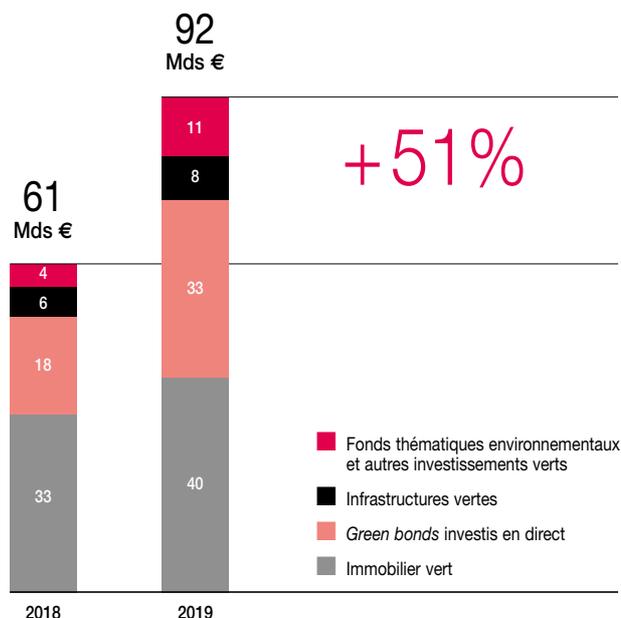
Les assureurs, premiers acteurs responsables du « monde d'après »

Face à ces grands défis, les assureurs ont en réalité un levier considérable pour agir : leurs investissements. Gestionnaires de l'argent de leurs assurés, ce sont ainsi, en France, plus de 2 600 milliards d'euros qui sont investis dans l'économie, dont plus de 60 % dans les entreprises, et plus de 10 000 milliards d'euros en Europe. Cette puissance de frappe financière peut contribuer à façonner efficacement un monde plus juste, plus vert, plus décarboné.

Les assureurs l'ont compris et sont prêts à jouer leur part. Leurs initiatives en faveur de l'environnement se sont multipliées depuis quelques années, beaucoup d'acteurs ayant mis en place des cahiers des charges très stricts en matière de développement durable. Le 2 juillet 2019, la Fédération française de l'assurance a pris acte de la volonté de ses membres de ne plus financer de nouvelles centrales à charbon et s'est engagée à les inciter à développer individuellement des stratégies de sortie du charbon. Les investissements des assureurs dans le vert ne cessent de croître : 92 milliards d'euros en 2019 – en hausse de 50 % en

un an (voir graphique 2) ! – et 25 milliards d'encours d'unités de compte responsables, vertes et solidaires proposées à leurs clients (3).

Graphique 2 - Montant des investissements verts (encours) des assureurs



Source : FFA, 2020.

Les citoyens exigent et exigeront de plus en plus des comportements responsables de la part des entreprises, et surtout des investisseurs. C'est une exigence que l'on peut comprendre : ce sont bien les investisseurs institutionnels qui peuvent avoir un « impact » en dictant la marche à suivre aux gestionnaires d'actifs. Cette injonction à la responsabilité s'appliquera à tous les domaines, pas seulement au climat : les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) deviendront l'étalon de mesure de toutes les politiques de gestion. Très actifs, les assureurs sont déjà considérés comme un secteur « mature » dans la plupart de ces critères.

Le plan d'investissement lancé en avril 2020 par la Fédération française de l'assurance illustre parfaitement l'intégration de ces exigences par les assureurs. Ce programme investira plus de 2 milliards d'euros, notamment dans les PME et ETI françaises des secteurs de la santé et du tourisme. Il exige des entreprises

bénéficiaires d'intégrer systématiquement les enjeux du développement durable dans leurs politiques. Certaines activités, comme le charbon thermique ou le tabac, sont également exclues. L'impact financier et extra-financier du programme sera évalué tout au long de sa mise en œuvre afin de rendre compte, entre autres, de la création d'emplois, de la part des femmes dans le management, de l'empreinte carbone, etc.

A l'avenir donc, les assureurs seront certainement de plus en plus appelés à investir là où la société en a besoin : systèmes de santé, écologie, énergie, grandes infrastructures. Ils y sont prêts mais encore faudra-t-il que le cadre réglementaire et prudentiel le leur permette. La révision de la directive Solvabilité II dans les prochains mois sera cruciale à cet égard pour supprimer les barrières les plus lourdes sur les investissements productifs. Il ne sera pas possible d'être à la hauteur des enjeux en continuant à pondérer les investissements en actions à 39 %, voire 49 %, pour le besoin de fonds propres. Si l'on demande aux entreprises d'avoir une vision globale des risques et d'agir positivement sur leur environnement, l'on est en droit de l'exiger également de la réglementation.

Un monde plus instable en recherche de nouvelles protections

Outre les grands défis collectifs, la hausse des inégalités, l'émergence de nouvelles puissances, la compétition pour les ressources rares pourraient aussi accentuer les tensions sociales et politiques entre et à l'intérieur des Etats.

L'Europe et la France ne seront pas épargnées, comme le prouve le phénomène des gilets jaunes. Ces instabilités risquent de se poursuivre dans les prochaines années et auront un impact évident sur notre vie économique et sociale : citoyens et entreprises

seront de plus en plus confrontés à des menaces matérielles ou à la nécessité d'interrompre leurs activités pour se protéger. Dans ce contexte, ils exigeront de leur assureur un soutien efficace pour survivre.

La question des pertes d'exploitation sans dommage, qui a connu un tel coup de projecteur durant la crise du coronavirus, sera alors à nouveau au centre du débat. L'enjeu pour les assureurs sera de répondre à ce besoin de protection en étendant toujours plus loin le domaine de l'assurable, même face à des aléas ou des risques systémiques qui ne peuvent, en principe, être assurés car financièrement hors de portée et non mutualisables. C'est tout l'objet de leur projet de régime de catastrophes exceptionnelles. Cette proposition, faite dès le 15 juin aux pouvoirs publics, repose sur un partage des coûts entre les acteurs privés de l'assurance et de la réassurance d'un côté, et les pouvoirs publics de l'autre, à l'instar du régime de catastrophes naturelles.

Ce dispositif proposerait une indemnisation forfaitisée, simple et rapide, pour aider les entreprises à survivre à des fermetures consécutives à une pandémie, aux suites d'un attentat terroriste, à des émeutes populaires, ou encore à une catastrophe naturelle. Financé par une cotisation assise sur un contrat d'entreprise, il serait couplé à une garantie de l'Etat, pour laquelle ce dernier serait rémunéré, et qui interviendrait au-delà d'un certain seuil.

Les assureurs devront également faire preuve de créativité face à l'émergence de nouveaux risques. Le risque cyber deviendra de plus en plus important avec la généralisation des nouvelles technologies : piratage, vol de données, usurpation d'identité, détournement d'objets connectés auront des conséquences dévastatrices sur les entreprises. Or, ce risque est encore mal connu et mal assuré. En France et en Europe, l'assurance cyber progresse mais demeure embryonnaire, l'Europe représentant moins de 10 % du marché mondial en 2018. Le développement de ce marché ne dépendra pas uniquement d'une demande accrue de la part des entreprises – et donc de leur sensibilisation à ce risque – mais aussi d'une amélioration de

l'offre de la part des assureurs. Dans ce domaine, comme dans tous les autres risques industriels, la prévention sera également clé. Assureurs, entreprises et pouvoirs publics devront coopérer pour renforcer la culture du risque ; ce sont les bons réflexes, comme changer ses mots de passe ou sauvegarder ses données régulièrement, qui permettront de mieux assurer le risque cyber.

Assurer à l'ère du digital : nouveaux services, protection des données, mutualisation

Le risque cyber nous rappelle que l'un des grands marqueurs du « monde d'après » sera aussi le digital. L'impact économique du numérique est encore difficile à quantifier mais il est certain qu'il changera les comportements des consommateurs et qu'il permettra de lancer de nouveaux services et de gagner en productivité. Les assureurs ont compris qu'ils ne pouvaient pas attendre : 25 % d'entre eux ont déjà déployé l'intelligence artificielle (IA) en interne et ils investissent en moyenne 50 % de plus que les autres entreprises dans cette technologie clé (source : Boston Consulting Group, TCS).

Le numérique ouvre un champ d'opportunités exceptionnel pour l'assurance, qui est un secteur caractérisé par de nombreux processus répétitifs. De fait, les exemples de progrès potentiels sont légion : baisse du nombre d'accidents de la route grâce aux véhicules autonomes, santé prédictive grâce à l'analyse « intelligente » des données du patient, analyse des sinistres par drone, etc. Rendre ces techniques matures et les intégrer ne sera évidemment pas facile pour les entreprises, qui devront former leurs collaborateurs au numérique, casser leurs silos de données internes et adopter une culture d'organisation « apprenante », capable de se transformer en permanence. Elles devront mener ces transformations à bien, toutefois, pour faire face à la concurrence et réduire leurs coûts ; beaucoup d'entre elles ont déjà bien entamé ce travail.

Pour les assureurs, le numérique est en réalité autant une opportunité qu'une menace en matière de relation client. Il permettra de simplifier considérablement le parcours client en dématérialisant la souscription ou en assurant une permanence dans le conseil et l'information via des *Chat Bots* intelligents, par exemple. L'indemnisation sera également fluidifiée : indemnisation automatique après simple envoi d'une photo, plateformes de déclarations simplifiées, etc. Enfin, le traitement massif des données personnelles et son analyse par l'IA permettront de segmenter la clientèle et donc de proposer à chaque assuré des produits plus adaptés à sa situation et ses besoins, avec à la clé de meilleurs services et des tarifs plus compétitifs. Toutefois, poussée à l'extrême, la segmentation pourrait aller à l'encontre du principe de la mutualisation : les assurés portant de « mauvais » risques pourraient se retrouver avec des tarifs prohibitifs et ne plus pouvoir s'assurer.

Rappelons que l'assurance française a déjà été confrontée à un sujet de telle nature avec l'accès au crédit des personnes malades : elle a su s'engager en signant dès 2006 la convention Aeras ⁽⁴⁾, qui vise à améliorer l'accès au crédit de ces personnes en instaurant notamment un « droit à l'oubli ».

Enfin, la question des données deviendra cruciale pour maintenir la sécurité et la confiance des clients. Premiers *data miners* de l'histoire, les assureurs ont toujours eu une approche raisonnable des données personnelles et ne collectent que celles qui sont strictement nécessaires à la tarification de leurs produits et à l'offre de services. Or, l'arrivée possible des Gafam sur le marché fait peser une menace, dans la mesure où ces derniers captent des données beaucoup plus importantes et les monétisent. Certains clients pourraient être attirés par ces acteurs proposant des produits archi-adaptés et peu chers, mais qui segmentent la clientèle à l'extrême et utilisent les données personnelles à d'autres fins. Assurer la sécurité matérielle de ces données et leur gestion éthique en évitant les fuites sera un enjeu clé pour les assureurs : ils devront faire bloc pour garantir un terrain de jeu équitable en mettant l'intérêt de l'assuré au centre des priorités.

Apprendre à vivre dans un monde de taux bas

Le dernier grand marqueur du « monde d'après » est financier et impacte directement les assureurs. Nous pensions que le passage des taux d'intérêt en territoire négatif à l'été 2019 était une anomalie et qu'une remontée interviendrait rapidement, comme le suggère la théorie économique. Il est probable qu'il n'en sera rien. Etrangement, peu de commentateurs ont noté que les plans de relance massifs décidés par les Etats durant la crise du coronavirus, couplés à des politiques monétaires ultra-accommodantes, feront encore plus pression à la baisse sur les taux. Ces derniers resteront négatifs ou à des niveaux historiquement bas pendant plusieurs années encore, et cela avec un impact majeur pour le système financier.

Dans ce monde inédit, où emprunter et prendre des risques ne coûte plus rien, l'assurance va devoir repenser son modèle économique. Ses rendements financiers s'érodent mécaniquement et elle devra, bien plus que par le passé, veiller à maintenir un meilleur équilibre technique sur ses activités, c'est-à-dire faire en sorte que les primes perçues couvrent effectivement la commercialisation, la gestion et le règlement des sinistres. C'est particulièrement vrai en automobile, où les Français jouissent des tarifs les plus bas d'Europe, et où ce sont les placements qui ont permis aux assureurs de ne pas être dans le rouge pendant des années.

Le modèle de l'assurance vie devra également évoluer. Le contrat en fonds euros a longtemps été un placement parfait, à la fois liquide, à fort rendement et sûr, ce qui explique son succès. Les taux négatifs sonnent le glas de ce « triptyque magique » car les assureurs ne peuvent plus offrir un rendement élevé à leurs clients en continuant à investir dans des bons du Trésor liquides mais qui leur font perdre de l'argent. L'épargnant du « monde d'après » devra faire un choix entre rendement, liquidité et sécurité. Dans ce

contexte, le devoir de conseil sera crucial : l'assureur devra aider son client à exprimer clairement ses objectifs de vie pour trouver le placement qui lui correspond le mieux. La hausse des contrats d'assurance vie en unités de compte, qui représentent plus du tiers des souscriptions en 2020, prouve que cela porte ses fruits et que les Français sont prêts à faire évoluer leur épargne.

Le coronavirus n'aura fait qu'accélérer l'avènement du « monde d'après » qui sera caractérisé par de grands défis collectifs – climat, vieillissement, pandémies – et une instabilité plus forte au quotidien. Des opportunités nouvelles émergeront, notamment dans les domaines numérique et financier, qui pourraient bouleverser les comportements et les modèles économiques des entreprises.

Cette nouvelle donne sera positive pour l'assurance, qui verra sa place confortée. Elle impliquera toutefois pour les assureurs des transformations profondes. La première consistera à être de plus en plus présent dans le débat sociétal. L'importance de leur action dans les grandes crises, leur puissance financière mais aussi la base même de leur métier – la mutualisation – font que les « citoyens-assurés » auront des attentes très fortes à leur égard, en matière de protection, d'investissement, d'exemplarité. Ils devront apprendre à ne plus penser seulement en fonction des aspirations de leurs clients, mais aussi des aspirations de la société. La seconde transformation sera celle de la gestion du

temps : les assureurs seront sollicités parce qu'ils sont des entreprises « du temps long », stables et capables d'une vision de long terme. Toutefois, la multiplication des crises et la rapidité de l'information feront qu'on leur demandera de réagir de plus en plus vite aux besoins du moment. Apprendre à gérer le temps long tout en étant réactif sera crucial. La troisième transformation, enfin, est celle de leur image. Pour pouvoir assumer cette place centrale que leur offre le « monde d'après », les assureurs devront être compris. Ils devront faire des efforts pour sensibiliser l'opinion publique à leur métier, montrer leur utilité, expliquer leurs mécanismes pour désamorcer les fausses attentes. C'est à ce prix qu'ils pourront être vus comme ce qu'ils sont : des piliers qui protègent et transforment la société dans le bon sens.

Notes

1. The Global Risks Report 2020, *Insight Report 15th Edition*, World Economic Forum, 2020.
2. *Impact du changement climatique sur l'assurance à l'horizon 2040*, Fédération française de l'assurance, 2015.
3. *Assurance et finance durable : chiffres clés 2019*, Fédération française de l'assurance, 2020.
4. *S'assurer et emprunter avec un risque aggravé de santé*.

RENOUVELER LA GESTION DE CRISE

Stanley McChrystal

Général, Armée américaine

■ De l'exercice de simulation appelé « Crimson Contagion », organisé en 2019 par le département américain de la Santé et des Services sociaux (HHS), les autorités américaines n'ont tenu aucun compte dans la gestion de la crise de la Covid-19. Malgré l'existence de systèmes de gestion de crise, la pandémie de Covid-19 a montré que ceux-ci ne suffisaient pas et que le leadership des dirigeants était primordial. L'objectif des dirigeants doit être de développer un système proactif et réactif capable de produire la réponse la plus efficace qui soit, à tout risque donné.

■ RENEWING CRISIS MANAGEMENT

The US authorities did not gain all the insight from the simulation exercise called "Crimson Contagion", organised in 2019 by the US Department of Health and Human Services (HHS), for their management of the Covid-19 crisis. Crisis management systems do exist but the Covid-19 pandemic showed how much leadership from the top was also paramount. The goal of leadership must be to develop a proactive and reactive system capable of producing the most effective response to any given risk.

La situation était inimaginable – un 4 juillet, jour de l'indépendance aux Etats-Unis, mais sans le faste traditionnel. Les festivités avaient été annulées et un silence tranquille avait remplacé les bruyantes détonations et les vives lueurs des feux d'artifice ainsi que les clameurs enthousiastes de la foule. Le calme n'était troublé que par les sirènes hurlantes des quelques véhicules de secours qui passaient de temps en temps. Dans tout le pays, les rues des villes et des villages étaient désertes. Les magasins non essentiels, les bars, les restaurants et les salles de spectacle étaient fermés.

Les Américains avaient davantage l'impression d'être assignés à résidence que d'être en train de célébrer, ensemble, la naissance de leur nation. En effet, les autorités publiques avaient interdit tout rassemblement, de quelque nature que ce soit. Les familles

étaient confinées chez elles, observant le monde à travers le prisme de leurs téléphones et de leurs ordinateurs. Cette morosité ambiante n'était rompue que par le retour à la maison, pour quelques heures de sommeil, d'un rare professionnel de santé, cheveux emmêlés d'avoir passé toute la journée sous un masque et une visière improvisés. Prisonniers de ce silence, les citoyens se demandaient : « Comment en sommes-nous arrivés là ? »

En l'occurrence, la réponse n'était en rien liée à un virus respiratoire provenant de Chine, mais plutôt à une nouvelle grippe dont le premier cas avait émergé à Chicago en 2019 [Crimson Contagion 2019 ; Chang, 2020]. En quelques jours, les hôpitaux de tout le pays avaient été submergés de patients pris de fortes fièvres, de frissons et de toux persistantes [Chang, 2020]. La chaîne d'approvisionnement médicale des Etats-Unis

avait failli quelques semaines plus tard, imposant une douloureuse priorisation des ressources, les équipements de protection individuels tels que les masques et les gants, ainsi que les dispositifs médicaux essentiels tels que les ventilateurs, ayant rapidement manqué. Les professionnels de santé – à l'avant-garde de la réponse désordonnée à l'épidémie – avaient eux-mêmes été contaminés par le virus, éreintant encore un peu plus un système qui ployait déjà sous le poids d'une population touchée par la pandémie.

Une structure dirigeante mal définie et des communications contradictoires de Washington DC avaient tué dans l'œuf toute possibilité d'une réponse unifiée ou compétente à l'épidémie [Crimson Contagion, 2019]. Quelques mois après la survenue du premier cas à Chicago, le virus avait infecté 100 millions d'Américains et tué 586 000 d'entre eux, un taux de mortalité près de six fois supérieur à celui de la grippe saisonnière classique [Crimson Contagion, 2019 ; Chang, 2020].

Très peu de personnes ont eu vent de cette pandémie – parce qu'elle n'a pas réellement eu lieu. Cette épidémie faisait en effet partie d'un exercice de simulation appelé « Crimson Contagion », organisé en 2019 par le département américain de la Santé et des Services sociaux (HHS). Reconnaisant que des pandémies avaient touché les Etats-Unis et d'autres pays à de nombreuses reprises par le passé, le HHS a cherché à évaluer le niveau de préparation du pays aux épidémies futures. Les résultats de l'exercice ont été concluants : les Etats-Unis n'étaient absolument pas prêts [Sanger *et al.*, 2020].

Crimson Contagion a mis au jour un manque de clarté dans l'attribution des rôles et des responsabilités aux organes fédéraux et identifié des communications contradictoires des gouvernements fédéraux et étatiques, qui ont perturbé et ralenti la réponse du pays à l'épidémie. Le HHS a en outre auguré de graves pénuries de matériel, tout en soulignant l'existence de normes antinomiques et incohérentes en matière de réponse aux pandémies à tous les niveaux du gouvernement [Crimson Contagion, 2019].

Cette simulation de crise a permis aux membres clés de l'administration de prendre conscience du manque de préparation des Etats-Unis à une pandémie. Pourtant, le conseiller à la Sécurité nationale du président n'a pas fait de la santé mondiale une priorité organisationnelle et rien n'indique que les résultats de Crimson Contagion (qui incluaient une série complète de recommandations visant à améliorer le niveau national de préparation à une pandémie) ont conduit à quelque changement que ce soit en termes de financement ou de politique [Konyndyk, 2020 ; Chang, 2020].

Un an après ce lugubre 4-Juillet de fiction prédit par Crimson Contagion, les Américains ont connu un jour férié sous le joug d'une pandémie qui n'était que trop réelle. Aujourd'hui, les faiblesses identifiées et les manquements pressentis par la simulation du HHS continuent de se révéler de manière dramatique en temps réel.

Signes avant-coureurs

La Covid-19 a émergé discrètement et, aux yeux de certains, modestement. A la veille du jour de l'An, les premières victimes d'une nouvelle souche de pneumonie originaire de Chine étaient signalées à l'Organisation mondiale de la santé (OMS) [Al-Jazeera, 2020]. Quelques jours plus tard, des scientifiques identifiaient ce nouveau virus comme étant le SARS-CoV-2, finalement rebaptisé Covid-19 par l'OMS. Selon les rapports officiels du Parti communiste chinois (PCC), plus tard accusés d'avoir manqué d'honnêteté, le nouveau virus n'apparaissait pas comme étant très contagieux chez les humains et semblait pouvoir être contenu grâce à quelques mesures curatives simples [Taylor, 2020 ; Wenliang, 2020].

Le 20 janvier 2020, l'OMS publiait son premier rapport de situation, indiquant que le virus n'était plus circonscrit à la Chine [Taylor, 2020]. Le Japon, la Corée du Sud et la Thaïlande ont rapidement signalé des infections et le lendemain, les Etats-Unis

confirmaient à leur tour un cas [Taylor, 2020]. Deux jours plus tard, le virus avait contaminé plus de 570 personnes et tué au moins 17 d'entre elles en Chine. En réponse, les autorités chinoises ont suspendu les transports sortant de la ville de Wuhan [Taylor, 2020], « épicerie » présumé du nouveau virus [Taylor, 2020]. Toutefois, ces efforts n'ont pas suffi à empêcher cette maladie hautement contagieuse de se répandre dans tout le pays et le virus a rapidement poursuivi sa propagation malveillante dans le monde entier. L'évaluation initiale du PCC penchant vers un endiguement facile s'est rapidement démentie, à mesure que de nouveaux cas émergeaient chaque heure.

Le 2 février, le nombre de morts dus à la Covid-19 dans le monde était d'au moins 360 et l'OMS confirmait qu'il n'existait pas encore de remède, ni de traitement efficace connu [Al-Jazeera, 2020]. Huit jours plus tard, les autorités chinoises estimaient que le nombre de morts dus au virus en Chine uniquement était supérieur au nombre total de morts dans le monde dus au SRAS de 2003. Même si le SRAS a profondément marqué l'Asie, tant sur le plan de la vie quotidienne que sur le plan de la vie politique, la nouvelle épidémie était plus mortelle et se répandait plus rapidement que n'importe quelle autre pandémie auparavant. L'OMS a prudemment déclaré une urgence de santé publique d'envergure internationale – dans une tentative de trouver un juste milieu entre alerter les populations et provoquer une panique mondiale [Schumaker, 2020].

Au cours des deux semaines suivantes, le nombre de cas en Italie a explosé, conduisant à un confinement généralisé dans tout le pays. Dans le même temps, les circonstances en Iran, en Espagne, au Royaume-Uni et partout ailleurs prenaient un tour tout aussi lugubre. L'OMS – qui n'essayait plus d'éviter de sonner l'alarme – a reconnu l'existence d'une pandémie le 11 mars 2020 [Chappell, 2020]. A peine une semaine plus tard, le nombre d'infections dans le monde dépassait les 200 000 [Worldometer, 2020]. En dépit du chaos mondial observé à la fin de mars, le président Trump a déclaré : « Personne ne savait qu'il y aurait une pandémie ou une épidémie de cette

ampleur. Personne n'avait jamais rien vu de tel auparavant » [Chang, 2020].

Il n'a fallu que trois mois après la publication des résultats de *Crimson Contagion* en octobre 2019 pour que les avertissements de l'exercice, restés lettre morte, laissent place à des conséquences désastreuses. De la même façon, il a fallu trois mois après le premier diagnostic de Covid-19 pour que les Etats-Unis reconnaissent l'ampleur de la menace et commencent à accélérer les tests et à généraliser les mesures de distanciation sociale – deux conditions nécessaires à l'endiguement de la propagation du virus.

L'insinuation du président Trump selon laquelle la Covid-19 était un événement rare impossible à prédire était dangereusement erronée. Dans un XXI^e siècle interconnecté, l'arrivée d'un pathogène étranger était tout sauf imprévisible – c'était un risque bien connu [Taleb, 2020]. Et, comme l'avait validé l'exercice *Crimson Contagion*, la propagation de la Covid-19 aux Etats-Unis était une certitude fonctionnelle. La Covid-19 a beau être une maladie pernicieuse et sa composition biologique nouvelle, les Etats-Unis et d'autres pays disposaient d'exemples de réponses adaptées – et inadaptées – aux épidémies virales qui auraient pu inspirer leurs réponses initiales à la Covid-19.

Pourquoi, dans ce cas, les systèmes de gestion du risque et de gestion de crise ont-ils échoué ? Une capacité amoindrie à gérer les risques et les crises au plus haut niveau n'a servi qu'à inviter une catastrophe humaine, économique et politique inutile au cœur des réponses.

Comprendre le risque

La structure biologique de la Covid-19 est particulièrement létale pour les humains, puisque le virus s'attaque aux cellules saines et submerge les systèmes immunitaires fonctionnels. En passant en revue les quelques premiers mois de l'épidémie, il apparaît clairement que, de

manière plus générale, la Covid-19 s'attaque également aux sociétés saines (ou qui semblaient l'être), submergeant les systèmes politiques, économiques et de santé publique.

L'intensité et la vitesse avec lesquelles a frappé cette pandémie nous ont poussés à nous demander comment nous pouvions être aussi peu préparés. Bien qu'elle semble inédite sous bien des aspects, la pandémie de la Covid-19 n'est pas en soi la principale cause du chaos actuel. L'interconnexion du monde d'aujourd'hui s'accompagne de nombreux avantages, mais implique également que tout événement – en particulier tout événement que nous ne serions pas en mesure de prévoir – a le potentiel de se transformer et de se développer en une crise qui désoriente, perturbe et change pour toujours nos sociétés. Cette crise met au jour des failles critiques dans notre façon de percevoir et d'envisager le risque.

L'exercice Crimson Contagion a montré comment un manque de communication, de mauvaises décisions et un comportement tribal rendraient la réponse américaine inefficace. Ces écueils ne sont ni nouveaux, ni originaux, ce sont des risques auxquels font face chaque jour les responsables de divers domaines, publics et privés. La prévalence de ces préoccupations dans les différents secteurs révèle une vérité encore plus fondamentale : les compétences et les attributs des équipes gouvernantes et dirigeantes ne changent pas lors d'une crise. Toutefois, une crise peut mettre nos stratégies à l'épreuve, modifier les priorités organisationnelles et raccourcir les délais en matière de prise de décisions – l'importance d'un leadership efficace est, par conséquent, exacerbée.

Aujourd'hui, les dirigeants doivent être capables d'ajuster instantanément leur pensée et leur position. La « nouvelle normalité » les a contraints à s'adapter au travail à distance dans un délai très court et sans véritable planification, pour une durée (de plus en plus) indéfinie. Toutefois, la permanence de la nouvelle normalité nécessitera une adaptation constante en réponse à la rapide évolution des circonstances émergentes. Au quotidien, les dirigeants devront être

préparés à prendre des décisions rapides, que cela implique de modifier radicalement le processus de planification stratégique de leur organisation afin de tenir compte des rapides transformations du marché, ou de modifier leurs structures de communication afin de renforcer les flux d'informations pertinentes au sein de l'organisation. A plus long terme, de nombreux administrateurs devront également mettre en place des exercices visant à mieux remettre en question les opinions et les partis pris de leurs équipes. Toutefois, et c'est peut-être plus important encore, les individus à tous les niveaux devront accepter leurs propres vulnérabilités, en privé et en public, et reconnaître qu'ils ne disposent pas du plan parfait. Quoi qu'il arrive, les combinaisons d'actions et de réactions possibles demeureront infinies.

Aucune de ces approches du risque ne modifiera les principes de base du leadership, à savoir les principes qui sont applicables aussi bien en temps « normal » qu'en temps de crise. Les dirigeants doivent encore former et développer des équipes efficaces et ils doivent encore être honnêtes et présents avec ces équipes. Ils doivent s'astreindre à la discipline de prendre des décisions opportunes et de communiquer clairement autour de ces décisions. Les principes du leadership et leur rôle dans la gestion de crise restent statiques dans un monde extrêmement variable.

Les bases du leadership ont beau ne pas changer, la triste réalité est qu'il n'existe pas de formule idéale permettant de déterminer ce à quoi ressemblera le leadership en période de crise, ou pour répondre à un risque. L'évaluation du leadership passe exactement par la même mesure que celle que nous utilisons pour juger notre réponse au risque, à savoir l'efficacité. En raison de la rapidité et de la complexité du monde interdépendant dans lequel nous évoluons, la nature d'un risque est en soi presque hors de propos. La réponse appropriée à une cyberattaque, à une catastrophe naturelle, ou à tout autre événement prendra une allure différente et sera fonctionnellement différente, mais chaque réponse sera inextricablement liée à la capacité de l'organisation à s'adapter aux risques au moment où ils surgissent.

De nouveaux risques créeront toujours des chocs exogènes qui perturberont la façon dont nous nous comportons et qui, par conséquent, remettront en question les idées préconçues fondamentales que nous avons sur la façon dont le monde fonctionne. Toutefois, détecter, évaluer, répondre à ces risques et en tirer des leçons nous permettra de veiller à ce qu'ils présentent un danger minimum.

Parce que les personnes et les organisations seront confrontées à des risques impossibles à imaginer, les dirigeants doivent s'attacher à améliorer leur capacité à y répondre, en envisageant le risque d'une manière plus holistique – non en cherchant une réponse à des menaces individuelles, mais en réfléchissant à une façon de penser le risque et d'y répondre de manière plus générale. L'objectif, ou le résultat nécessaire, de cette vision des choses est de développer un système proactif et réactif capable de produire la réponse la plus efficace qui soit à tout risque donné, en fonction du contexte. Nous pouvons comparer cela à notre propre système immunitaire, d'un point de vue organisationnel – et nous devrions tous chercher à développer un solide système immunitaire contre le risque. Lorsque notre système immunitaire fonctionne de manière optimale, il détecte rapidement les menaces à mesure qu'elles émergent, les évalue afin de déterminer comment les traiter et y répondre de manière aussi efficace que possible. A l'instar de ce qui se passe dans le corps humain, un solide système immunitaire contre le risque permettra aux organisations d'apprendre du processus, créant de la résilience à mesure que surviennent de nouvelles difficultés.

Au début de 2020, notre système immunitaire contre le risque était sous-développé, comme le montrent les messages extrêmement tardifs envoyés par l'Amérique à ses citoyens. Nous avons observé la Chine, la Corée du Sud et l'Italie souffrir, tout en entendant le maire de New York encourager les citoyens à continuer d'emprunter des rames de métro bondées. Au niveau fédéral, l'administrateur de la Santé publique des Etats-Unis a passé la plus grande partie du mois de février à mettre les Américains en

garde contre les dangers de la grippe saisonnière et à s'y préparer, plutôt qu'à les alerter de la menace représentée par la Covid-19. Nous devons tirer les leçons de ces erreurs initiales ; reconnaître l'existence de la Covid-19 était et est relativement aisé, mais évaluer le risque posé par le virus s'est avéré beaucoup plus compliqué. Par conséquent, les différents gouvernements et les différentes sociétés ont répondu de manière plus ou moins efficace à l'épidémie.

Le virus en soi représente un risque médical. Toutefois, l'expérience a montré qu'un risque médical de cette nature nécessitait également une réponse sociale, politique et économique, unifiée par un leadership efficace. En l'absence de leadership efficace, la réponse est, sans surprise, décevante. Le temps nous dira quelles leçons nous choisirons de tirer de cette épidémie – et ces choix détermineront nos futurs succès. Les signaux d'alerte et les leçons de l'exercice Crimson Contagion ont suscité une inaction délibérée aux Etats-Unis, laissant entrevoir la capacité et la volonté du pays à répondre à la crise bien réelle de la Covid-19. A mesure que le stress lié à un environnement incertain augmente, il est facile de négliger les leçons précédemment apprises ; c'est pourquoi nous devons nous montrer volontaires dans le développement de nos réponses et de notre immunité face aux risques.

Grâce à un leadership prudent et conscient, nous pouvons sortir de cette crise, et nous le ferons. Alors que nous avons tous de plus en plus de facilités à fonctionner dans cet environnement, les dirigeants du monde entier vont être confrontés à un choix essentiel. Ils peuvent choisir de revenir aux structures rigides efficaces dans des environnements très sûrs et peu soumis au risque, ou choisir de prendre la voie de l'adaptabilité en développant des organisations résilientes capables de répondre à des risques nouveaux. Avec l'émergence de nouveaux dangers qui menacent chaque jour nos sociétés, les enjeux sont élevés. Faire le bon choix sera une question de vie ou de mort sur le plan organisationnel et, dans bien des cas, sur le plan humain – autant, donc, choisir intelligemment.

Bibliographie

Al-Jazeera, “Timeline: How the New Coronavirus Spread”, 2020. <https://www.aljazeera.com/news/2020/01/timeline-china-coronavirus-spread-200126061554884.html> (dernier accès le 6 avril 2020).

CHANG A., “What Last Year's Government Simulation Predicted About Today's Pandemic”, « All Things Considered », National Public Radio, 20 mars 2020. <https://www.npr.org/2020/03/20/819186528/what-last-years-government-simulation-predicted-about-todays-pandemic> (dernier accès le 6 avril 2020).

CHAPPELL B., “Coronavirus: Covid-19 Is Now Officially a Pandemic, WHO Says”, NPR, 11 mars 2020. <https://www.npr.org/sections/goatsandsoda/2020/03/11/814474930/coronavirus-covid-19-is-now-officially-a-pandemic-who-says> (dernier accès le 6 avril 2020).

Crimson Contagion, “Functional Exercise Key Findings”, 2019. <https://int.nyt.com/data/documenthelper/6824-2019-10-key-findings-and-after/05bd797500ea55be0724/optimized/full.pdf#page=1> (dernier accès le 6 avril 2020).

KONYNDYK J., “Lessons Ignored: John Bolton's Bogus Defense of « Streamlining » Away our Bio-Readiness”, Just Security, 16 mars 2020. [https://www.justsecurity.org/69197/lessons-ignored-john-boltons-bogus-defense-of-](https://www.justsecurity.org/69197/lessons-ignored-john-boltons-bogus-defense-of-streamlining-away-our-bio-readiness/)

[streamlining-away-our-bio-readiness/](https://www.justsecurity.org/69197/lessons-ignored-john-boltons-bogus-defense-of-streamlining-away-our-bio-readiness/) (dernier accès le 6 avril 2020).

SANGER D. E. ; LIPTON E. ; SULLIVAN E. ; CROWLEY M., “Before Virus Outbreak, a Cascade of Warnings Went Unheeded”, *The New York Times*, 22 mars 2020. <https://www.nytimes.com/2020/03/19/us/politics/trump-coronavirus-outbreak.html> (dernier accès le 6 avril 2020).

SCHUMAKER E., “How Coronavirus Got Started”, ABC News, 25 mars 2020. <https://abcnews.go.com/Health/timeline-coronavirus-started/story?id=69435165> (dernier accès le 6 avril 2020).

TALEB N., “The Corona Crisis Is Not a Black Swan”, YouTube, 31 mars 2020. <https://www.youtube.com/watch?v=Tb2pXXUSzmI> (dernier accès le 20 avril 2020).

TAYLOR D. B., “A Timeline of the Coronavirus Pandemic”, *The New York Times*, 2 avril 2020. <https://www.nytimes.com/article/coronavirus-timeline.html> (dernier accès le 6 avril 2020).

WENLIANG L., “Coronavirus Kills Chinese Whistleblower Doctor”, BBC, 7 février 2020. <https://www.bbc.com/news/world-asia-china-51403795> (dernier accès le 6 avril 2020).

Worldometer, “Coronavirus Cases”, 2020. <https://www.worldometers.info/coronavirus/country/us/> (dernier accès le 6 avril 2020).

2.

Les entreprises face à la Covid-19

Les entreprises
face à la Covid-19

■ Thomas Buberl

Assurer l'avenir dans un monde incertain

■ Lorenzo Bini Smaghi

La capacité de réaction des banques dans la crise de la Covid-19

■ Jean-Jacques Barberis, Marie Brière et Simon Janin

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

■ Marie-Doha Besancenot et Corinne Cipièrre

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19 sur le secteur de l'assurance

■ Mireille Faugère

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

ASSURER L'AVENIR DANS UN MONDE INCERTAIN

Thomas Buberl

Directeur général, Groupe AXA

■ Ce texte est extrait d'une interview donnée par Thomas Buberl lors des rencontres Aix-en-Seine de juillet 2020. L'entretien avait été mené par Nicolas Beytout. Nous remercions le Cercle des économistes pour son aimable autorisation de publier ce texte.

■ SECURING THE FUTURE IN AN UNCERTAIN WORLD

This text is extracted from a speech by Thomas Buberl, during the Aix-en-Seine meetings in July 2020. The interview was conducted by Nicolas Beytout. We thank the Cercle des économistes for its kind permission to publish this text.

AXA a dévoilé au début de l'été 2020 sa raison d'être : « Agir pour le progrès humain en protégeant ce qui compte ». Cette raison d'être reflète notre mission première, protéger, ainsi que notre ambition d'être des vecteurs du progrès dans la société. Notre métier d'assureur consiste à protéger nos clients et à les accompagner dans leurs projets personnels et professionnels. Mais notre engagement au sein de la société va au-delà.

Nos sociétés font face à des défis plus nombreux et complexes : risque pandémique, risque cyber ou encore changement climatique... Notre conviction est que l'assurance a un rôle essentiel à jouer pour aider les communautés à y faire face. Nous avons par exemple été l'un des premiers acteurs financiers à s'engager dans la lutte contre le changement climatique. Comme investisseur, nous agissons de tout notre poids pour faire progresser la transition énergétique, et comme assureur nous développons des solutions innovantes pour protéger les populations les plus vulnérables.

Cet engagement dans la cité est l'ADN d'AXA et fait écho aux convictions fortes de son fondateur

Claude Bébear. Notre « raison d'être » exprime ces valeurs avec conviction, et reflète l'engagement de tous nos collaborateurs qui ont contribué à sa formulation. Les mots sont forts, et liés à notre culture.

C'est aussi tout le sens de la stratégie « *payer to partner* » que nous développons chez AXA depuis 2016 et qui vise à aller au-delà du rôle traditionnel de l'assureur. Nous ne souhaitons pas nous limiter à payer des factures. Nous voulons aller au-delà car si on écoute les besoins des clients, ils veulent qu'on fasse plus, ils veulent qu'on les aide à éviter le sinistre ; c'est exactement cette notion de « progrès ». C'est évident en matière de santé où nous voulons mieux accompagner nos clients et jouer un rôle dans la prévention, comme le montrent nos investissements dans la santé digitale. Nous avons été les premiers à lancer la télémédecine en France et dans d'autres pays, nous avons vraiment montré l'importance de ce besoin d'accompagnement dans l'entreprise, mais aussi de l'individu.

Ce dépassement du rôle traditionnel de l'assureur vise à faire de nos clients nos partenaires. Ceci signifie

concrètement que nous développons autour des couvertures d'assurance un ensemble de services qui nous aident à mieux accompagner le client dans son parcours de vie. C'est vrai pour les assurés individuels mais tout autant pour les clients entreprises qui cherchent au-delà de la gestion des sinistres à mieux comprendre et maîtriser leur exposition aux risques.

Nous assistons à une transformation du paysage des risques qui fonde cette démarche. Face à des risques nouveaux, plus complexes et plus globaux tels que la pandémie ou le risque cyber, les sociétés ont besoin d'assureurs experts et solides pour leur apporter des réponses adaptées. Et l'on voit bien qu'en face de ces risques, la question de la compensation ne résout pas tout, elle doit s'accompagner de services très pointus : comment redémarrer une activité ? Comment augmenter la résilience de nos clients ? Avec l'acquisition du groupe XL et la transformation d'AXA en un leader mondial des grands risques, nous sommes en bonne position pour répondre à ces besoins nouveaux.

Ce dépassement permet aussi de repenser la coopération entre les secteurs public et privé. C'est notamment le cas en matière de santé. Sur ce sujet, nous avons mené avec l'institut Montaigne, et avec Bernard Charlès, le président-directeur général de Dassault Systèmes, une étude qui nous a permis de constater qu'il manquait une filière santé, c'est-à-dire une plateforme pour que les acteurs puissent se réunir et parler. Il y a une certaine méfiance entre le public et le privé en matière de santé, mais il faut la dépasser. La crise de la Covid-19 va entraîner beaucoup d'investis-

sements dans le secteur de la santé et les entreprises seront clés, en combinaison avec le public.

Vous le savez les assureurs sont aussi d'importants investisseurs, et c'est un domaine dans lequel nous souhaitons décliner nos engagements. AXA a été un précurseur dans le domaine de l'investissement responsable, en bannissant de nos portefeuilles certaines activités incompatibles avec nos convictions comme l'industrie du tabac ou encore l'huile de palme. Les investissements sont au cœur de notre stratégie climat, que nous avons renforcée en fin d'année passée. Nous avons notamment annoncé notre sortie totale et définitive du charbon dans l'OCDE avant 2030, et dans le reste du monde, avant 2040. Nous avons par ailleurs développé de nouveaux indicateurs pour mesurer nos efforts et piloter l'alignement de notre portefeuille avec les objectifs de l'accord de Paris. Le potentiel de réchauffement de nos investissements fin 2019 était de 2,8 degrés. On peut réduire ce chiffre grâce à la sortie du charbon, mais cela ne suffit pas. L'objectif, c'est 1,5 degré en 2050 ; ce qui signifie que pour y arriver, il faut travailler sur la transition énergétique de l'économie dans son ensemble. Nous avons pour cela lancé les premières émissions de « *transition bonds* », pour financer la transformation des entreprises vers un modèle bas carbone.

La crise que nous traversons est profonde. Elle nous fait réfléchir, sur nous, sur notre fonctionnement. Les défis sont plus importants mais ils sont aussi une opportunité de poursuivre notre transformation et de faire progresser notre société.

LA CAPACITÉ DE RÉACTION DES BANQUES DANS LA CRISE DE LA COVID-19

Lorenzo Bini Smaghi

Président du conseil d'administration, Société générale

■ Comme tout choc imprévu, la crise de la Covid-19 confronte les banques à deux défis majeurs : le premier concerne la résilience du système à court terme, autrement dit sa capacité à absorber le choc, et le second réside dans la capacité des banques à reconstituer leurs coussins de fonds propres à moyen terme, afin d'être prêtes à faire face à tout nouveau choc éventuel. Dans le contexte actuel, les banques sont également placées devant un troisième défi lié au fait qu'elles font partie intégrante de la réponse politique. Elles sont en effet appelées à jouer un rôle actif dans la mise en œuvre de l'aide monétaire et financière apportée par les banques centrales et les Trésors à l'économie réelle. Cet article aborde ces trois défis l'un après l'autre.

■ THE REACTION CAPACITY OF BANKS IN THE COVID-19 CRISIS

Like any unexpected shock, the Covid-19 crisis confronts banks with two major challenges: the first is the short-term resilience of the system, i.e. its ability to absorb the shock, and the second is the ability of banks to rebuild their capital cushions in the medium term, in order to be ready for any possible new shock. In the current context, banks also face a third challenge related to the fact that they are an integral part of the policy response. They are called upon to play an active role in the implementation of monetary and financial assistance provided by central banks and treasuries to the real economy. This article discusses these three challenges.

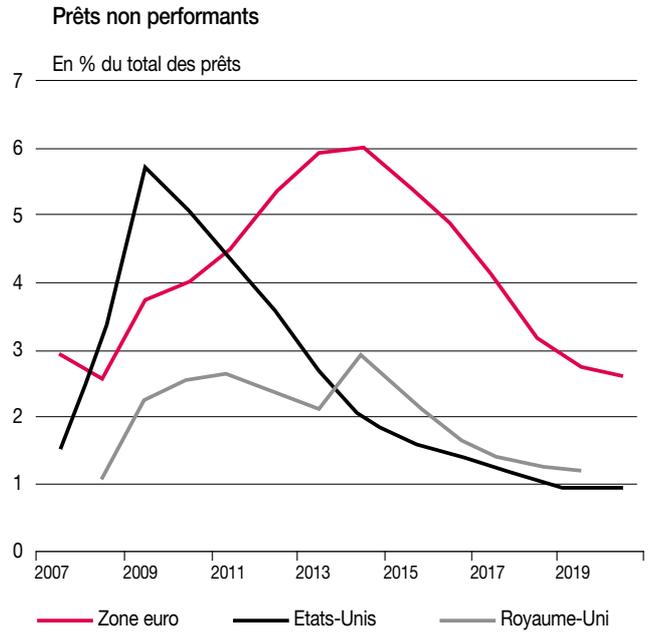
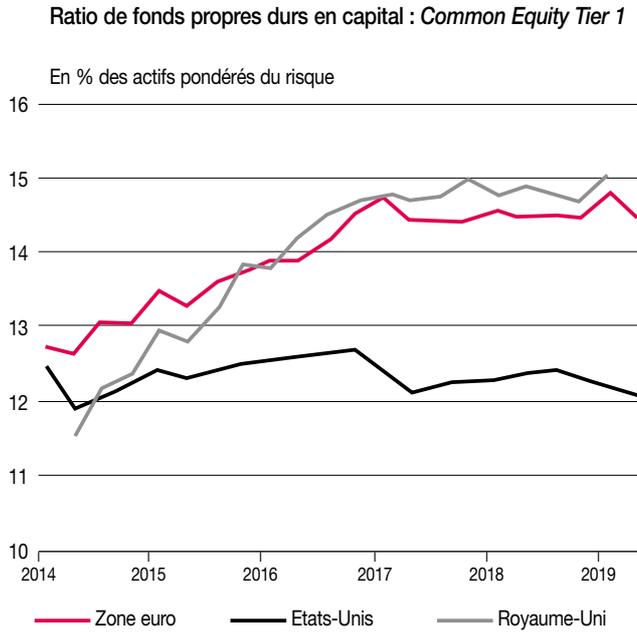
Les banques sont-elles armées pour résister au choc à court terme ?

Les banques européennes ont affronté la crise de la Covid-19 avec des niveaux de fonds propres plus élevés et des bilans plus solides qu'au début de la grande crise financière de 2008 (voir graphique 1 p. 76). Depuis 2014, les banques de la zone euro ont renforcé leurs fonds propres de catégorie 1 (*Core Tier 1*) de 176 Md€, soit bien plus que les banques américaines. Les banques

de la zone euro ont également accéléré l'assainissement de leur bilan. La part des prêts non performants a baissé de 6 % du total des encours bruts à 3 %, ce qui reste plus élevé qu'aux États-Unis, mais correspond à un retour aux niveaux de 2007.

L'autre différence majeure par rapport à la crise précédente repose sur la création de l'Union bancaire et du Mécanisme de surveillance unique (MSU) à la fin de 2014, ce qui a permis la mise en œuvre rigoureuse et homogène de la réglementation européenne et a également renforcé la crédibilité du cadre de surveillance européen et, par conséquent, la solidité du système bancaire.

Graphique 1 - Fonds propres et prêts non performants des banques



Sources : BCE, FRBNY, BoE, Refinitiv.

Au vu de l'incertitude qui règne quant à la durée et à la profondeur de la crise, il est évidemment trop tôt pour émettre un jugement définitif, mais il existe néanmoins un large consensus sur le fait que, contrairement à la crise qui a frappé lors de la décennie précédente, le système bancaire n'est cette fois pas à l'origine du problème et qu'il a su résister à la première phase de la crise en conservant une position relativement solide. Mais il ne doit pas pour autant relâcher ses efforts.

Sont-elles capables de répondre aux besoins de financement des entreprises ?

La première phase de la crise s'est caractérisée par une forte hausse de la demande de prêts de la part des entreprises. Malgré le renforcement des coussins de fonds propres et les progrès réalisés en matière d'assainissement des bilans, la capacité des banques à prêter à l'économie a dû être soutenue par un assouplissement de la

Graphique 2 - Provisions des banques contrôlées par la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) aux Etats-Unis, en Md\$ US



Sources : Federal Deposit Insurance Corporation, Refinitiv.

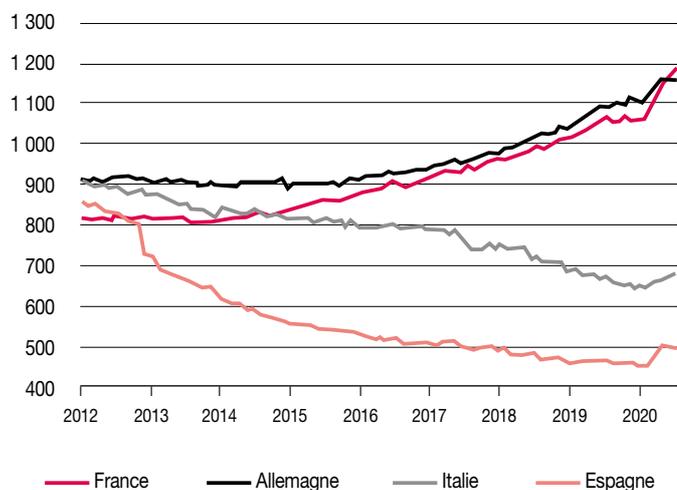
réglementation et des normes comptables. En effet, les règles actuelles, telles que les normes IFRS9 en Europe et CECL aux Etats-Unis, entraînaient des effets procycliques qui limitaient la capacité de prêt des banques (voir graphique 2).

Les banques ont bénéficié de plusieurs mesures d'assouplissement :

- elles ont, par exemple, été autorisées à utiliser pleinement leurs coussins de fonds propres et de liquidité, incluant les réserves constituées au titre du deuxième pilier ;
- elles ont bénéficié d'un assouplissement des exigences de fonds propres du deuxième pilier ;
- l'application du coussin de ratio de levier (le ratio de levier est un rapport entre les fonds propres d'une banque et ses expositions) a été reportée à janvier 2023 pour permettre aux banques d'augmenter le montant des fonds qu'elles pourraient prêter ;
- l'application des facteurs de soutien aux PME et aux infrastructures, permettant un traitement prudentiel plus favorable de certaines expositions, assurant un flux de crédit aux PME et soutenant les investissements dans les infrastructures, a été anticipée.

Ces mesures, ainsi que les garanties publiques apportées par les Etats membres de l'Union européenne, ont permis aux banques d'octroyer un important volume de prêts, en particulier aux entreprises. En France, les prêts octroyés aux sociétés non financières ont augmenté d'environ 120 Md€ depuis février 2020 (voir graphique 3), soit trois fois plus que

Graphique 3 - Crédit bancaire aux sociétés non financières, encours en Md€

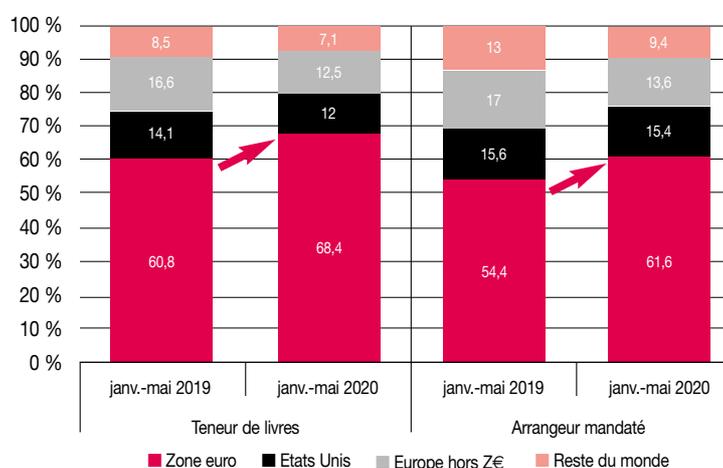


Sources : BCE, Refinitiv.

le montant net des prêts aux sociétés non financières enregistré au cours de la même période en 2019.

Cette hausse du crédit bancaire a été enregistrée en grande partie à l'intérieur des frontières, ce qui a largement compensé la baisse du volume des prêts transfrontaliers, due notamment au repli des banques américaines. Dans la zone euro, la part des prêts syndiqués octroyés par les banques nationales a augmenté (voir graphique 4).

Graphique 4 - Prêts syndiqués en Europe, part de marché par nationalité des banques



Source : Refinitiv.

Il convient de souligner un point important : la forte progression du volume de prêts est liée au fait que les taux d'intérêt vont rester faibles pendant plusieurs années (la plupart des prêts garantis sont des prêts à court terme assortis d'une option d'extension de la maturité qui va jusqu'à cinq ans dans le cas de la France), ce qui risque de peser sur la rentabilité des banques à l'avenir.

Dans l'ensemble, les banques ont réussi à jouer un rôle important et à soutenir l'économie pendant la crise en contribuant à la mise en œuvre de la politique économique, et ce essentiellement grâce à l'assouplissement de la réglementation et aux garanties publiques apportées par les Etats membres.

La question clé est de savoir si et combien de temps les banques vont pouvoir continuer à jouer ce rôle.

Seront-elles capables de reconstituer leurs coussins de fonds propres ?

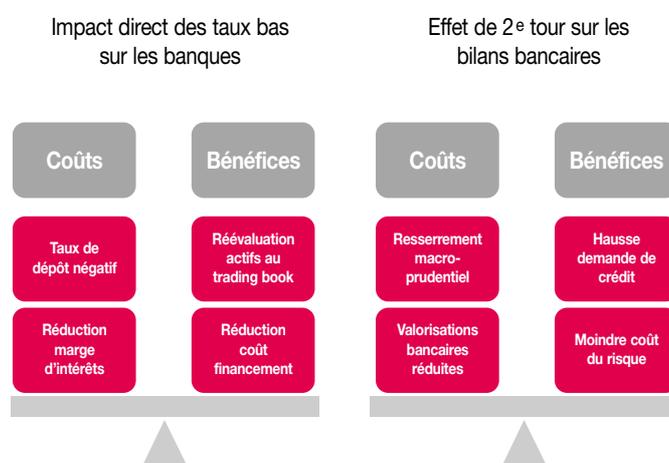
Au-delà de leur réponse initiale à la crise, qui a été en partie influencée par les politiques de soutien mises en œuvre par les pouvoirs publics, le comportement des banques au fil du temps dépendra de leurs anticipations quant au retour à la normale, et plus particulièrement quant à la durée de l'assouplissement des contraintes réglementaires, autrement dit de la durée pendant laquelle les autorités de réglementation appliqueront la flexibilité nécessaire à l'égard des exigences prudentielles et comptables, notamment en ce qui concerne les coussins de fonds propres, et de la politique en matière de versement des dividendes, versement qui a été suspendu pour l'exercice 2019.

Bien entendu, la rentabilité des banques sera durablement impactée après la crise. Et ce en raison de plusieurs facteurs.

Le plus évident est lié à l'inévitable hausse du volume de prêts non performants, en dépit des garanties publiques. Un autre facteur est la persistance de taux d'intérêt bas, parfois même négatifs, au sein de la zone euro pour une durée encore plus longue que prévu (voir figure 1). L'impact des taux négatifs sur la rentabilité des banques fait l'objet d'un vaste débat. La Banque centrale européenne (BCE) considère que jusqu'ici, les effets positifs priment, essentiellement en raison de leur action stimulante sur l'activité économique et, par conséquent, sur le risque de crédit, ce qui compenserait largement la taxe implicite sur les dépôts payée par les banques (1). Il existe toutefois un large consensus sur le fait que plus les taux négatifs dureront, plus cet équilibre risquera de basculer (voir figure 1).

Etant donné que la crise de la Covid-19 entraîne un choc de la demande et de l'offre, il existe de sérieux doutes quant au fait que les taux négatifs

Figure 1 - Impact des taux négatifs sur les banques : coûts vs bénéfices



Source : SG Etudes économiques et sectorielles.

constituent un moyen efficace de soutenir l'économie, en particulier du fait de la baisse du coût du risque. Au demeurant, les entreprises ont déjà contracté des emprunts considérables pour augmenter leurs réserves de liquidités. Il est peu probable que de nouvelles baisses des taux d'intérêt aient un impact significatif sur leurs provisions pour risque de crédit.

Les taux d'intérêt négatifs constituent une différence majeure entre la zone euro et les Etats-Unis. La Federal Reserve (FED) a clairement indiqué dans sa « revue stratégique » qu'elle n'avait pas l'intention d'utiliser des taux négatifs. Cela reflète l'objectif implicite des autorités américaines de ne pas pénaliser le système bancaire qui joue un rôle essentiel et soutient l'économie américaine dans son ensemble.

Par ailleurs, les grandes banques européennes continuent de verser, même pendant la crise, leur contribution annuelle au Fonds de résolution unique.

Il faut également noter que la crise a largement contribué à l'accélération de la numérisation de l'économie, ce qui est à la fois source de risques et source d'opportunités pour les banques. L'utilisation croissante des services de banque en ligne permet de diminuer les coûts des réseaux d'agences physiques. Par ailleurs, l'intensification de la concurrence en ligne et l'ouverture du secteur financier aux géants de

la technologie augmentent le degré de concurrence. Un récent document de travail de la BCE souligne le fait que les fournisseurs spécialisés en services financiers pourraient accaparer progressivement certaines des activités les plus lucratives des banques, tandis que les géants de la technologie pourraient accélérer la « marchandisation » des services bancaires (2). Bien entendu, la nécessité de continuer à investir massivement dans la technologie restera une priorité pour toutes les banques, ce qui engendrera une pression sur les coûts.

La faible rentabilité des banques en Europe découle également de l'absence d'un marché de capitaux profond et liquide auquel les banques pourraient avoir recours pour réduire leur endettement et alléger leurs bilans. Un nouveau plan d'action devrait être mis en œuvre par la Commission européenne en vue de relancer l'Union des marchés de capitaux, avec une série de propositions visant à accélérer l'intégration du système financier. Il faudrait également finaliser l'Union bancaire afin d'assurer la libre circulation des capitaux et de la liquidité au sein de l'Union européenne.

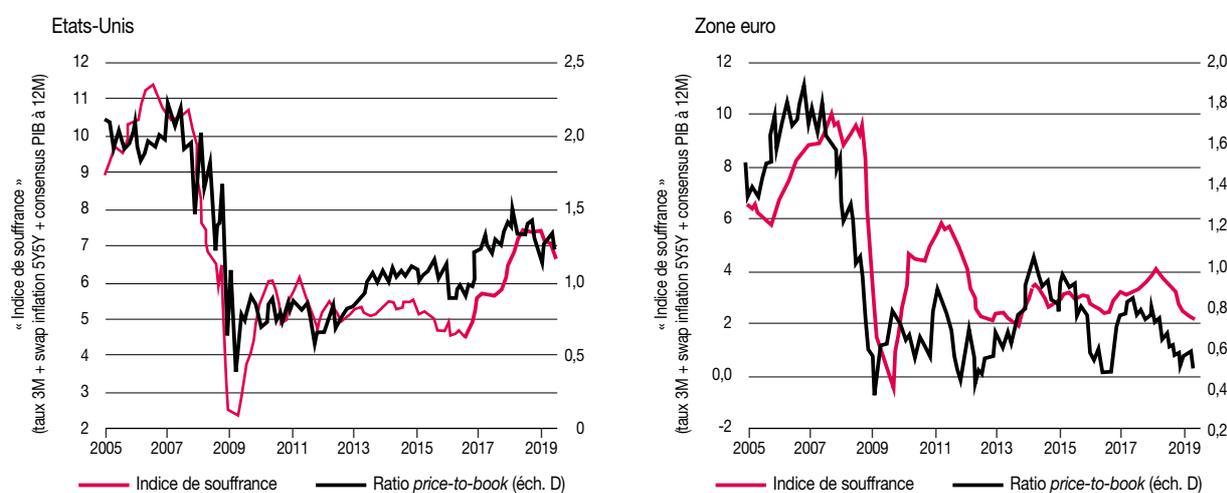
Ces dernières années, les progrès ont été lents, aussi bien pour l'Union bancaire que pour l'Union des marchés de capitaux. Concernant l'Union bancaire, les progrès initiaux ont été freinés par divers

contretemps. La tension entre la nécessité de réduire les risques et de les répartir entre les différents pays et les différents agents économiques a paralysé l'agenda politique. Aucune avancée concrète n'a été réalisée concernant la création d'un mécanisme européen de garantie des dépôts. Pour ce qui est de l'Union des marchés de capitaux, la réticence traditionnelle à l'égard d'un système de surveillance plus centralisé, de la part à la fois des autorités nationales et des acteurs du marché, constitue un obstacle majeur à la réalisation d'avancées concrètes.

Les valorisations bancaires reflètent ces problèmes. Le cours des actions des banques européennes a chuté d'environ 40 % depuis le début de la crise, soit deux fois plus que pour leurs concurrentes américaines.

Outre les facteurs macro et structurels mentionnés précédemment, qui expliquent clairement la chute des valorisations bancaires (voir graphique 5), le principal enjeu à l'avenir sera l'attitude de l'autorité de surveillance européenne (Autorité bancaire européenne – ABE) à l'égard de la flexibilité et des contraintes réglementaires. La durée de l'assouplissement des contraintes réglementaires est encore incertaine, essentiellement pour de bonnes raisons compte tenu de l'incertitude qui entoure la crise. Néanmoins la crainte d'une accélération du retour à la normale pourrait conduire à un excès de prudence, notamment au niveau du comportement de prêt.

Graphique 5 - Conditions économiques globales pour l'activité bancaire, synthétisées sous la forme de l'« indice de souffrance » et du ratio *price-to-book*



Source : Refinitiv, Bloomberg, SG Etudes économiques et sectorielles.

De plus, les différences de mise en œuvre des réformes de Bâle de chaque côté de l'Atlantique pourraient s'accroître et rendre les actions du secteur bancaire européen moins attractives.

A cet égard, l'interdiction de verser des dividendes et de racheter des actions pourrait avec le temps aboutir à un résultat contraire à l'intention initiale. L'objectif de l'ABE est probablement de maintenir le capital au sein des banques plutôt que de le distribuer aux actionnaires afin qu'il puisse servir de coussin en cas d'aggravation de la crise et de base pour soutenir le crédit à l'économie réelle.

Toutefois, cette mesure, si elle est prolongée, entraînera une hausse du coût des fonds propres des banques et accentuera l'incertitude – en contournant la réglementation en vigueur en matière de versement des dividendes –, ce qui incitera à coup sûr les banques à agir dans la direction opposée, c'est-à-dire à réduire leur volume de prêts et à consolider leur capital à court terme, même si cela n'est pas nécessaire. Les investisseurs auront également beaucoup de mal à rester engagés dans le secteur bancaire et seront réticents à apporter de nouveaux fonds en cas de besoin. En somme, l'interdiction de verser des dividendes,

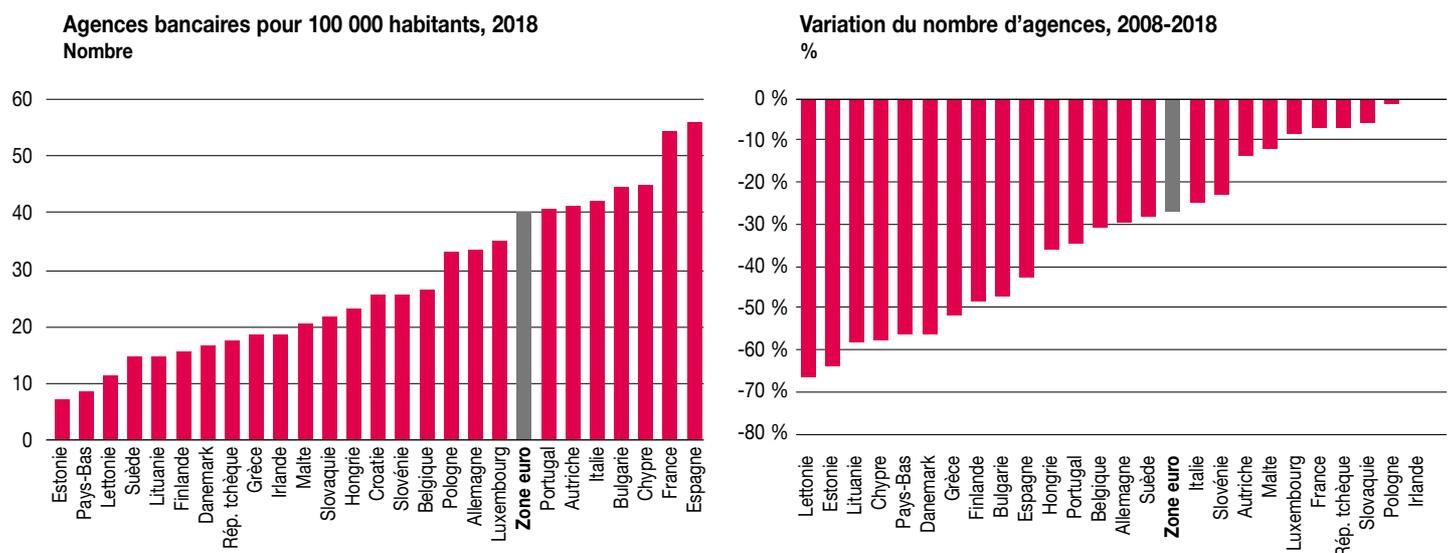
sans aucun critère explicite, rend le système bancaire peu propice à l'investissement, au moment même où il est appelé à jouer un rôle clé pour soutenir la reprise économique. Cela constitue une différence majeure avec l'attitude des autorités américaines.

Conclusion

La crise a exacerbé les problèmes structurels du système bancaire de l'Union européenne. Les taux d'intérêt « plus bas pour plus longtemps », l'absence d'un marché de capitaux et les incertitudes réglementaires rendent la vie des banques bien plus difficiles en Europe. Le système reste trop fragmenté. La consolidation semble donc être la solution la plus logique.

La rentabilité des banques européennes serait certainement améliorée si la surcapacité du secteur était réduite. Le nombre d'agences reste élevé en Espagne, en France, en Italie et vraisemblablement en Allemagne, mais la situation est néanmoins hétérogène. D'importants progrès ont été réalisés au cours de la dernière décennie (voir graphique 6).

Graphique 6 - Agences bancaires en Europe et évolution depuis 2008



Source : BCE.

Mais cela n'est clairement pas suffisant à la lumière des nouveaux défis qui se posent. Une consolidation plus poussée est nécessaire. Cette consolidation a en réalité repris, mais essentiellement au niveau national, à l'intérieur des frontières, en particulier en Italie et en Espagne. C'est là que les synergies sont les plus faciles à extraire.

La consolidation transfrontalière reste difficile à mettre en œuvre en Europe, et ce pour plusieurs raisons.

La première raison est l'absence de synergies évidentes, principalement au niveau des coûts. L'intégration des banques qui opèrent dans différents pays n'entraîne pas de réduction évidente des coûts à court terme, ce qui peut inciter les investisseurs à placer leur argent ailleurs. Les divergences entre les différents systèmes juridiques et les différentes pratiques en vigueur sur le marché représentent en outre un obstacle pour l'homogénéisation des produits et la réalisation d'économies en matière de nouvelles technologies.

La deuxième raison est l'inachèvement de l'Union bancaire et la présence d'entraves à la libre circulation des capitaux et de la liquidité au sein de la zone euro. Cela fait monter le coût des fusions transfrontalières.

Le troisième obstacle est l'absence d'un marché de capitaux européen qui permettrait aux banques de revendre une partie de leurs actifs afin de réduire la taille de leur bilan et d'éviter toute surcharge de fonds propres en cas de fusion bancaire.

La quatrième raison est l'incertitude réglementaire qui plane quant à la gestion des nombreuses questions

à régler dans le cadre d'une fusion transfrontalière. Cela n'est pas nécessairement lié aux autorités de réglementation, mais plutôt à l'absence d'un précédent auquel se référer pour clarifier ces questions.

Enfin, la crise a renforcé le rôle des banques en tant qu'acteurs clés dans la mise en œuvre des politiques, notamment les politiques nationales telles que les garanties publiques. Les gouvernements de chaque pays ont donc tendance à considérer les banques comme une composante clé de leur système national et pourraient se montrer réticents à envisager des fusions ou des acquisitions qui éloigneraient potentiellement les prises de décision du territoire national.

Ces facteurs, qui expliquent également la faible rentabilité du système bancaire européen, rendent la consolidation bancaire assez complexe. Or l'absence de consolidation alimente la faible rentabilité et la fragilité du système. Cette situation n'est pas viable dans le temps.

Toute crise peut être l'occasion d'entériner certains changements, et cela s'applique aussi aux banques.

Notes

1. Voir <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200826-77ce66626c.en.html>

2. Voir <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2438-d0d447b9b6.en.pdf?3c421ca8cd5069071853b1dcbe250cc8>.

LA GESTION ESG UNE SOLUTION À LA CRISE DE LA COVID-19 ?

Jean-Jacques Barberis (1)

Directeur du pôle clients institutionnels et corporate, Amundi

Marie Brière (1)

Responsable du centre de recherche aux investisseurs, Amundi

Chercheur associé, Université libre de Bruxelles

Simon Janin (1)

Directeur des affaires publiques, Amundi

■ La crise de la Covid-19, choc économique et financier sans précédent, a impacté de manière très hétérogène les entreprises. L'industrie de la gestion d'actifs a fait face à des ventes des fonds actions traditionnels, tandis que les flux d'investissement dans les fonds environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ont été particulièrement résilients. Dans un contexte d'épargne des ménages soutenue, le défi pour le secteur sera de favoriser la transition vers une économie bas carbone. Les dernières initiatives réglementaires prises par la Commission européenne devraient aider.

■ **ESG MANAGEMENT, A SOLUTION TO THE COVID-19 CRISIS?**

The Covid crisis was an unprecedented economic and financial shock, impacting firms heterogeneously. The asset management industry has faced significant sales from traditional equity funds. But investment flows in ESG funds have been particularly resilient. In a context of strong household savings, the challenge for the asset management industry will be to promote the transition to a low carbon economy. The latest regulatory initiatives taken by the European Commission should help.

La pandémie : un risque négligé

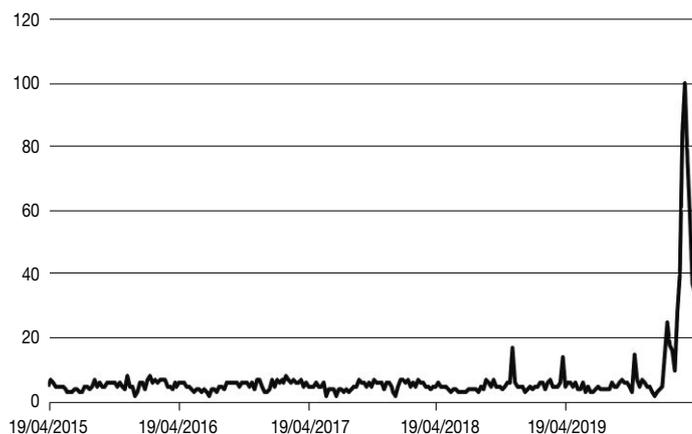
Le 23 février 2020, lorsque l'Italie a déclaré le confinement de la Lombardie, puis le 11 mars 2020, lorsque l'Organisation mondiale de la santé (OMS) a déclaré que la propagation du virus Covid-19 pouvait être qualifiée

de pandémie, ce qui avait démarré comme une maladie émergente dans une ville moyenne de Chine s'est transformé en quelques semaines en l'une des plus graves crises sanitaires connues. Les marchés actions ont plongé sur l'ensemble des places financières.

L'amplitude de la réaction est liée à la sévérité du choc économique, mais également à l'effet de surprise subi par des marchés incapables d'anticiper des chocs de cette nature. Par exemple, le risque de pandémie

ne figurait pas dans la liste des dix risques les plus probables cités par le *Global Risks Report 2020* (2) du Forum économique mondial de Davos (les répondants à l'enquête citaient les risques climatiques, suivis des cyber-risques comme des préoccupations de premier rang), en dépit de l'identification du risque pandémique dans de nombreux travaux prospectifs, par exemple dans les travaux des agences de sécurité nationale de grandes démocraties occidentales. Les recherches du terme « épidémie » sur Google ont été relativement rares avant l'épisode de la Covid-19 (voir figure 1). Les cas de développement d'épidémies ne sont pourtant pas sans précédents dans l'histoire récente (SRAS-CoV-2 en 2002, H1N1 en 2010, Ebola en 2014, MERS-CoV en 2019), mais l'épidémie de Covid-19, de par son ampleur, représente un cas extrême.

Figure 1 - Indice de recherche mondial Google Trends pour le terme « Epidemics »



Source : Google Trends.

De lourdes conséquences économiques, inégalement réparties

Des travaux académiques récents ont tenté d'évaluer l'impact macroéconomique de la pandémie [Barro *et al.*, 2020 ; Gourinchas, 2020 ; Eichenbaum *et al.*, 2020] (3). L'ampleur de l'impact dépend de la diffusion

de la maladie (les personnes malades ne contribuent plus au PIB), mais également – et surtout – des réponses politiques pour en limiter la diffusion. Ainsi, les mesures de confinement, les restrictions de déplacements nationaux et internationaux, de fermeture des frontières, freinent les dépenses des ménages et réduisent les capacités de production des entreprises, tandis que les mesures de soutien permettent de maintenir les salaires et l'accès au crédit, d'éviter les licenciements, les perturbations dans les chaînes de production, les faillites en cascade, et ainsi de réduire la sévérité de la crise. Mais les réponses politiques sont endogènes et dépendent elles-mêmes de l'ampleur de l'épidémie et de la crise économique anticipée. Par ailleurs, l'effet sur l'épargne nette à court et moyen terme de la crise est sujet à des évolutions potentiellement contradictoires : augmentation de l'épargne à court terme en raison de la limitation de la capacité et de la propension à consommer, possible utilisation par la suite, mais sans certitude, sur le niveau d'utilisation de l'épargne ainsi constituée. Le taux d'épargne en Europe a par exemple considérablement augmenté, 16,6 % puis 24,6 % aux premier et deuxième trimestres 2020, en hausse de 8 % par rapport à son niveau d'avant la crise, du jamais-vu depuis 1999 (4).

Selon le Fonds monétaire international (FMI), l'économie mondiale devrait se contracter de -3 % en 2020, un impact plus important que celui de la crise financière mondiale de 2008-2009. Dans leur scénario central, les mesures d'endiguement devraient être progressivement levées et l'activité économique devrait se normaliser en 2021, aidée par un soutien politique. Mais les risques de résultats plus graves restent importants. L'incertitude entourant l'évolution de la situation sanitaire et économique, tant de la part des ménages que des entreprises, peut en effet accentuer l'impact négatif de la crise.

Au niveau des entreprises, ce choc macroéconomique se manifeste de manières différentes. Par exemple, il peut venir perturber les chaînes de production, créer une pénurie d'offre de travail, la fermeture de certains sites de production, une chute de la demande ou la difficulté à accéder à des lignes de crédit. La forte

incertitude liée au choc a conduit bon nombre d'investisseurs à désinvestir massivement des actifs considérés comme risqués, notamment les actions. Mais l'impact de la crise a été très différent selon les secteurs, ainsi qu'entre entreprises au sein de chaque secteur. Ramelli et Wagner [2020] ont analysé les effets de la crise sur les entreprises américaines entre le 2 janvier et le 20 mars 2020. Les secteurs les moins frappés par la crise sont la santé, les services de télécommunications, et les entreprises de vente au détail d'aliments et de produits de base, tandis que l'énergie, les services aux consommateurs, les biens de consommation durable et l'immobilier ont particulièrement souffert. Au sein de chaque secteur, ont été particulièrement touchés en début de crise (entre le 2 janvier et le 20 février) les entreprises dont l'activité est exposée à la Chine et les entreprises internationales. Depuis le début de l'épidémie virale en Europe et l'annonce des mesures de confinement en Italie le 23 février, une plus grande discrimination s'est faite entre entreprises en fonction de leur endettement et de leur détention de liquidités. Ces tendances se reflètent également dans les conférences téléphoniques des entreprises à destination des investisseurs : alors que les analystes étaient initialement préoccupés principalement par le commerce international, ils ont ensuite porté leur attention sur les problèmes de liquidité. Enfin, on note que les entreprises qui ont été exposées aux précédentes épidémies ont été jugées moins vulnérables par les analystes pendant la crise [Hassan *et al.*, 2020].

Une démarche ESG pour une meilleure résilience pendant la crise

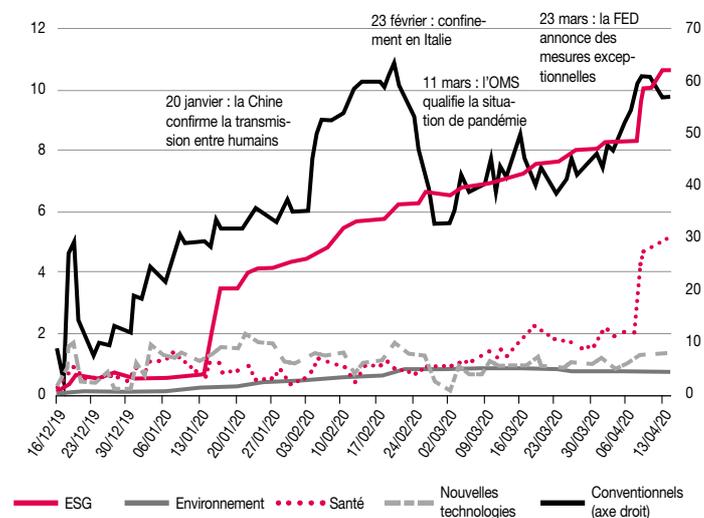
Avant la crise pandémique actuelle, la responsabilité sociétale d'entreprise (RSE) était déjà devenue un critère d'investissement majeur, au point d'influer significativement sur le prix des actifs financiers, tant sur les marchés actions qu'en termes de coût du capital pour

les émetteurs de dette. Ainsi plusieurs études démontraient dans la période récente que des entreprises bénéficiant d'une meilleure performance extra-financière (« ESG ») voyaient le prix de leurs actions augmenter relativement plus que celui de leurs concurrentes. Ce phénomène s'expliquait probablement principalement par un effet de demande de la part des investisseurs ; ceux-ci intégrant de plus en plus ces enjeux à leurs décisions d'investissement. Qu'en est-il dans la crise pandémique récente ?

On note d'abord que l'indice MSCI World a baissé de 14,5 % en mars, mais que 62 % des fonds ESG *large-cap* ont surperformé l'indice ⁽⁵⁾. 42 % des fonds [*open-end* et *exchange traded fund* (ETF ou fonds indiciel coté)] disponibles sur le marché américain] étaient classés dans le premier quartile de leur catégorie, selon Morningstar ⁽⁶⁾. Cette surperformance est en partie due à l'exposition de ces fonds à des secteurs moins impactés par les mesures de confinement ou de distanciation sociale, comme les nouvelles technologies ou les télécommunications, et à des entreprises présentant des caractéristiques favorables, notamment en matière d'investissements intangibles [Demers *et al.*, 2020]. Mais les flux d'investissement dans les fonds ESG ont également été beaucoup plus résilients pendant la crise.

Nous avons analysé les flux d'investissement dans 1 662 ETF listés sur le marché américain, dont 75 ETF classés ESG, 24 spécialisés sur les questions d'environnement (bas carbone, eau, énergies propres, etc.), 53 spécialisés dans le secteur des nouvelles technologies et 30 dans celui de la santé ⁽⁷⁾. Les flux cumulés restent en progression sur toute la période de crise, alors que des ventes massives se sont produites à la même période sur les ETF actions traditionnels lors de la première phase du confinement en Italie, y compris pour les ETF spécialisés sur des secteurs peu exposés comme les nouvelles technologies ou dans une moindre mesure la santé (voir figure 2, p. 86). Des résultats analogues ont été mis en évidence sur les fonds mutuels, notamment sur les flux des investisseurs institutionnels [Pastor *et al.*, 2020 ; Döttling *et al.*, 2020].

Figure 2 - Flux cumulés vers les ETF cotés aux Etats-Unis pendant la crise de la Covid-19



Note : les flux cumulés sont en Md\$ US. Les flux cumulés des ETF actions conventionnels sont affichés sur l'axe droit ; les ETF ESG, environnementaux ou spécialisés sur les secteurs de la santé et des nouvelles technologies sur l'axe gauche.

Source : Bloomberg, calculs des auteurs.

Ce phénomène de résilience des fonds ESG n'est pas complètement nouveau. Pendant la crise des *subprimes*, on a assisté à un phénomène comparable, mais de moins grande ampleur. Par exemple le taux de croissance moyen des parts en circulation d'ETF listés sur le marché américain a été en moyenne 1,7 fois plus élevé pour les fonds actions ESG que pour les fonds actions conventionnels pendant la crise des *subprimes* (croissance journalière de 0,80 % pour les fonds ESG *vs* 0,46 % pour les fonds conventionnels), alors qu'il n'était que de 1,3 fois plus élevé avant la crise. Pendant la crise de la Covid-19, ce taux de croissance journalier était 4,6 fois plus élevé pour les fonds ESG *vs* conventionnels (1,28 % *vs* 0,28 %), contre 1,3 fois entre les deux crises (voir tableau 1).

On peut identifier plusieurs raisons à cette résilience des fonds ESG.

D'une part, il est possible que les investisseurs aient perçu les fonds ESG comme des fonds « résistants à la pandémie ». Par construction, les fonds ESG tendent à surpondérer les secteurs qui ont

Tableau 1 - Croissance quotidienne moyenne des parts d'ETF cotés aux Etats-Unis

Variable	Moyenne	%	Ratio (moyenne ESG/ conventionnel)	Nombre d'observations
<i>Avant la crise des subprimes (1/1/2007 - 9/10/2007)</i>				
ETF ESG	2,67 %	2,96 %	1 271	2 424
ETF conventionnels	2,10 %	16,21 %		72 922
<i>Crise des subprimes (10/10/2007 - 10/03/2009)</i>				
ETF ESG	0,80 %	1,01 %	1 732	5 550
ETF conventionnels	0,46 %	1,18 %		162 060
<i>Avant la crise de la Covid-19 (11/3/2009 - 30/12/2019)</i>				
ETF ESG	4,37 %	21,99 %	1 272	202 968
ETF conventionnels	3,44 %	67,53 %		4 392 002
<i>Crise de la Covid-19 (31/12/2019 - 14/4/2020)*</i>				
ETF ESG	1,28 %	8,78 %	4 618	5 700
ETF conventionnels	0,28 %	1,59 %		120 612

* Fin de la période d'étude

Source : Bloomberg, calculs des auteurs.

mieux résisté à la crise comme la santé, les nouvelles technologies, et à sous-pondérer les secteurs plus impactés comme le transport, l'énergie, les matériaux, etc.

Une autre raison peut venir d'une ségrégation des deux marchés. Des investisseurs aux caractéristiques et aux stratégies d'investissement différentes peuvent investir séparément sur les segments du marché des ETF ESG et conventionnels. Si les investisseurs avec des horizons courts et des besoins de liquidité élevés se positionnent sur les ETF actions conventionnels, lesquels présentent des volumes traités plus importants et une plus grande liquidité, ceci pourrait expliquer un désinvestissement massif de ces fonds lors des crises, tandis que les investisseurs avec un horizon plus long restent investis dans les fonds ESG.

Enfin, il est possible que les investisseurs aient montré une plus grande « loyauté » envers leurs placements ESG. Bollen [2007] a montré que les flux vers les fonds ESG sont plus sensibles que ceux des fonds conventionnels aux rendements passés positifs, mais moins sensibles aux rentabilités négatives. Une hypothèse compatible avec ce comportement est que les investisseurs dérivent une utilité positive du simple fait d'investir de manière responsable, qui

peut compenser la désutilité liée aux performances négatives pendant les crises et les conduire à conserver leur investissement [Brière et Ramelli, 2020].

Un dernier motif peut être invoqué. Même sans « loyauté » particulière, les fonds ESG ont pu bénéficier d'une préférence des investisseurs, et jouer le rôle de valeur refuge au sein des marchés actions, au seul motif que les investisseurs anticipent que les autres feront de même. De telles préférences conventionnelles se manifestent lors des crises sous la forme de mouvements de capitaux entre les classes d'actifs mais également au sein d'une même classe d'actifs, entre différents segments de marché, par exemple au sein des obligations d'Etat, entre obligations *on-the-run* et *off-the-run* ou entre obligations nominales et indexées sur l'inflation [Brière *et al.*, 2009]. La crise de la Covid-19, perçue comme ayant des implications sociales et environnementales fortes, a pu conduire les investisseurs à penser que l'ESG serait perçu par les autres investisseurs comme une caractéristique défensive.

Perspectives sur les futures tendances en matière d'ESG

Avec la crise de la Covid-19, les sujets sociaux sont revenus au premier plan de l'ESG. Les décisions des entreprises affectant les salariés – notamment leur protection sanitaire et sociale, la politique de télétravail ou de chômage, ainsi que la mise à disposition de la chaîne de production pour produire du matériel médical – sont devenues essentielles. Il est fort probable qu'un éventail plus large d'investisseurs ait commencé à examiner les entreprises sous cet angle. L'action environnementale et climatique des entreprises pourrait aussi être mieux prise en compte par le marché. Il devient impossible de soutenir que les investisseurs n'ont pas à se préoccuper des externalités environnementales générées par les entreprises. L'épisode de la Covid-19 nous rappelle que des désastres naturels peuvent se produire de façon soudaine et non anticipée,

et que nous sommes plus vulnérables que nous ne l'imaginions.

Il est bien sûr difficile de prédire aujourd'hui si les questions ESG continueront d'être une priorité pour les investisseurs, compte tenu des problèmes économiques et financiers majeurs auxquels nous allons devoir faire face au cours des prochaines années. Mais notre analyse suggère que le goût des investisseurs pour l'ESG n'a pas diminué pendant cette crise, bien au contraire. En ce sens, espérons que les nouvelles tendances que nous avons observées sur les actifs ESG durant la période récente se prolongeront et s'amplifieront dans les mois à venir. Force est de constater que ces tendances sont d'ores et déjà accompagnées – voire amplifiées – par la réglementation, en particulier au niveau européen.

L'Union européenne met l'accent sur l'ESG

Dans le cadre de son plan d'action sur la finance durable ⁽⁸⁾ en mars 2018, la Commission européenne a déjà engagé un nombre important d'initiatives législatives et non législatives destinées à ce que le secteur financier soutienne la transition vers une économie à faibles émissions de carbone. Parmi ces différentes initiatives, il est utile de rappeler notamment la mise en place d'un système de classification unifiée (taxonomie) de l'Union européenne (UE) afin de définir ce qui est durable et d'identifier les domaines dans lesquels les investissements durables peuvent avoir la plus forte incidence ; la création de labels de l'UE pour les produits financiers verts, sur la base de cette taxonomie verte ou encore l'obligation, pour les gestionnaires d'actifs et les investisseurs institutionnels, de tenir compte des aspects de durabilité dans le processus d'investissement et le renforcement de leurs obligations en matière de publication d'informations.

Ces initiatives devraient être complétées dans les prochains mois par une stratégie renouvelée ⁽⁹⁾ de la

Commission européenne, axée sur l'écosystème global, la mise en œuvre de la boîte à outils et les implications des risques systémiques. Cette stratégie renouvelée s'inscrit au cœur du pacte vert pour l'Europe présenté comme la priorité de la Commission présidée par Ursula von der Leyen. A noter que cette ambition réaffirmée de l'UE en matière de finance durable devrait trouver un écho très opérationnel dans le cadre de la mise en œuvre du plan de relance de 750 Md€ agréé par les dirigeants européens en juillet dernier ; la Commission ayant déjà indiqué que près d'un tiers de ce plan serait financé par l'émission d'obligations vertes ⁽¹⁰⁾.

Tout l'enjeu réside désormais dans la capacité pour les acteurs à s'approprier rapidement ces nouvelles réglementations, mais également aux autorités européennes à s'assurer de la cohérence et de la mise en musique des différentes pièces du puzzle législatif. Ainsi, à titre d'exemple, le nouveau règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité ⁽¹¹⁾ impose aux acteurs des marchés financiers, dès mars 2021, des obligations de transparence à la fois sur les politiques qu'ils mettront en œuvre en matière d'intégration des risques de durabilité et de prise en compte des potentielles incidences négatives de leurs investissements sur ces risques. Pour autant, un certain nombre de données nécessaires à la mise en œuvre de ces obligations risquent de manquer, notamment en l'absence d'informations suffisamment fiables et harmonisées de la part des entités émettrices.

Un autre enjeu, et qui fait écho aux conséquences directes de la crise de la Covid-19, réside dans la capacité de l'UE à intégrer rapidement les préoccupations sociales dans le cadre de la réglementation sur la finance durable. En effet, alors que les initiatives ci-dessus évoquées en matière de taxonomie verte ou de label vert européen sont déjà bien avancées, la dimension sociale (et de gouvernance) de l'investissement reste encore embryonnaire dans la plupart des réglementations ⁽¹²⁾. De ce point de vue, les discussions à venir dans le cadre de la révision prochaine de la directive européenne sur la publication d'informations non financières ⁽¹³⁾ revêtent un véritable caractère straté-

gique au regard de la capacité de l'Union européenne à élaborer un standard autonome de reporting extra-financier, qui prenne justement en compte la dimension sociale spécifique au modèle européen d'économie sociale de marché. Tout aussi important sera la capacité de l'Europe à élaborer une taxonomie sociale harmonisée qui vienne utilement compléter la taxonomie verte en cours de finalisation.

Enfin, un dernier enjeu, et non des moindres, a trait à la capacité de la réglementation européenne à davantage favoriser l'investissement de long terme, condition d'une reprise durable. A cet égard, un certain nombre de propositions ont déjà été faites, notamment dans le cadre du nouveau plan d'action sur l'Union des marchés de capitaux (UMC) ⁽¹⁴⁾ publié fin septembre par la Commission européenne, comme par exemple la révision du règlement sur les fonds européen d'investissement de long terme ⁽¹⁵⁾ afin de favoriser l'émergence de fonds paneuropéens de ce type. Certes, il est permis de regretter l'absence de mention de la dimension ESG dans la plupart des orientations du nouveau plan d'action, ou encore l'absence d'attention portée à la problématique du court-termisme favorisé par la réglementation financière actuelle ⁽¹⁶⁾. Néanmoins, ces initiatives sont nécessaires afin de réorienter davantage l'épargne, notamment celle des particuliers, vers des projets d'investissement de long terme. Et là encore, l'industrie de la gestion d'actifs aura un rôle clé à jouer, notamment pour proposer des produits répondant à cette exigence de financement de l'économie tout en intégrant une véritable dimension ESG.

Notes

1. *Les auteurs remercient Cosmina Amariei, Monica Defend et Stefano Ramelli pour leurs remarques.*

2. <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>

3. *Barro et al. [2020] ont estimé l'impact économique de*

l'épidémie de grippe espagnole qui a tué 39 millions de personnes de 1918 à 1920. L'effet estimé sur le PIB moyen par habitant des 43 pays étudiés a été de -6 %. Gourinchas [2020] prévoit une réduction du PIB par rapport à 2019 de 6,5 % à 10 % selon la durée du confinement aux Etats-Unis. Les mesures de confinement permettent d'étaler le pic épidémique, mais accentuent la sévérité de la récession. Eichenbaum et al. [2020] étendent un modèle épidémiologique par une modélisation des interactions entre décisions économiques et évolution de l'épidémie, et montrent qu'une politique optimale peut sauver 0,6 million de vies aux Etats-Unis, mais amplifierait la sévérité de la récession en réduisant la consommation de -2 % (sans) à -9 % (avec confinement).

4. Eurostat Newsrelease, Euro indicators, 2 octobre 2020.

5. Voir l'article du Financial Times: "ESG funds continue to outperform wider market, Madison Darbyshire", 3 avril 2020. <https://www.ft.com/content/46bb05a9-23b2-4958-888a-c3e614d75199>

6. Jon Hale, "Sustainable Equity Funds Are Outperforming in Bear Market", Morningstar, 16 mars 2020, <https://www.morningstar.com/articles/972475/sustainable-equity-funds-are-outperforming-in-bear-market>

7. Le choix de se concentrer sur le marché des ETF, et non sur tous les fonds d'investissement, a été guidé par la disponibilité des flux en temps réel sur les ETF. Comparé au marché américain, le marché européen des ETF est plus petit (700 M€ contre 5,4 Md\$ US en mars 2020), plus concentré et avec une structure différente (11 % des ménages détiennent des ETF contre 40 % aux Etats-Unis).

8. Finance durable : plan d'action de la Commission européenne pour une économie plus verte et plus propre.

9. Voir en particulier : Commission européenne, consultation sur la stratégie de finance durable renouvelée.

10. Le 16 septembre 2020, la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, a annoncé un programme d'émission d'obligations vertes de 225 Md€ (soit 30 % du total à financer).

11. Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

12. A noter en particulier les dispositifs de protection sociale de la taxonomie verte ou encore les exclusions sociales prévues dans le projet d'écolabel pour les produits financiers verts.

13. Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes.

14. Communication de la Commission européenne, 24 septembre 2020, « Une union des marchés des capitaux au service des personnes et des entreprises – nouveau plan d'action ».

15. Règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds d'investissement à long terme.

16. Voir notamment le rapport de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) sur le sujet : "Undue Short-Term Pressure on Corporations from the Financial Sector". https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short_term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf.

Bibliographie

BARRO R. J. ; URSÚA J. E. ; WENG J., "The Coronavirus and the Great Influenza Pandemic: Lessons from the 'Spanish Flu' for the Coronavirus's Potential Effects on Mortality and Economic Activity", NBER Working Papers, n° 26866, National Bureau of Economic Research, mars 2020.

BOLLEN N. P., "Mutual Fund Attributes and Investor Behavior", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, n° 3, 2007, pp. 683-708.

BRIÈRE M. ; SIGNORI O., "Do Inflation-Linked Bonds Still Diversify?", *European Financial Management*, vol. 15, n° 2, mars 2009 pp. 279-297.

BRIÈRE M. ; RAMELLI S., "Responsible Investing and Stock Allocation?", *Amundi Working Paper*, 2020.

DEMERS E. ; HENDRIKSE J. ; JOOS P. ; LEV B., “ESG Didn’t Immunize Stocks Against the Covid-19 Market Crash”, NYU Stern School of Business, août 2020.

DÖTTLING R. ; KIM S., “Sustainability Preferences Under Stress: Evidence from Mutual Fund Flows During Covid-19”, SSRN, 2020.

EICHENBAUM M. S. ; REBELO S. ; TRABANDT M., “The Macroeconomics of Epidemics”, NBER Working Papers, n° 26882, National Bureau of Economic Research, mars 2020.

GOURINCHAS P.O., “Flattening the Pandemic and Recession Curves”, in *Mitigating the Covid Economic*

Crisis: Act Fast and Do Whatever it Takes, CEPR Press, Centre for Economic Policy Research, 2020.

HASSAN T. A. ; HOLLANDER S. ; VAN LENT L. ; TAHOUN A., “Firm-Level Exposure to Epidemic Diseases: Covid-19, SARS, and H1N1”, NBER Working Papers, n° 26971, National Bureau of Economic Research, 2020.

PASTOR L. ; VORSATZ B., “Mutual Fund Performance and Flows During the Covid-19 Crisis”, CEPR Press, 2020.

RAMELLI S. ; WAGNER A. F., “Feverish Stock Price Reactions to Covid-19”, *The Review of Corporate Finance Studies*, 2020.

QUELQUES ENSEIGNEMENTS DE L'IMPACT DE LA COVID-19 SUR LE SECTEUR DE L'ASSURANCE

Marie-Doha Besancenot

Directrice marque et communication, Allianz France

Corinne Cipièrè

Directrice générale, AGCS région Méditerranée et Afrique

■ En 2020, peu nombreux sont les secteurs économiques qui n'ont eu à repenser leur rôle et leurs mécanismes d'actions pour faire face à une succession de crises sans précédent, tant dans leur ampleur, que dans leur simultanéité ou encore leur nature. Le secteur de l'assurance n'échappe pas à cette règle, bien au contraire. En tant qu'acteur incontournable du plan de relance économique, et dans son rôle « d'absorbeur de chocs », l'assureur se retrouve devant une double responsabilité : accompagner ses clients avec des indemnisations justes et un service de qualité, et affiner sa capacité de prédiction en apportant des solutions nouvelles à des risques en constante évolution.

La définition de l'assurance dans le Larousse stipule qu'il s'agit d'un « contrat par lequel l'assureur s'engage à indemniser l'assuré, moyennant une prime ou une cotisation, de certains risques ou sinistres éventuels ». Il y est également précisé que l'assurance repose sur trois notions : la mutualisation des risques, l'utilisation des lois statistiques pour la détermination des primes et le recours à la réassurance quand les capacités de couverture du marché direct sont dépassées.

C'est un bon point de départ... mais cela explicite peu le rôle de l'assurance, plus particulièrement en période de crise. A cet égard, la devise historique du Lloyd's est plus éclairante, car elle fait émerger la

■ SOME LESSONS FROM THE IMPACT OF COVID-19 ON THE INSURANCE SECTOR

In 2020, most industries have had to rethink not only their role, but also what mechanisms to implement to withstand an unprecedented succession of severe, worldwide, and unknown crises. As a key player of the economic recovery plan, expected to 'absorb shocks', the insurance industry is facing a double responsibility: supporting its clients in these trying times with an appropriate level of indemnification and quality of services, while having to enhance its prediction capabilities, in order to bring new solutions to an ever-changing risk environment.

notion d'« infortune » : « *The contribution of the many to the misfortunes of the few* ». Par essence donc, l'assureur est destiné à intervenir dans un contexte où une crise survient pour l'un de ses assurés – qu'il s'agisse d'un acteur économique ou d'un particulier – qu'il est appelé à accompagner dans l'absorption du choc subi.

Si la gestion de crise est dans l'ADN de l'assureur, son rôle va au-delà : en tant que grand « absorbeur des chocs » de la société, il en assure la capacité de rebond, la résilience et la prospérité de long terme. Par conséquent, on attend de l'assureur qu'il reste fort et solide à travers la crise, que lui ne plie pas tandis qu'il garantit la pérennité des autres acteurs écono-

miques qui traversent les épreuves. Cette relation de l'assureur à la crise, « à contretemps » en quelque sorte, le distingue comme acteur privilégié de régulation des risques et des crises, un rôle qu'il partage avec le premier garant de la protection des citoyens, qui reste l'État.

Quels sont les grands rôles de l'assureur dans une crise ?

Aujourd'hui se pose la question de l'impact pour l'assureur de la survenance d'une crise qui frappe simultanément une large part de son portefeuille : le principe de mutualisation peut-il toujours fonctionner ? Qu'il s'agisse d'événements naturels ou d'autres types de sinistres (rappels produits, interruption de la chaîne d'approvisionnement, etc.), cette potentielle propagation, dans une crise « classique », est souvent cantonnée soit à une zone géographique, soit à un secteur d'activité. Mais l'évolution du monde (de plus en plus interconnecté), l'apparition de nouveaux risques comme le cyber ou une pandémie mondiale font voler en éclats ces frontières qui préservaient encore une certaine forme de mutualisation.

La France vient de connaître une succession de trois grandes crises exceptionnelles par leur ampleur et leur nature : une vague d'attentats meurtriers, l'émergence de mouvements de désobéissance civile, comme Extinction Rebellion ou les manifestations du mouvement des gilets jaunes ; enfin, l'apparition d'une épidémie mondiale de Covid-19 en l'absence de vaccin.

Ces nouvelles crises, inflammables, portées par des réalités sociales multiples, sont qualifiées de « politiques, sociales, systémiques... » au point que pouvoirs publics, assureurs et réassureurs s'interrogent sur la part qui revient à chacun. L'on peut tenter de dégager les grands rôles de l'assureur en temps de crise et leurs implications : créer de la résilience, accompagner les assurés sur le terrain et soutenir la relance en insufflant la confiance.

■ Le premier rôle immuable de l'assureur

Le premier rôle immuable de l'assureur reste de garantir la résilience de la société. Il a vocation à absorber les chocs subis par les acteurs économiques et les particuliers et à créer une forme de stabilité de l'économie réelle face à la volatilité et à l'ampleur d'une crise. On peut penser à l'incendie en 2017 de l'usine Recticel en République tchèque, fournisseur unique de plusieurs constructeurs et équipementiers automobiles en Europe et qui a mis quasiment tout le secteur à l'arrêt, créant des pertes de chiffres d'affaires très significatives. Dans ce contexte, le support des assureurs a permis à la fois de financer des schémas de reprise d'activité via le paiement d'acomptes et de compenser – au moins partiellement – les pertes subies, contribuant ainsi à la résilience de cette industrie.

Afin de garantir cette stabilité, il est donc dans « l'ADN » de l'assureur de se maintenir en bonne santé afin d'être au rendez-vous des attentes de ses clients lorsque la crise survient. Ce principe est ancré dans la réglementation, renforcé depuis la crise financière de 2008, et surveillé de près par le régulateur. Cette solidité financière s'organise individuellement au sein de chaque groupe – par ses choix de tarification du risque, par ses décisions de provisionnement – ; autant de décisions actuarielles clés pour tous les métiers de l'assurance, qui assurent la promesse de durabilité de l'assureur.

■ Le deuxième rôle immuable de l'assureur

Le deuxième rôle immuable est d'assurer une indemnisation juste des préjudices et un accompagnement réactif sur le terrain, auprès de chaque client, pour leur rendre les aléas de la vie le moins impactant possible. Concrètement, cela passe par une vraie proximité locale avec les acteurs de l'économie réelle, un service personnalisé et une multitude de services destinés à libérer les personnes des conséquences de la réalisation du risque.

■ Le troisième rôle de l'assureur

Le troisième rôle, moins évident aux yeux des consommateurs mais très identifié des pouvoirs publics, est de soutenir la relance économique post-crise en exerçant notre métier d'investisseur, et contribuer à insuffler la confiance nécessaire pour porter cette relance aux côtés des acteurs publics. Cette mission a encore été mise en lumière très récemment, dès le printemps 2020, avec la création d'un fonds de 1,5 Md€, porté à 2,2 Md€ en octobre 2020, dédié aux investissements dans les PME et ETI d'avenir dans les secteurs de la santé et du tourisme. Soutenu de façon collective par les assureurs et la Caisse des dépôts, ce programme d'intérêt général se veut à la croisée de la relance et de l'innovation. Si son lancement a été en partie occulté dans le débat public par le sujet explosif de la couverture des pertes d'exploitation, il n'en demeure pas moins significatif que l'Etat se soit tourné vers les assureurs à double titre : comme unique secteur cotisant au Fonds national de solidarité (aux côtés de l'Etat et des régions), et comme force d'investissement pour encourager activement des acteurs prometteurs de l'économie.

Cette valorisation post-crise du rôle d'investisseur et de bâtisseur via le financement de projets d'avenir structurants pour les territoires est une incarnation concrète de la raison d'être de certains assureurs comme Allianz : « *We secure your future* ».

Quels enseignements tirer de ces trois grandes crises exceptionnelles ?

■ Apporter des réponses à de nouveaux risques

Le premier enseignement est la nécessité pour les assureurs d'apprendre au fil de l'eau à apporter des réponses à de nouveaux risques, dont certains, de

nature politique et sanitaire, sont systémiques, et appellent une réponse public-privé. C'est ce que font les assureurs en contribuant à inventer une nouvelle couverture CatEx (catastrophes exceptionnelles) en bonne intelligence avec les pouvoirs publics.

Regardons dans le rétroviseur pour dégager les principaux enseignements des crises précédentes.

- La diversité des sources de sinistralité (incendie, événements naturels, cyber) mais une certaine forme de convergence du type de pertes subies : de plus en plus de sinistres donnent d'abord et avant tout lieu à d'importantes pertes d'exploitation (en assurance dommages, le sinistre moyen en pertes d'exploitation est maintenant de 2,4 M\$ US contre 1,75 M\$ US pour les dommages directs). Et parfois, il n'y a pas de dommage direct du tout !
- Une intensité de plus en plus difficile à estimer : 2017 a constitué l'année la plus coûteuse de l'histoire en matière de catastrophes naturelles avec des pertes assurées de 135 Md\$ US. Illustrant s'il en était besoin le problème de Lucrèce tel que décrit par Nassim Nicholas Taleb ⁽¹⁾ : Lucrèce avait écrit que l'idiot croit que la plus haute montagne au monde correspond à la plus haute montagne qu'il ait vue. La plupart de nos *worst-case scenarios* sont basés sur le pire événement qui s'est produit dans le passé. Nassim Nicolas Taleb souligne que ce *worst-case* « historique » est toujours dépassé par le suivant. Ceci s'explique par la complexité et l'interconnexion des chaînes logistiques, l'augmentation significative des actifs immatériels, la concentration des risques (par exemple due au fait que les populations s'établissent de préférence sur les côtes), la spécialisation de certaines zones géographiques sur certaines activités (la Silicon Valley en Californie concentre le cœur des nouvelles technologies mondiales), sans parler des changements climatiques (dont l'influence est encore à définir).

- L'effacement des limites pour certains risques comme le cyber : les ouragans cyber ou « *cyber hurricanes* », une pandémie comme celle que nous sommes en train de vivre, n'ont par définition pas de

barrière géographique ou de limitation à des secteurs d'activité – contrairement aux catastrophes naturelles (limitées à des zones géographiques), à des situations d'interruption de la chaîne d'approvisionnement (limitées à des secteurs d'activité) ou encore à des situations de rappel de produits. Les chiffres donnent le tournis : les Lloyd's estimaient il y a quelques mois que les pertes liées à la Covid-19 pourraient atteindre 110 Md\$ US pour le secteur de l'assurance.

La crise que nous vivons encore aujourd'hui liée à la pandémie de la Covid-19, et dans une moindre ampleur et mesure celle des gilets jaunes, présentent des caractéristiques communes à celles décrites ci-dessus mais aussi des enjeux nouveaux : celui de la durée et de la notion de « fait générateur », comme cela était souligné par Thierry Derez et Laurent Rousseau respectivement lors du débat de la revue *Risques* sur l'impact de la pandémie de la Covid-19 sur l'économie de l'assurance (2). En effet, les mécanismes de solidarité en place (Gareat ou cat. nat. par exemple) interviennent habituellement pour une durée limitée là où la pandémie se déploie dans une dimension temporelle beaucoup plus longue, que l'on parle de l'événement en tant que tel ou bien de la période nécessaire à un retour « à la normale ». Sur le « fait générateur », les questions soulevées au moment de la manifestation des gilets jaunes s'imposent de manière encore plus exacerbée avec le coronavirus : le fait générateur est-il l'épidémie, la pandémie ou la décision politique ? Laurent Rousseau indiquait ainsi dans le même débat : « La question est donc d'arriver à articuler un peu mieux l'objectivation du sinistre entre l'épidémie et la pandémie, d'objectiver le fait générateur : est-ce un fait politique ? Est-ce la réponse à la crise ou la crise elle-même ? ».

En juin 2020, la Fédération française de l'assurance (FFA) a présenté les conclusions de ses travaux sur un nouveau dispositif de protection des entreprises contre les conséquences économiques d'un événement majeur tel que la Covid-19. Certains des enjeux explicités ci-dessus sont ainsi pris en compte par le dispositif CatEx proposé par les assureurs. Sa vocation serait d'« aider les entreprises assurées à faire face aux cessations ou diminutions significatives d'activité liées

à un événement exceptionnel, telles une pandémie, les suites d'un attentat terroriste, des émeutes ou une catastrophe naturelle. Il pourrait être déclenché à la suite d'une déclaration par l'Etat de fermeture administrative touchant un ensemble d'entreprises pour une durée déterminée et sur une zone géographique donnée. » Elle bénéficierait aux entreprises directement concernées par une obligation de fermeture, mais également en cas de pandémie à celles « victimes par ricochet ».

Le fonctionnement de ce dispositif s'appuierait sur un partenariat public-privé qui s'inspirerait à la fois du régime des catastrophes naturelles et de l'outil Gareat (Gestion de l'assurance et de la réassurance des risques attentats et actes de terrorisme).

■ Comment développer une capacité de prédiction ?

Les « nouvelles crises » issues des « nouveaux risques » remettent en question la capacité de prédiction des assureurs : si « assurer c'est prévoir », que dire de la contribution du secteur de l'assurance à la détection de la crise ? La crise interroge notre capacité à prévoir, prévenir, anticiper, à détecter les signaux faibles et avant-coureurs. Elle interroge notre capacité à les modéliser et à jouer notre rôle de vigie, de lanceur d'alerte vis-à-vis des clients et de la société civile. Pour un métier de la donnée comme l'assurance, cela suscite un questionnement de fond.

■ Revaloriser le rôle de proximité de l'assureur

Enfin, ces crises sociétales entraînent la revalorisation du rôle de proximité de l'assureur, exercé grâce à un ancrage territorial solide et quasi inégalé, une représentation sur tout le territoire, y compris dans des villages désertés par les derniers services publics. Un des effets de la crise est en effet de mettre en lumière les actions concrètes des réseaux commerciaux, véritables partenaires des PME locales sur le terrain. Ce qui est montré, par des témoignages individuels en

temps de crise, est la contribution de l'assureur à la cohésion territoriale et nationale. Car finalement, c'est bien d'inclusion sociale qu'il s'agit.

Quelle part les assureurs prennent-ils à la réduction de la fracture territoriale ? Ils y contribuent en multipliant les services d'intérêt général que peuvent proposer les agents généraux sur le terrain. Ils peuvent aussi contribuer à réduire la fracture numérique, en encourageant leurs clients à créer une identité numérique et en soutenant des associations d'insertion par le codage. Enfin, ils peuvent aussi aider à combler la fracture générationnelle, en encourageant les nouveaux usages via des tarifs attractifs, en y associant des conseils de prévention.

Comment se préparer aux crises de demain ?

« **N**ever let a good crisis go to waste », dit un proverbe anglais souvent attribué à Churchill. Comment les assureurs peuvent-ils capitaliser sur la concentration récente de crises ? L'enjeu est clairement de rester pertinent, d'éviter que ne se crée une déconnexion entre des pratiques techniques assurantielles et les attentes des clients et de la société civile.

■ Le grand défi aujourd'hui : « comment rester pertinent pour les clients dans nos contrats ? »

- A l'évidence, l'on ne peut pas se contenter d'exclure les nouveaux risques majeurs de nos contrats ; les assureurs doivent trouver un moyen de les intégrer de façon raisonnable, ce qui représente un vrai défi technique, de tarification, de connaissance des nouveaux risques volatiles, etc... En dernier ressort, c'est la question de l'assurabilité des risques qui est posée.

- Le corolaire à ce défi est l'impératif pour les assureurs de rester positionnés sur les enjeux de notre époque,

ceux qui parlent directement aux clients : l'environnement, l'inclusion sociale, etc. Concrètement, cela pose des défis d'intégration de nouveaux critères de tarification non liés au risque individuel mais à des risques qui seraient estimés aggravants pour tous, à l'image du réchauffement climatique. Le grand enjeu est de le faire sans jouer un rôle de « censeur », mais d'offrir un « encouragement » aussi efficace que possible à des comportements et usages qui contribuent à contenir ce risque.

- A l'autre extrémité du spectre des risques, l'une des évolutions observées des recours à l'assurance est un glissement progressif vers une couverture de risques de plus en plus diversifiés, souvent plus fréquents et plus faibles. Cela soulève la question de la sous-assurance généralisée, que l'on constate souvent tardivement, lorsque l'on est confronté à un défaut de couverture. Ce phénomène de sous-assurance est un vrai facteur de fragilisation et d'instabilité pour les individus comme pour la société.

■ Rester pertinent, c'est continuer à être respecté et sollicité comme un tiers de confiance

Dans une société française fragmentée par la défiance entre les acteurs, le rôle de « tiers de confiance » de l'assureur lui confère une place clé, qui est très concrète dans le cas de l'économie du partage. Mais au-delà de ce rôle de tiers de confiance, à l'ère des « fake news », les métiers de l'assurance ont une méthode et une matière à faire valoir. L'assurance, fondamentalement un métier de la donnée, peut agir pour achever de construire ce « modèle européen » de la protection des consommateurs et de bon usage de la donnée.

Il peut le faire dans le débat public, en défendant un usage régulé, utile et transparent de la donnée et en pesant dans la régulation des Gafam, et en déployant ses services sur les nouveaux risques susceptibles de générer les nouvelles crises : le cyber-risque en premier lieu. Il peut former ses experts de la

donnée pour mieux prévoir, mieux informer, alerter, jouer son rôle de vigie.

■ Rester pertinent, c'est se poser dès maintenant la question du défi suivant

Dans un article paru en avril 2020 ⁽³⁾ dans *The Economist*, Mark Carney s'attachait à l'évolution de la hiérarchie de nos valeurs à la suite de la crise de la Covid-19 et à une possible convergence des valeurs du secteur économique et de celles des individus. Ainsi il souligne que poussées dans leurs retranchements, la plupart des sociétés ont fait le choix de la santé et ont géré les conséquences économiques. Elles ont compris qu'elles devaient se comporter comme des communautés interdépendantes, ce qui a permis que les valeurs de dynamisme économique et d'efficacité soient complétées par des notions telles que la solidarité, la justice, la responsabilité ou la compassion.

Il y ajoute que le vrai test sera de savoir si cette nouvelle hiérarchie perdurera face au changement climatique dans la mesure où ce dernier concerne le monde entier (et dont personne ne pourra se protéger de manière isolée), où les scientifiques le positionnent comme le risque central de demain et où nous ne

pourrons y apporter une réponse satisfaisante que si nous prenons le problème en amont et de manière solidaire.

Si l'on considère que la crise de la Covid est une grande répétition par rapport à la crise du réchauffement climatique, comment devons-nous maintenant aborder les sujets environnementaux ? Comment mettre en place un vrai mode de gestion de crise ?

C'est un enjeu décisif pour conserver la confiance des clients et de la société civile dans son ensemble, et probablement le plus grand défi à venir... défi certes mais également parfaite opportunité pour les assureurs d'illustrer leur rôle en temps de crise.

Notes

1. *Ecrivain, statisticien et essayiste à l'origine notamment de la théorie du cygne noir (2007).*

2. *Thierry Derez, Bertrand Labilloy, Laurent Rousseau et Oliver Wild, « L'impact de la pandémie de Covid-19 sur l'économie de l'assurance », Risques, n° 121, juin 2020.*

3. *The Economist, "Mark Carney on How Economy must Yield to Human Values".*

L'HÔPITAL PUBLIC FACE À LA CRISE DE LA COVID-19

Mireille Faugère

Conseillère maître à la Cour des comptes

Présidente, Amref France (1)

■ Quelques mois après le début, en janvier 2020, de l'épidémie de Covid-19, il est permis de tirer quelques enseignements de la prise en charge sanitaire du virus, particulièrement sur la capacité du système hospitalier à faire face à ce choc (2). Des rapports parlementaires et des évaluations indépendantes ont été commandés et publiés, et si l'impréparation des autorités de santé a été vivement dénoncée sur la gestion des masques, des équipements de protection des personnels puis des tests de dépistage, un consensus semble se dégager : le système de soins a été soumis à rude épreuve mais il a tenu bon et a su faire face à l'afflux de patients grâce à une mobilisation exceptionnelle des personnels soignants, à des efforts d'adaptation sans précédent tant au sein des hôpitaux que dans la médecine de ville qui a fait des progrès rapides en téléconsultation.

Loin de discuter ces constats de la première vague de l'épidémie, je me propose ici d'examiner les conditions précises de ces adaptations, et ce qu'elles révèlent de la capacité de réforme, à plus long terme, de l'organisation des soins.

Une crise gérée en fonction de la capacité des services de réanimation

Tout au long de cette crise, les indicateurs que la France a scrutés étaient bien sûr le nombre de personnes affectées par le virus, avec une répartition géographique, et le degré de contagiosité. Nous avons tous étudié, grâce

■ HOW CAN THE PUBLIC HOSPITAL DEAL WITH COVID-19 CRISIS?

A few months after the beginning of the Covid-19 epidemic in January 2020, some lessons can be drawn from the health care management of the virus, particularly on the capacity of the hospital system to cope with this shock. Parliamentary reports and independent evaluations have been commissioned and published, and although the unpreparedness of the health authorities has been strongly denounced regarding the management of masks, personal protective equipment and detection tests, a consensus seems to be emerging: the health care system has been put to the test, but it has held up well and has been able to cope with the influx of patients thanks to the exceptional mobilisation of the nursing staff and unprecedented adaptation efforts both within hospitals and in town medicine, which has made rapid progress in teleconsultation. Far from discussing these observations of the first wave of the epidemic, I propose here to examine the precise conditions of these adaptations, and what they reveal about the capacity for reform, in the longer term, of the organisation of care.

à la télévision, les journaux et les réseaux sociaux, les courbes, les projections imaginables, les comparaisons internationales. Mais les alertes sérieuses ont été données surtout lorsque la capacité disponible dans les services de réanimation s'est avérée proche de la saturation, alors que la priorité aux malades de la Covid-19 avait été donnée très tôt. Alors, les points presse réguliers, faits par le Premier ministre et le ministre de la Santé, détaillaient le temps nécessaire pour que le système hospitalier atteigne la capacité cible qui avait été fixée. Les reportages dans les hôpitaux sur la vie au cœur

des services de réanimation ou des urgences étaient nos émissions ou lectures favorites...

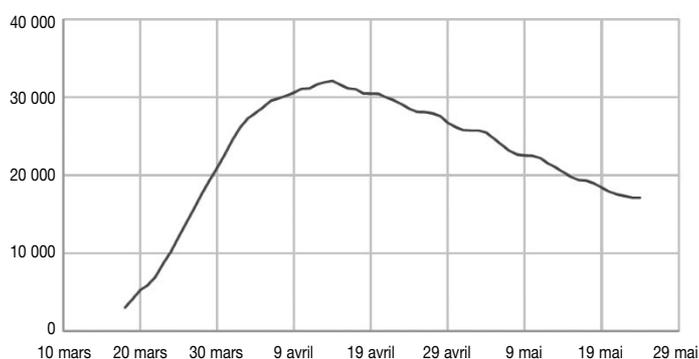
Toutes les mesures coercitives comme celle du confinement ont été prises, monitorées au regard de la sollicitation des services de réanimation. Le nombre de lits de réanimation est ainsi passé de 5 000, ce qui est la capacité nominale en France de ces services dans lesquels sont traitées les défaillances lourdes et multiples à la fois en médecine et en chirurgie, à plus de 10 000 (3). Ce mouvement a été initié avec l'application du plan blanc qui, déclenché début mars, a permis de libérer des capacités d'accueil par la déprogrammation des activités médicales et chirurgicales non indispensables, et amplifié par la réaffectation en services de réanimation, des lits des unités de surveillance continue (USC), au nombre global de 7 000. Ces USC sont des unités dans lesquelles la surveillance est monitorée mais sans suppléance d'organes. Ces services ont été dédiés à la Covid-19, comme des salles de réveil mobilisées pour ces malades ou des blocs opératoires « déshabillés » pour être transformés en unités de réanimation.

Ces réaffectations massives de lieux ont été accompagnées par une commande exceptionnelle de plus de 10 000 respirateurs et surtout par une nécessaire adaptation dans la sollicitation du personnel hospitalier spécialisé (infirmières de bloc, anesthésistes chirurgicaux, etc.).

Cette mobilisation exceptionnelle a permis d'absorber l'arrivée brutale de milliers de patients dans les établissements de santé : le nombre de personnes hospitalisées au titre du virus Covid-19 est passé d'un peu moins de 3 000 patients le 18 mars à plus de 32 000 à la mi-avril (tableau 1) tandis que le nombre de patients en réanimation est passé de 771 au 18 mars à plus de 7 000 trois semaines plus tard.

Pour amplifier ce mouvement de réaffectation car la pression continuait, des mesures inédites ont été décidées avec des évacuations sanitaires pour transférer plus de 660 patients entre la mi-mars et la mi-avril, essentiellement des régions très sollicitées – comme le Grand-Est, l'Île-de-France et la Bourgogne-

Tableau 1 - Evolution du nombre de personnes hospitalisées au titre de la Covid-19 en France



Source : données de Santé publique France.

Franche-Comté – vers des régions plus épargnées – comme la Nouvelle-Aquitaine, la Bretagne, les Pays-de-Loire. Tous les moyens de transport ont été utilisés, TGV médicalisés, hélicoptères, avions, bateaux et ambulances et d'autres transferts ont été opérés vers des pays frontaliers, comme l'Allemagne, le Luxembourg ou la Suisse.

Et d'ailleurs les personnels soignants et administratifs ont fait preuve d'une adaptabilité remarquable. La crise a permis de lever des obstacles administratifs qui paraissaient insurmontables et de faire tomber des barrières entre les services et les catégories de personnels (changements de pratiques, de fonctions, formation en urgence).

La mobilisation du personnel de santé a été exceptionnelle : recours massif aux heures supplémentaires, ajustements entre services, renforts, recours à la réserve sanitaire, appel au volontariat par les agences régionales de santé (ARS) via des plateformes, accueil de personnels d'autres régions, voire réquisitions. Autant de solutions requises pour faire face à l'urgence.

Par l'ensemble de ces mesures on pourrait dire que la mission a été accomplie, et même assez rapidement, quand l'objectif était bien de faire face à l'afflux de patients Covid-19 en réanimation.

Mais à quel prix ? La priorité absolue donnée à la Covid-19 a écarté toutes les autres pathologies et de

nombreuses voix se sont élevées pour dénoncer les probables dégâts du défaut de prévention, de prise en charge des malades chroniques, et les conséquences du renoncement à des soins devenus inaccessibles.

Cette prise de conscience des risques induits par l'éviction des autres pathologies guide d'ailleurs la gestion de la deuxième vague de la Covid-19.

Le rôle des groupements hospitaliers de territoire

Les groupements hospitaliers de territoire (GHT) n'ont permis une gestion efficace de la crise que là où de vraies réformes avaient commencé. Depuis près de cinquante ans, de multiples supports juridiques ont été proposés aux établissements de santé pour faciliter le développement d'actions de coopération. Après les groupements inter-hospitaliers issus de la loi du 31 décembre 1970, la loi Hôpital, patients, santé, territoire (HPST), dite loi Bachelot, de 2009, a offert aux hôpitaux publics la possibilité de se regrouper en communautés hospitalières de territoire (CHT) sur la base du volontariat et a aussi cherché à favoriser l'utilisation des groupements de coopération sanitaire (GCS) créés en 1996.

Cependant, au vu des résultats décevants, la loi du 26 janvier 2016, relative à la modernisation de notre système de santé, est venue modifier cette logique de coopération hospitalière en introduisant le caractère obligatoire de la participation des établissements publics de santé aux CHT devenues des groupements hospitaliers de territoire (GHT). Il n'est ainsi plus permis aux établissements publics de faire le choix d'exercer leurs missions de manière isolée sur un territoire. Et le législateur a confié deux missions principales aux 136 GHT identifiés sur le territoire :

- accroître l'efficacité de l'offre de soins publique, avec la mise en œuvre d'une stratégie de prise en charge commune et graduée du patient, dans le but d'assurer une égalité d'accès à des soins sécurisés et de qualité ;

- rechercher une rationalisation des modes de gestion par une mise en commun de fonctions supports ou par des transferts d'activités entre établissements afin de gagner en efficacité et performance.

Cette réforme de 2016 a-t-elle permis, grâce à ces possibilités d'organisations davantage mutualisées, de gérer plus efficacement une crise comme celle de la Covid-19 ?

La Cour des comptes a réalisé une enquête ⁽⁴⁾ – publiée récemment – sur les groupements hospitaliers de territoire, à la demande de la commission des Affaires sociales du Sénat. Cette enquête n'est pas consacrée à la crise sanitaire, mais elle établit un diagnostic complet sur le demi-succès de l'application de cette réforme. Il y est souligné que les projets médicaux partagés, qui devaient structurer les groupements, ne sont souvent qu'une juxtaposition de projets qui recensent l'existant, pour respecter l'indépendance des médecins, et ne redessinent en rien les contours des services grâce à des transferts entre établissements. Les effets de taille, pourtant indispensables dans un contexte de pénurie d'équipes médicales, ne sont pas atteints et, à défaut de fusion d'établissements ou seulement de décision de management réellement unifié sur tout ou partie de ces groupements, les objectifs ne semblent pas atteints. Mais là aussi, par l'effet bénéfique de leur taille, on constate que les GHT qui bénéficient d'un centre hospitalier universitaire (CHU) s'en sortent mieux que les simples groupements d'hôpitaux généraux.

Quelles sont les observations spécifiques de ces organisations face à la pandémie ?

Les GHT devaient jouer un rôle facilitant en termes de gestion des lits, d'orientation des patients, de coopération territoriale avec le secteur privé et les établissements médico-sociaux et d'approvisionnement en matériels. Sur ce dernier point des succès ont été enregistrés. Ainsi, Santé publique France (comme certaines ARS) a fait des 136 GHT ses principaux interlocuteurs en termes de répartition des moyens individuels de protection entre les 920 établissements de santé ou médico-sociaux membres de GHT.

Certains GHT sont allés au-delà, en apportant une aide ciblée aux équipes hospitalières ou médico-sociales des établissements membres. La Cour des comptes signale que le CHU de Nancy a ainsi déployé huit équipes de dépistage Covid-19 dans les Ehpad associés aux GHT. Des actions de formation au dépistage des personnels soignants du GHT ont été recensées au GHT Lille métropole Flandre intérieure et Hainaut-Cambrésis. Les GHT ont parfois constitué également le cadre de participation à des essais cliniques (GHT des Landes).

Mais là où la réponse territoriale a été la plus forte face à la crise, ce sont dans les GHT qui disposaient d'une direction commune. C'est le cas par exemple en Bretagne pour le GHT Brocéliande-Atlantique, le GHT Bretagne-occidentale ou en Grand-Est avec le GHT Cœur Grand-Est. Ces groupements ont procédé à une réorganisation de leurs activités de soins permettant à la fois d'accroître leurs capacités de dépistage, d'orientation des patients, de prise en charge en service de médecine, de soins continus ou de réanimation. Certaines organisations ont permis d'effacer les limites juridiques posées par la notion d'établissement au sein d'un même groupement. Ainsi pour le GHT Cœur Grand-Est, fortement touché par l'épidémie, la répartition du personnel soignant, du matériel (masques, blouses, solutions hydro-alcooliques) et des médicaments s'est faite en fonction du besoin des soignants, évitant ainsi toute rupture d'approvisionnement ou sur-sollicitation des personnels, malgré un taux d'absentéisme élevé du fait même de l'épidémie.

Le privé lucratif et la médecine de ville peu sollicités

Pour faire face à l'ampleur de l'épidémie, tous les acteurs devaient être mobilisables, notamment en amont, la médecine de ville et en complément de l'offre publique, les structures d'hospitalisation conventionnelle et de réanimation des secteurs privés lucratif et non lucratif.

Le rôle de la médecine de ville a été important bien sûr, mais dans un contexte de manque criant de

masques et de protection, sans tests disponibles, et dans la mesure où le recours au service d'aide médicale urgente (Samu – 15) était privilégié pour l'orientation des malades, il a certainement été moins déterminant. On se souvient que la prescription, en cas de diagnostic du virus sous une forme bénigne, était simplement du paracétamol et le confinement.

Lors de la semaine du 23 au 28 mars 2020, semaine de pic de ce printemps, près de 95 000 personnes ont consulté un médecin généraliste pour des symptômes Covid-19, et le nombre d'actes réalisés par SOS médecins a été supérieur à 12 000. Cette même semaine ont été recensés plus de 32 000 passages aux urgences. Mais dès le début avril la médecine de ville ne traitait plus en une semaine que 2 600 personnes quand SOS médecins voyait plus de 5 000 malades et les urgences hospitalières plus de 19 000.

Le progrès le plus significatif pour la médecine de ville a été le développement massif des téléconsultations dont les modalités d'exercice et de remboursement ont été simplifiées par voie réglementaire (grâce aux décrets des 9 mars, 19 mars et 21 avril 2020). Plus de 486 000 téléconsultations ont été réalisées la semaine du pic de mars alors que l'Assurance maladie comptabilisait 10 000 téléconsultations par semaine avant mars. Il faut espérer que cette mutation tant attendue sera pérenne dans la mesure où plus de 40 % des médecins généralistes avaient pratiqué cette méthode à fin mars. Ce chiffre a dû croître depuis.

Quelle sollicitation a-t-on pu constater dans le système hospitalier privé ?

La part des établissements privés s'est révélée minoritaire dans les hospitalisations mais elle a crû sur la période passant de 21 % le 15 avril à 33 % le 30 avril. A cette date les établissements privés accueillent près de 9 000 patients atteints par le virus (contre près de 18 500 dans le secteur public). Au sein de ces chiffres globaux, et pour cette même semaine de fin avril, la part constatée en hospitalisation de réanimation privée est restée autour de 20 %, dont 12 % pour le privé non lucratif.

Il est patent que le poids de l'hospitalisation publique est prépondérant et encore davantage pour les services de réanimation, mais néanmoins une offre complémentaire de 20 % est significative en période de crise et la capacité à la mobiliser rapidement est clé. Or les témoignages ont été nombreux parmi les personnels de santé et des ARS, pour reconnaître que le cloisonnement public/privé – et encore davantage avec le privé lucratif – n'a pas disparu pendant la crise et que le recours aux disponibilités du privé s'est fait tardivement. La nécessité de l'hôpital militaire de campagne en Grand-Est a même été questionnée car les lits du privé n'auraient pas été sollicités en amont de cette décision. En tout cas l'outil du ministère de la Santé, le répertoire opérationnel des ressources (ROR), devant recenser l'ensemble de l'offre sanitaire et médico-sociale, et comprenant un volet sur la disponibilité des lits hospitaliers, ne semble pas avoir fonctionné faute d'alimentation des données. C'est un exemple où la crise a renforcé les conséquences des faiblesses de la mise en œuvre de systèmes pourtant réputés opérationnels de longue date.

Les acteurs à la périphérie des hôpitaux : le secteur médico-social

De nombreux témoignages ont été recueillis sur le désarroi du secteur médico-social pour traiter cette situation d'urgence sanitaire : les établissements dédiés – établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad), établissements et service d'aide au travail (Esat), maisons d'accueil spécialisé (MAS) ou foyers d'hébergement pour les personnes handicapées –, les établissements de l'Aide sociale à l'enfance pour les enfants placés par mesure de protection, etc.

Ces établissements ont été, pendant de longues semaines, à l'écart des réunions pluridisciplinaires sur leur territoire et finalement coupés de leur environnement de soins car ils sont en périphérie du système hospitalier.

Une des situations emblématiques des priorités accordées par les pouvoirs publics aux hôpitaux est celle des établissements pour personnes âgées. Les personnes hébergées en Ehpad cumulent plusieurs facteurs de risque. L'âge avancé tout comme les poly-pathologies associées sont des facteurs propices à la survenue des formes graves de la Covid-19, et la létalité du virus est élevée chez les personnes de plus de 75 ans. Par ailleurs, l'hébergement collectif et les visites des proches favorisent les contaminations.

Des mesures ont été prises pour ces établissements avec, dès le 12 mars, le déclenchement du plan bleu dans les établissements médico-sociaux, prévoyant notamment l'interdiction des visites. La fourniture de 500 000 masques par jour a été annoncée par le ministre de la Santé le 21 mars et une campagne de dépistage lancée le 5 avril. Mais c'est surtout le suivi de ces établissements qui s'est avéré très insuffisant. Au début de la crise et jusqu'au 1^{er} avril il était impossible de connaître l'ampleur de la situation puisque seuls les décès survenant dans les hôpitaux étaient recensés. L'organisation de la remontée des informations n'a été structurée que tardivement et le rôle des ARS a été hétérogène sur le territoire. Le nombre de décès dans ces établissements s'avère élevé, avec plus de 10 000 décès comptabilisés dans les Ehpad entre le 1^{er} mars et le 26 mai et près de 3 600 à l'hôpital.

Conclusion

L'ampleur et la durée de cette crise sanitaire ont indéniablement montré, au cours du printemps 2020, la capacité du système public français à réagir à un grand choc, à se réorganiser fondamentalement et tout particulièrement le système hospitalier. Des frontières sont tombées, des solidarités inédites ont vu le jour. Il faut se réjouir que l'hôpital public et les professionnels de santé en sortent renforcés dans le regard des citoyens.

Mais la gestion de cette crise, certainement parce qu'elle a sollicité prioritairement les services de méde-

cine spécialisée comme la réanimation, a aussi mis en lumière les travers de notre organisation française toujours très hospitalo-centrée, et avec une place prépondérante des grands centres et spécifiquement des CHU. Les enseignements, pourtant énoncés à de multiples reprises, pour un système de santé plus efficace et efficient, ont été à nouveau confortés : la nécessité de s'appuyer sur l'offre hospitalière du privé, lucratif ou non, le meilleur profit à tirer de l'articulation avec la médecine de ville, le souci de préserver les parcours de soins pour les malades chroniques. Et dans les réorganisations en cours au sein de l'offre hospitalière, le besoin d'aller plus loin dans les réorganisations managériales, voire organiques dans les CHT, et d'aller plus vite en médecine de ville dans la mise en œuvre des espaces médicaux partagés.

Des organisations performantes et réactives permettront de mieux répondre aux prochaines crises épidémiques.

Notes

1. *L'Amref Health Africa est la première ONG (organisa-*

tion non gouvernementale) africaine de santé publique. <https://amref.fr/>

2. *Cet article a été rédigé en septembre 2020, soit avant le deuxième confinement.*

3. *Pendant cette crise il a souvent été fait référence à la capacité importante du système de réanimation en Allemagne et on opposait les 5 000 lits de réanimation français aux 20 000 lits allemands. Comme dans tout exercice de benchmark il est indispensable de s'assurer que les échantillons comme les méthodes sont comparables. Or le système allemand est différent du nôtre dans la mesure où les plateformes et les plateaux techniques sont unifiés et non spécialisés. En France, quand un patient devient moins critique il est transféré d'un service de réanimation à un service d'unité de surveillance continue en changeant physiquement d'espace. En Allemagne, c'est l'état du patient qui détermine la nature de la prise en charge requise sur le plateau : réanimation lourde pour pallier des défaillances multiples ou simple surveillance monitorée par exemple... Il est probable qu'à périmètre comparable et ramené aux populations respectives, les capacités des deux pays soient proches.*

4. *Cour des comptes, « Les groupements hospitaliers de territoire, exercices 2014 à 2019 : communication à la commission des Affaires sociales du Sénat », octobre 2020.*

3.

L'économie face à la Covid-19

■ Florence Lustman

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

■ Patrick Dixneuf

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

■ André Renaudin

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé après la Covid-19

■ Jérôme Jean Haegeli et Patrick Saner

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise de la Covid-19

■ Wilfried Verstraete

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

■ Maya Atig

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

■ Pierre Bollon et Thomas Valli

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

■ Monique Cohen

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

■ Douglas J. Elliott

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

■ Jean-Paul Pollin

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

■ François Ecalle

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

POUR UNE SOLUTION ASSURANTIELLE AUX CATASTROPHES EXCEPTIONNELLES

Florence Lustman

Présidente de la Fédération française de l'assurance

■ La crise du coronavirus et la polémique sur les pertes d'exploitation des entreprises ont rappelé que l'assurance privée ne peut faire face seule à un risque systémique tel qu'une pandémie mondiale. Afin de répondre à cet angle mort de l'assurabilité, les assureurs français proposent de créer un régime d'assurance original pour couvrir les entreprises contre les conséquences économiques d'un événement majeur. Un dispositif forfaitisé, pour une indemnisation simple et rapide, et fondé sur un partenariat public-privé.

■ A PLEA FOR AN INSURANCE SOLUTION TO EXCEPTIONAL DISASTERS

The coronavirus crisis and the controversy over corporate business losses have been a reminder that private insurance companies alone cannot cope with a systemic risk such as a global pandemic. In order to respond to this blind spot in insurability, French insurers are offering to create an original insurance scheme to cover companies against the economic consequences of a major event. A lump-sum scheme, for simple and rapid compensation, based on a public-private partnership.

La crise du coronavirus a éclaté il y a à peine quelques mois mais ses conséquences sont déjà bien perceptibles. Tous nos concitoyens, toutes nos entreprises, tous nos secteurs d'activité ont été touchés plus ou moins directement par cette crise, qui a la caractéristique rare d'être à la fois sanitaire, économique et sociale mais surtout d'une ampleur inédite.

Pour l'assurance française, l'impact de la Covid-19 est multiple. Il est financier, tout d'abord, puisque le virus et ses conséquences sur les assurés vont fortement grever les résultats des assureurs en 2020 et au-delà. La forte hausse de la sinistralité, notamment en prévoyance, en responsabilité civile, en assurance crédit ou encore en assurance professionnelle, coûtera à elle seule vraisemblablement plus de 2 Md€ au secteur. Il faut rajouter à cela les 2,6 Md€ de gestes extra-contractuels des assureurs pour leurs clients et la

solidarité nationale, gestes qui font d'ailleurs de l'assurance française l'un des secteurs les plus solidaires du pays. Il y a aussi les impayés dus aux entreprises en faillite, la baisse d'activité, la dépréciation des actifs financiers et une taxe – malheureuse ! – de 1,5 Md€ sur les organismes d'assurance maladie complémentaire, étalée sur 2020 et 2021, et qui coûtera 500 M€ aux assureurs.

Cet impact financier est déjà très lourd mais il n'est pas le seul. L'image de l'assurance française sort également écornée de cette crise, à cause des « économies » réalisées durant le confinement et, surtout, à cause de la polémique sur les pertes d'exploitation des entreprises. Une polémique née d'un fossé difficilement résorbable entre, d'un côté, des entreprises qui ont pensé de bonne foi que leur contrat de pertes d'exploitation pouvait jouer dans le cadre de la pandémie actuelle et, de l'autre, des assureurs qui ont dit, également en toute bonne foi, que ces garanties ne pouvaient

Intervenir face à un risque systémique. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a beau avoir confirmé que 93 % des contrats de pertes d'exploitation excluaient explicitement la fermeture pour cause de pandémie, le mal a été fait ; dire unanimement à des assurés en train de jouer leur survie que l'assurance ne les couvrirait pas dans cette crise inédite n'était tout simplement pas audible par l'opinion publique.

Cet épisode montre en creux combien les Français sont en réalité attachés à leur assurance, combien ils lui font confiance pour les aider face à tous les coups durs de la vie. Dans cette crise, les assureurs auront fait leur métier et indemnisé massivement leurs clients dans tous les domaines – sur les indemnités journalières, la responsabilité civile médicale, l'assurance annulation, la portabilité des contrats santé, etc. – tout en continuant à gérer 20 000 sinistres « normaux » chaque jour de confinement. Mais ils n'auront pu prendre à leur charge les pertes d'exploitation des entreprises. Là aussi, ils auront essayé de compenser cet angle mort de l'assurabilité par des gestes commerciaux massifs – 2,6 Md€, rappelons-le ! – et un plan d'investissement de 2,2 Md€ pour aider notamment les PME et ETI à sortir du marasme.

Des risques exceptionnels inassurables

Sil y a effectivement une chose que cette crise a eu le mérite de rappeler sur le fonctionnement de l'assurance, c'est celle-là : l'assurance privée, quel que soit le pays ou l'époque, ne peut couvrir seule un risque systémique, c'est-à-dire une crise exceptionnelle touchant tout le monde en même temps, comme une guerre, une révolution, une insurrection ou encore une pandémie.

La raison principale en est simple : l'assurance privée a besoin de mutualiser un risque pour pouvoir fonctionner. C'est en utilisant les primes des assurés qui ne sont pas touchés par le sinistre que l'on peut

indemniser ceux qui le sont. Si toutes les voitures de France étaient accidentées au même moment, aucun assureur automobile ne pourrait plus intervenir. Rajoutons qu'au-delà du caractère mutualisable du risque, l'assurance privée a aussi besoin d'un aléa. Or, toute fermeture administrative – aussi légitime et nécessaire soit-elle – est une décision intentionnelle des pouvoirs publics, et donc renouvelable à volonté.

Quelques chiffres permettent d'éclairer l'inassurabilité de la situation actuelle : les pertes d'exploitation des entreprises françaises dues au coronavirus et à ses conséquences pourraient atteindre 180 Md€ cette année, soit 3 fois la totalité des fonds propres des assureurs français (57 Md€), 46 fois leurs résultats nets en assurance non-vie (3,9 Md€) et 300 fois les primes qu'ils encaissent annuellement au titre des garanties pertes d'exploitation, qui couvrent presque exclusivement des dommages physiques. Des chiffres clairs, qui prouvent qu'une crise comme celle de la Covid-19 est tout simplement hors de portée de la seule assurance privée. La Covid-19 nous rappelle qu'en cas de catastrophe systémique, seul l'État peut jouer in fine le rôle d'assureur de dernier ressort de la nation.

Un partenariat public-privé pour transférer une partie du risque

Les assureurs sont des acteurs de terrain, parfaitement au fait des situations tragiques que connaissent aujourd'hui beaucoup de nos entreprises et de nos concitoyens. Ils ont bien conscience que si le constat de l'inassurabilité de la crise actuelle est intellectuellement implacable, se contenter de dire que l'assurance ne pourra rien faire à l'avenir si une crise similaire éclatait est une réponse économiquement et socialement inaudible. Et cela d'autant plus que des solutions innovantes ont déjà permis, par le passé, de rendre un risque réputé inassurable assurable, comme le prouve le régime des catastrophes naturelles de 1982.

C'est pour cette raison que la Fédération française de l'assurance (FFA) a lancé dès le mois d'avril un groupe de travail pour réfléchir à de nouvelles solutions assurantielles capables de faire face à des crises majeures comme celle que nous vivons.

Conscients de l'importance d'avoir un consensus large au sein de la profession, les assureurs ont souhaité mener ces travaux de la manière la plus collégiale possible. Le groupe de travail de la FFA a été présidé par trois assureurs reconnus de la place, Jacques de Peretti, président-directeur général d'AXA France, Philippe Dumont, directeur général de Crédit agricole assurances, et Paul Esmein, directeur général des offres et services chez Covéa. De nombreux représentants d'entreprises, des parlementaires, des juristes, des économistes, des experts en assurance et des réassureurs ont participé aux débats, notamment sur les objectifs et le dimensionnement d'un nouveau dispositif.

Pour bien cadrer les contours de ce nouveau système – qui, je le rappelle, n'existe encore nulle part au monde –, la FFA a recensé quatre questions clés :

- quel type d'événement entraînerait le déclenchement d'un tel dispositif ?
- quels préjudices indemniserait-il, et avec quelle profondeur ?
- quelles entreprises seraient concernées ?
- quel financement pour en assurer la solvabilité ?

A peine deux mois de travaux ont été nécessaires pour répondre à ces questions et formuler une première proposition de régime d'assurance de « catastrophes exceptionnelles », dit « CatEx ». Le projet, remis au ministère de l'Économie et des Finances le 12 juin, propose la création d'un régime d'assurance original, reposant sur un partage des coûts entre les acteurs privés de l'assurance et de la réassurance d'un côté, et les pouvoirs publics de l'autre, à l'instar des régimes de catastrophes naturelles ou risques d'attentats terroristes.

Un régime ciblé sur la résilience des entreprises

Le dispositif proposé par la FFA fait le choix d'une assurance forfaitisée pour une indemnisation simple et rapide, dont l'objectif est de permettre aux entreprises non pas d'éponger toutes leurs pertes mais de passer le cap d'une crise majeure – « capital résilience ». Il est vite apparu en effet que ce nouveau régime devait fonctionner sur un niveau de cotisations soutenable pour les entreprises afin d'être réaliste et efficace. Cela implique notamment de rendre le régime obligatoire par la loi afin de mutualiser au maximum le risque et d'en contenir le prix.

Le dispositif proposé se déclencherait à la suite d'une décision des pouvoirs publics de fermer provisoirement et collectivement des entreprises à la suite d'une pandémie ou d'une épidémie, mais pourrait aussi fonctionner dans le cadre d'autres « risques exceptionnels », comme une menace ou les suites d'un attentat terroriste ou encore une catastrophe naturelle. En cas de pandémie, les entreprises directement visées par les fermetures mais aussi les entreprises « victimes par ricochet » seraient indemnisées.

Cette indemnisation consisterait en un versement d'un « capital résilience » versé sur la base d'un référentiel commun à tous les assureurs et qui tiendrait compte de la taille de l'entreprise, de son secteur d'activité et de la durée de la fermeture. Ce référentiel bâti ex-ante serait calibré pour indemniser 50 % de la marge brute perdue hors salaires et hors bénéfices, et impliquerait donc déjà un premier partage de risque avec l'État, puisque ce dernier aurait vocation à prendre en charge la masse salariale via des dispositifs de chômage partiel. L'indemnisation interviendrait après une franchise de 15 jours de fermeture en cas d'épidémie. L'indemnisation et le tarif seraient les mêmes quel que soit l'assureur engagé et suivraient un barème adapté au niveau du chiffre d'affaires et au secteur d'activité de l'entreprise assurée.

Le dispositif serait financé via une surcotisation, dont le montant dépendra du niveau de forfait retenu et serait couplé à une garantie de l'Etat qui protégerait les assureurs au-delà d'un certain seuil de capacité financière. A ce stade, il semble possible de contenir le prix de cette assurance à une moyenne annuelle de 130 à 150 € par entreprise.

Le partage de risque assurantiel se ferait via un traité en *stop loss*, limitant l'intervention cumulée des assureurs et réassureurs en deçà d'un certain montant annuel. La Caisse centrale de réassurance (CCR), porteuse de ce traité, serait rémunérée pour cela au prix du risque. A ce stade, assureurs et réassureurs sont prêts à engager 2 Md€ de capacité annuelle au démarrage du dispositif, une capacité qui pourrait évoluer avec le temps.

En conclusion, ce nouveau régime « CatEx » proposé par la FFA a plusieurs avantages :

- il permet de contractualiser la protection économique des entreprises et de leur apporter une solution d'indemnisation concrète en cas de fermeture administrative pour cause de « crise majeure », qu'il s'agisse de pandémie, de catastrophe naturelle, d'attentat, d'émeute ou autre ;
- il ouvre droit à une indemnisation équitable, adaptée à la réalité de chaque acteur, en évitant les effets d'aubaine ;

- il s'appuie sur l'efficacité du réseau des assureurs, présents sur tout le territoire, qui peuvent intervenir vite et efficacement en cas de sinistre, comme ils le font déjà en cas de catastrophe naturelle ;
- il permet enfin de préfinancer en partie le risque.

Les modélisations menées jusqu'ici indiquent que si un tel système avait existé lors de la crise de la Covid-19 en mars, il aurait indemnisé les PME françaises à hauteur de 9 Md€. Un restaurant faisant 1 M€ de chiffre d'affaires annuel et ayant dû fermer 3 mois aurait perçu, par exemple, 21 852 € après application de la franchise pour une prime mensuelle 25,80 € ; un hôtel faisant 500 000 € de chiffre d'affaires annuel et ayant fermé 3 mois aurait perçu 20 383 € pour une prime mensuelle de 24 €. Des indemnisations non négligeables qui auraient été d'un grand secours pour toutes les entreprises touchées dans cette crise.

« CatEx » est un projet original, économique et socialement utile. Ses contours restent évidemment à débattre avec les pouvoirs publics, notamment en ce qui concerne le montant des cotisations, le niveau d'indemnisation et les entreprises éligibles. Si l'Etat, qui a terminé le 10 septembre sa consultation publique sur le projet, décidait de le mener à bien, la France serait un pionnier au niveau mondial. Elle trouverait là un moyen efficace de protéger ses entreprises lors des prochaines crises et confirmerait sa réputation de terre d'innovation en matière assurantielle.

L'ACTION DES ASSUREURS DANS LA CRISE DE LA COVID-19

Patrick Dixneuf

Directeur général, Aviva France

■ Le rôle d'investisseur fait partie intégrante de la chaîne de valeur de l'assurance. La pandémie et le besoin de soutenir l'économie (re-)mettent en lumière ce rôle mais aussi soulignent les défis auxquels notre secteur est confronté. Le développement des valeurs positives, tant au niveau des choix des clients que des « missions » des sociétés d'assurance, la nécessité de découvrir – y compris « dans les territoires » – les entreprises de demain, l'aversion au risque des clients mais aussi des entreprises à l'ouverture de leur capital, l'équilibre dette/action, les contraintes de capital... et surtout le respect des intérêts des investisseurs individuels que sont les clients des assureurs imposent, à tous les acteurs et y compris à l'Etat, une vue équilibrée du « fléchage » de ces investissements.

Lorsque l'on m'a demandé de rédiger un article sur l'effort d'investissement des assureurs pour soutenir l'économie dans le cadre d'un numéro spécial consacré aux conséquences de l'épidémie de Covid-19 sur les systèmes financiers et l'économie, la première question qui m'est venue à l'esprit a été : en quoi la pandémie et ses conséquences économiques modifient-elles le rôle d'investisseur des sociétés d'assurance ? Est-ce juste une nécessité, une urgence, une visibilité plus grande ? ou bien quelque chose de différent, de nouveau ?

■ THE INSURANCE INDUSTRY INVESTMENT EFFORT TO SUPPORT THE ECONOMY DURING THE COVID-19 CRISIS

Investment is a key part of the insurance value chain. The pandemic and the need to support the country economy (re-)highlight this role but also underline the challenges the insurance industry faces. The development of positive values, both from the customer willingness and from the "missions" insurers give themselves, the need to discover – including "in the territories" – the companies of tomorrow, the risk aversion of some customers but also of some companies to the open of their shareholding, the equity/debt balance, the solvency constraints... and above all the respect of the interests of individual investors who are the insurers final customers impose, on all the actors and including the State, a balanced view on how to "guide" these investments.

Des heures passées, au début quotidiennement, au conseil exécutif de la Fédération française de l'assurance (FFA)... Des comités exécutifs ou d'investissement plus rapprochés, plus longs, plus animés au sein d'Aviva France... Tout cela pourrait laisser penser à une situation différente, nouvelle. Avec un peu de recul, j'en suis de moins en moins sûr.

Pour mis sous tension qu'il soit, le rôle d'investisseur des assureurs demeure le même. Ce qui ne veut pas dire qu'il est toujours bien compris de toutes les parties prenantes.

Investir : objet social ou mission

L'objet social d'un assureur est d'assurer, c'est-à-dire de payer des sinistres ou de faire fructifier l'épargne de ses clients. Bien investir les réserves permet, à schéma de rentabilité égal, de diminuer les prix en assurance dommages. Bien investir l'épargne permet de servir des rendements meilleurs et plus sûrs en assurance vie. L'investissement est donc un des éléments de la chaîne de valeur des métiers de l'assurance. C'est aussi un objectif propre comme le souligne le développement encourageant des supports d'investissement en unités de compte ou l'introduction de gestions pilotées.

La mission – dans l'optique du « *good corporate citizen* » anglo-saxon ou de l'entreprise à mission introduite par la loi Pacte (1) – ajoute clairement à l'objet social un objectif complémentaire qui inclut très naturellement le soutien de l'économie. Peu d'acteurs, assureurs ou parties prenantes, remettent en cause aujourd'hui cette dimension dont l'importance va croissant.

Investir : qui choisit ?

Dans un pays de culture économique certes libérale, mais historiquement interventionniste, la question de qui choisit – ou qui « flèche » pour utiliser ce vocable à la mode – l'investissement est à la fois primordiale et complexe. En effet, la réponse que l'on peut y apporter n'est pas unique et comporte nécessairement de multiples facettes.

Assez naturellement, le client peut vouloir savoir – et d'ailleurs le veut de plus en plus – ce que l'on fait de son argent, tant pour sa rentabilité et sa sécurité que pour son alignement avec ses valeurs. Les mêmes remarques s'appliquent assez naturellement à l'assureur pour lequel s'ajoutent, d'une part ses contraintes

prudentielles, et d'autre part la couverture des garanties et la liquidité qu'il a promises à ses clients.

Mais la question ne s'arrête pas aux deux parties intéressées au contrat qui les lie. Les gestionnaires d'actifs et leur intérêt financier propre, les pools d'investisseurs – tel par exemple le Fonds stratégique de participation – et la force de frappe qu'ils peuvent représenter s'invitent naturellement dans un débat où la capacité d'analyse sectorielle et celle de découverte de « pépites » prennent de plus en plus d'importance.

Enfin, la sphère gouvernementale et politique est dans tous les pays, mais peut-être surtout en France, présente aussi bien dans le débat que dans l'action quotidienne. Il sera évidemment toujours tentant de flécher selon ses propres vues l'emploi des 1 750 milliards d'euros de l'assurance vie ! Des programmes comme les 2 % en faveur des PME promus par le président Chirac ou, plus récemment, les engagements Tibi (2) visant à favoriser le financement des entreprises technologiques en sont des preuves évidentes.

Les engagements de branche, comme les 1,5 milliard d'euros promis par les assureurs réunis au sein de la FFA en réponse justement aux attentes de soutien puis de relance dans le cadre de la pandémie de Covid-19, le sont aussi. Cependant, et sans aller jusqu'à un ultra-libéralisme dont notre société ne veut pas, je reste persuadé qu'un système ne fonctionne pas durablement par des « coups » ou de manière forcée, mais qu'il fonctionne mieux en continu, de manière naturelle lorsque les intérêts de chacun s'alignent.

La chaîne de valeur

Dans tout ce qui suivra, nous aurons donc à cœur de parler de la vue de chacune des parties prenantes de la chaîne de valeur : le client, l'assureur, le gestionnaire d'actifs, la sphère publique tant dans son rôle de politique économique que dans son rôle de régulateur prudentiel et, ne l'oublions pas, l'entreprise dans laquelle pourra être réalisé l'investissement.

■ Comment investir

Actions ou obligations ? S'il serait incorrect de dire que la capacité d'investissement fait défaut en France, force est de reconnaître que l'investissement en actions y reste limité. Lors des réunions préalables à l'élaboration de la loi Pacte, nombre d'intervenants, jusqu'au ministre des Finances et au gouverneur de la Banque de France, ont cherché à éveiller les consciences sur cette différence majeure entre notre économie et l'économie allemande. L'investissement français se fait principalement en obligations, celui outre-Rhin en actions. Or, il est dommageable dans un plan de soutien de l'économie d'obérer en partie l'effort d'investissement par l'accroissement de la dette des entreprises. C'est un sujet de fond ; c'est un sujet difficile car impactant l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur : les épargnants et leur aversion au risque supérieure à celle de leurs collègues européens, les assureurs dont le régime de solvabilité pénalise les investissements en actions et encore plus en actions non cotées et les entreprises elles-mêmes qui, en dehors de certains secteurs (technologie, santé...), sont en général frileuses à ouvrir leur capital à des investisseurs tiers.

■ Vers où investir

Rentabilité ou besoin ? Dans une économie libérale, l'investisseur se dirigera naturellement vers les investissements aux retours potentiels les plus importants et les plus sûrs. Dans une vision également morale ou sociale, d'autres critères doivent naturellement être mis en avant.

Vision morale. La bonne nouvelle est que les investissements durables, positifs ou quel que soit le nom que l'on veut bien leur donner, démontrent maintenant des capacités de retour égales, – voire supérieures – à celles de secteurs moins propres, moins éthiques. Nous ne sommes certainement qu'au début de ce changement mais il est dès aujourd'hui clairement possible d'allier valeurs et rendement des investissements et de satisfaire une demande croissante, tant collective qu'individuelle, de la part de ceux qui en fin de compte décident, les clients.

Vision sociale. La question est plus difficile et c'est à la fois la richesse et la difficulté de notre société française de garder le bon équilibre entre économie entrepreneuriale compétitive et protection sociale assumée. Il faut donc aider les secteurs en difficulté... mais ceux qui ont une chance, à terme, de repartir vers des niveaux de rentabilité acceptables et donc d'auto-suffisance. Tout le monde se souvient des efforts répétés, louables mais voués à l'échec de la Banque publique d'investissement (Bpifrance) alors présidée par Ségolène Royal pour sauver Heuliez dont l'offre ne rencontrait plus sa clientèle et dont l'outil industriel s'avérait inadapté aux mutations technologiques. Cet exemple ne doit cependant pas faire ignorer le rôle de l'autorité publique à encourager aussi le fléchage des investissements vers les secteurs qui en ont socialement la nécessité. Cela doit se faire cependant dans un mode équilibré, dans le respect non seulement des intérêts des investisseurs, dont les assureurs, mais surtout de leurs clients, les Français qui épargnent pour leurs projets ou qui préparent leur retraite.

■ Dans quoi investir

Dans quelles sociétés investir tant pour assurer la rentabilité des investissements que pour orienter ces investissements vers la relance – dans la période post-Covid-19 – ou plus généralement vers le développement de l'économie ?

Une étude de l'Insee – qui date certes un peu, 2016 sur des données 2013 ⁽³⁾, mais reste toujours d'actualité – montre qu'en France 3 000 entreprises seulement concentrent 52 % de la valeur ajoutée, 58 % de l'excédent brut d'exploitation, 70 % des investissements, 83 % des exportations et 43 % des salariés du secteur marchand. De manière simpliste, on pourrait se dire que l'analyse de 3 000 cibles d'investissement est chose réalisable.

Mais déjà, ces 3 000 entreprises, ce sont 240 grands groupes (plus de 500 salariés), 2 030 entreprises de taille intermédiaire (les fameuses ETI, entre 250 et 500 salariés), 590 PME et 140 micro-entreprises

(PME-MIC). Petite parenthèse, on voit ici clairement pourquoi le manque d'ETI est un des freins principaux de la croissance économique en France. Mais surtout, on voit que les grandes entreprises et/ou les sociétés cotées sont ici minoritaires en nombre et que le double défi pour l'investisseur d'identifier ces entreprises plus petites et pour ces entreprises d'accepter l'investissement reste donc entier.

Admettons cependant que le moteur d'investissement fonctionne pour ces 3 000 entreprises. Pour assurer la croissance économique, on ne peut pas non plus ne s'occuper que de 52 % de la valeur ajoutée et en ignorer 48 %. Pour assurer la sauvegarde de l'emploi, on ne peut pas s'occuper que de 43 % des salariés et en ignorer 57 %.

Cette recherche d'investissements mieux répartis sur l'ensemble du tissu économique peut sembler une évidence sur un plan moral et social. Est-ce pour autant une nécessité sur un plan économique et de rentabilité des investissements ? A cette question, nous répondrons sans hésitation par l'affirmative. Et principalement en France où l'économie est traditionnellement tirée par la consommation, laquelle ne prospère que lorsque le moral des ménages est bon et que la peur du chômage s'éloigne.

Comment alors irriguer les investissements vers ces autres entreprises, souvent situées dans ce qu'il est maintenant convenu d'appeler les « territoires » ? Revenons à notre chaîne de valeur. L'épargnant souhaite investir mais ne sait pas nécessairement dans quoi et sa force de frappe reste limitée. L'entreprise financière – et l'assurance vie principalement – joue ainsi un rôle central de canalisation de l'épargne vers l'ensemble du secteur productif, même sous la contrainte de ses obligations prudentielles. En appui des acteurs de l'assurance, le métier de gestionnaire d'actifs spécialisé ou les programmes d'investissements spécifiques (dans un métier, dans un territoire...) se révèlent indispensables pour découvrir, analyser et choisir les opportunités d'investissements autres que les *flagships* ou même les 3 000 entreprises dont nous parlions.

Ceci peut provenir d'initiatives gouvernementales ; citons à nouveau les engagements Tibi en faveur des entreprises technologiques françaises. Cela peut aussi être des initiatives de branche ; citons les engagements d'investissements – 1,5 milliard d'euros au total dont 600 millions vers le secteur de la santé et 150 millions vers le secteur du tourisme – pris par les membres de la Fédération française de l'assurance en réponse à la crise liée à la pandémie de Covid-19. Mais c'est aussi l'appel à des acteurs nouveaux : gestionnaires d'actifs spécialisés (tels Jeito dans le domaine de la santé ou Eiffel sur les fonds à impact) ou plateformes de financement participatif.

L'investissement dans ce qu'il est convenu d'appeler l'« économie réelle », c'est un écosystème qui aide à relancer l'économie en cas de crise, comme c'est le cas aujourd'hui, ou, d'une manière plus générale, facilite le développement des entreprises.

■ Et les OAT et l'immobilier

Ce paragraphe peut sembler incongru après ces développements sur l'« économie réelle » et sous un gouvernement qui tend à qualifier les obligations d'Etat et l'investissement immobilier d'épargne dormante.

Et pourtant ? « Quand l'immobilier va, tout va. » Dans un monde où les perspectives d'emplois peu qualifiés sont faibles, l'immobilier et plus généralement les infrastructures représentent un moteur économique que l'on aurait tort de négliger. L'attrait des épargnants et des investisseurs demeure, en particulier pour l'immobilier. Et les partenariats public-privé sont nécessaires pour la réalisation des nouvelles infrastructures.

Les obligations d'Etat ont des rendements négatifs et sans doute de manière durable. Tout à la joie de la bouffée d'oxygène de cette donne sur les déficits publics, le gouvernement ne semble guère se soucier de l'impact sur les bilans des investisseurs et sur les rendements pour les épargnants. Cette situation inédite est même vue comme une opportunité d'accélérer le fléchage de l'épargne vers l'« économie réelle ».

Cela n'est pas faux mais tout est une question de mesure. Il ne faut surtout pas avoir la mémoire courte, et se souvenir que le placement de la dette publique n'a pas toujours été aussi simple et que le fait qu'elle soit détenue par des investisseurs de long terme et des épargnants français est une garantie de stabilité. Rappelons-nous que, sous le gouvernement de Matteo Renzi, l'Italie a su mettre un frein à la spéculation sur le secteur du BTP et sur ses obligations d'Etat, en passant d'une détention à deux tiers par des investisseurs étrangers à deux tiers par les épargnants italiens. Certes, ce sont là des investissements qui ne participent pas directement à la relance de l'économie, mais qui permettent d'éviter un risque futur, voire de permettre à l'Etat de continuer à jouer son rôle d'Etat providence. Rôle dont il faudra bien discuter un jour mais qui, bien utilisé, peut également être une arme fantastique pour contrer les effets économiques de la pandémie.

Ce n'est donc pas qu'une partie de l'investissement des assureurs ou des 1 750 milliards d'euros de l'assurance vie qui peuvent participer à la dynamisation de l'économie, c'est bien la totalité ; à la condition encore une fois de garder en tête qu'il s'agit là pour la vaste majorité de l'épargne longue des ménages et que son rendement ne doit pas être sacrifié dans une réflexion limitée au seul soutien aveugle d'une politique économique.

Conclusion

Pour revenir à notre thème initial sur « l'effort d'investissement du secteur de l'assurance pour soutenir l'économie », il est important de rappeler que les assureurs, représentant les intérêts de leurs clients dans une épargne longue, doivent comme toujours jouer leur rôle. C'est en fin de compte une bonne chose que la situation actuelle remette ce rôle fondamental sur le devant de la scène.

Une autre conséquence de la pandémie de Covid-19 est la nécessité d'accélérer les transformations déjà engagées : dimension positive (morale et sociale) des

investissements, spectre (taille des entreprises et territoires) des investissements et rôle de nouveaux acteurs : gestionnaires d'actifs spécialisés, voire plateformes d'investissement.

La situation actuelle met également en évidence de manière plus criante certaines faiblesses de la chaîne de valeur : appétit de tous les acteurs pour les actions, surtout non cotées, coût en capital de ces investissements, ouverture du capital des entreprises petites et moyennes à l'investissement externe, etc.

Elle souligne enfin le rôle de l'Etat dans le modèle économique et social français : il doit être libéral incitatif, il ne devrait pas être libéral dirigiste ou punitif à peine de voir fuir l'appétit des investisseurs. L'augmentation de l'attractivité française est une des plus belles réussites de ces dernières années et il convient de la protéger aussi bien dans la vision court terme de la relance post-pandémie que dans une vision long terme de développement de l'économie.

Notes

1. *Loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi Pacte.*

2. *Rapport « Financer la IV^e révolution industrielle. Lever le verrou du financement des entreprises technologiques » rédigé par Philippe Tibi, président de Pergamon campus, professeur d'économie à l'Ecole polytechnique, remis le 17 juillet 2019 à Bruno Le Maire, ministre de l'Economie et des Finances, et à Cédric O, secrétaire d'Etat chargé du Numérique.*

3. *Insee Focus, n° 56, mars 2016.* <https://www.insee.fr/fr/statistiques/1908497>

CINQ LEÇONS SUR L'AVENIR DE L'ASSURANCE SANTÉ APRÈS LA COVID-19

André Renaudin

Directeur général, AG2R La Mondiale

■ Alors qu'on aurait pu s'attendre à une certaine réhabilitation des organismes complémentaires en assurance santé, la survenance d'une crise sanitaire n'a fait que renforcer la méconnaissance et les restrictions opérationnelles et financières qui pèsent sur leur activité. AG2R La Mondiale se propose de croiser les regards de ses spécialistes pour tirer les leçons d'années de mise sous contrainte par les pouvoirs publics, et d'esquisser les voies par lesquelles les acteurs complémentaires pourraient proposer un meilleur équilibre des rôles en se mettant à la hauteur des enjeux de demain.

■ FIVE LESSONS ON THE FUTURE OF HEALTH INSURANCE AFTER COVID-19

While we might have expected a certain rehabilitation of complementary health insurance organisations, the occurrence of a health crisis has only reinforced the lack of knowledge and the operational and financial restrictions that weigh on their activity. AG2R La Mondiale proposes to cross the views of its specialists to learn the lessons of years of being under pressure from public authorities, and to outline the ways in which complementary actors could propose a better balance of roles by rising to the challenges of tomorrow.

L'activité des organismes complémentaires d'assurance maladie (Ocam) n'est décidément pas de tout repos. La large méconnaissance du produit par les assurés détonne, d'une part avec le fait que la santé reste une des principales préoccupations des Français, d'autre part avec le torrent de réformes, de chocs et d'évolutions qu'ont connu ce produit et ce marché ces dernières années. Peu de produits ont en effet subi aussi rapidement des phénomènes de standardisation réglementaire et fiscale, de libération brutale de la concurrence et, plus récemment, son occultation par la solidarité nationale à l'occasion de l'épidémie de coronavirus.

La dernière « péripétie », à savoir la taxation lourde et expéditive des Ocam – un milliard d'euros cette année, et cinq cents millions d'euros en 2021 – et le peu de cas qui en a été fait dans la presse sont révélateurs d'un malaise sur le marché : il est urgent de tirer les leçons de l'état du rôle des assureurs en santé, et de tracer les voies par lesquelles l'authenticité de leur contribution deviendra de nouveau indiscutable. Parce qu'il a accumulé une expérience et pris un recul forts d'années de service à ses assurés en matière de complémentaire santé, AG2R La Mondiale a proposé à six de ses profils les plus qualifiés de s'essayer à cet exercice et de tirer cinq leçons du présent pour dessiner l'avenir des acteurs de l'assurance en santé.

Nous avons donc donné la parole à Isabelle Hébert, directrice en charge de la stratégie, du marketing, du numérique et de la relation client, à Philippe Dabat, directeur de l'assurance de personnes et de la distribution, à Jean-Pierre Diaz, directeur santé et prévoyance, à Denis Saules, directeur général de Viasanté, à Cécile Waquet, directrice adjointe métier santé prévoyance et à Xavier Hauret, chef de projet prévention.

Leçon n° 1 : la complémentaire santé ne peut plus résumer l'action des assureurs en santé

Rappelons, avant d'adopter une posture plus prospective, quel est l'état actuel d'un marché bouleversé par les tendances évoquées en introduction, force réglementaire en tête. Philippe Dabat en énonce les caractéristiques essentielles : « Le marché de la complémentaire santé est saturé, avec des taux d'équipement autour de 95-96 %, très concurrentiel, en bascule de l'individuel vers le collectif, et il continue de croître grâce à l'augmentation et au vieillissement de la population. »

Le marché de l'assurance santé est aujourd'hui livré à la concurrence féroce de ses acteurs tout en étant hautement réglementé. Toute tentative traditionnelle de différenciation s'en trouve étouffée. La censure des clauses de désignation ⁽¹⁾ par le Conseil constitutionnel, qui s'est appliquée aux contrats conclus à partir du 16 juin 2013, pouvait laisser pressentir une « libéralisation » du marché et une augmentation des marges de différenciation. C'est tout l'inverse qui s'est produit avec des réformes, comme le durcissement des règles relatives aux contrats responsables le 1^{er} avril 2015 et le plan 100 % Santé, mis en œuvre entre 2019 et 2021, qui ont tendu à uniformiser le marché en standardisant les produits au point que ceux-ci sont aujourd'hui qualifiés de « banalisés ». Les acteurs de l'assurance santé n'ont

ainsi plus la possibilité de se différencier par leurs produits, seuls le prix et l'efficacité de gestion restent des éléments saillants de différenciation.

Il est presque difficile de ne pas voir d'intention politique derrière l'action publique. Pourquoi en effet avoir levé tout obstacle à la concurrence, tout en coupant les voies par lesquelles elle peut s'exprimer de façon vertueuse ? À l'intensification de la concurrence, qui contribue à faire croître les coûts de distribution, et à la restriction des marges de manœuvre des complémentaires s'ajoute en effet une certaine dissimulation de leur contribution à la santé des Français, illustrée par la tendance à la forfaitisation des honoraires des professionnels de santé, consacrée par l'introduction du forfait praticien médecin traitant (FPMT) le 1^{er} janvier 2018 qui a rendu plus discrète la mention de la participation des complémentaires au paiement des consultations.

Au-delà d'être occultées, les complémentaires santé sont parfois directement mises en cause quant au bien-fondé de leur action, la dernière action en date étant la mise en place d'une taxe exceptionnelle sur les Ocam. Cette taxe est d'autant plus injuste qu'elle touche de manière indifférenciée tous les types d'assureurs. Les institutions de prévoyance, pourtant, sont bien plus exposées aux conséquences de la crise par leur positionnement collectif : entre les délais de paiement accordés aux entreprises, qui risquent de se transformer en impayés ; le coût de la portabilité des droits vraisemblablement appelé à monter en flèche si une vague de faillites se profilait ; et les montants très importants débloqués par les assureurs paritaires pour faire face à la crise – 1,3 milliard d'euros – ; sans compter qu'ils ont pris en charge, au titre des garanties prévoyance, la garde d'enfants de façon réactive et tout à fait inédite, il est encore beaucoup trop tôt pour déterminer si les assureurs santé auront véritablement profité de l'épidémie. La complémentaire santé se retrouve en quelque sorte asservie au régime général et à l'État : « Elle est pour l'un le moyen de modérer la revalorisation des honoraires en contournant les principes de la médecine libérale, pour l'autre une source docile et bienvenue de prélèvements obligatoires indirects » remarque Cécile Waquet.

Comment les acteurs complémentaires ont-ils laissé s'installer une situation en apparence aussi inextricable politiquement qu'opérationnellement ?

Le rythme et l'intensité des réformes réglementaires y sont pour beaucoup. Outre les mesures mentionnées plus haut, des réformes structurantes en matière de solvabilité, de suivi, de placements financiers, de devoir de conseil, de transparence des produits ont dû être appliquées – et l'ont été de bonne foi – en l'espace de quelques années à peine. Un déferlement réglementaire qui a laissé peu de marge de manœuvre aux acteurs, et qui n'est d'ailleurs pas près de se tarir : le 1^{er} décembre 2020 entrera en vigueur la possibilité de résiliation infra-annuelle en santé, c'est-à-dire la possibilité pour l'adhérent de résilier son contrat à tout moment au bout de la première année de couverture plutôt qu'à sa date anniversaire.

Quelles conséquences anticiper de ce nouveau bouleversement des règles du marché ?

Pour Isabelle Hébert, le risque de résiliations massives est faible, le contexte d'épidémie devant encore renforcer l'idée que, à la différence de l'assurance de biens, la complémentaire santé participe d'un certain partenariat de long terme entre l'assureur et l'assuré.

Même avant de considérer la portée symbolique de ce contrat, Jean-Pierre Diaz note que les assureurs positionnés sur les segments collectifs devraient être largement prémunis de ce même risque : « Il est peu probable que les branches résilient des contrats en cours d'année. Ce sont des actions très lourdes, négociées selon un rythme pluriannuel. De même pour les grandes entreprises : le dialogue social y est organisé, avec ses temps forts fixés sur l'année civile, notamment en ce qui concerne l'établissement du budget en fin d'année et les NAO (2). »

Plus généralement, pour Philippe Dabat, « cela va surtout contribuer à augmenter les coûts de distribution, à renforcer la concurrence et la compétition sur les prix », « sans pour autant en libérer les vertus », précise Cécile Waquet.

Leçon n° 2 : le numérique, gage de pérennité pour l'assurance santé

Si le marché de la complémentaire santé est indubitablement sclérosé, les acteurs peuvent d'ores et déjà agir pour renforcer la pertinence de leur action en santé, sans abandonner l'assurance. Si plusieurs grands chantiers doivent être entrepris pour les mettre à la hauteur des enjeux de leur époque, le parachèvement de la dématérialisation au bénéfice de l'excellence de la prestation et de la réduction du prix est incontournable.

Comme le rappelle Jean-Pierre Diaz, « la différenciation doit d'abord se jouer par le service, c'est-à-dire la qualité de service et d'exécution des contrats. » Or, pour Isabelle Hébert, « la dynamique de dématérialisation en assurance est relativement en retard, alors qu'elle reste un vecteur fondamental d'efficience, tandis que les adhérents ont pris l'habitude du tout numérique pendant le confinement. On ne peut plus reculer. »

Au-delà des grands travaux informatiques et numériques que cette tendance impose, les assureurs doivent s'approprier les techniques d'analyse de données avant que de nouveaux acteurs qui ne partagent pas leurs valeurs les mettent au service d'une ultra-segmentation contraire au principe assurantiel.

Les assureurs gagneront notamment à s'engager plus activement en ce qui concerne le traitement de données aujourd'hui difficiles d'accès telles que les données de santé. Pour Denis Saules, « elles sont l'enjeu de demain. Nos concurrents étrangers, et les nouveaux entrants sur le marché, avancent à grande vitesse pendant que nous discutons. » Par la tradition de solidarité qui caractérise l'action des assureurs santé, ces données de santé ne doivent pas être vues comme la boîte de Pandore qui mettra à bas la mutualisation ; elles sont la clé d'un service plus fluide, plus personnalisé, et de prestations encore mieux adaptées.

Mais encore, ces données de santé contribueront à la mise en place de services utiles et opportunément suggérés aux assurés. Ce serait en effet méconnaître une part importante de l'activité des assureurs en santé que de prétendre que les avancées vers l'efficience puissent se limiter à la seule activité d'assurance.

Leçon n° 3 : des politiques de services « utiles, utilisables, désirables »

Les assureurs devront inévitablement repenser leurs politiques de services, mises en place comme de simples stratégies de différenciation en réaction à la banalisation des contrats. Comme l'indique Philippe Dabat, le problème des politiques de services, qui souffrent aujourd'hui de taux d'utilisation très faibles, ne réside pas seulement dans leur contenu. « On sait que les services numériques comme la téléconsultation ou les notifications mobiles sont aujourd'hui des prérequis. En revanche, les services véritablement différenciants, comme l'assistance paramédicale, sont limités par leur coût et par l'absence de volonté de payer de la part des assurés. » Isabelle Hébert confirme que « les questions de modèle d'affaires et de valeur ajoutée n'ont pas été traitées suffisamment en profondeur par les acteurs du marché, qui ont mis en place des gammes de services plutôt par opportunisme ou un peu fortuitement, à la faveur de partenariats. La stratégie de services est l'avenir de nos métiers, mais trop peu ont démontré que cela pouvait marcher, alors que beaucoup reste à perfectionner tout au long de la chaîne de valeur de la santé : téléconsultation, prescription électronique, accès aux médicaments, télésurveillance et suivi des traitements, etc. »

Pour démontrer ce qu'Isabelle Hébert nomme le caractère « utile, utilisable et désirable » des services, les assureurs santé doivent aussi, dès à présent, mener des actions adéquates de conviction et d'incitation auprès de trois familles d'acteurs : les entreprises, les assurés et les professionnels de santé.

Pour les entreprises, le positionnement collectif des groupes paritaires de protection sociale pourrait une nouvelle fois leur conférer un avantage en matière d'amorçage de l'utilisation des services. Comme l'indique Philippe Dabat, « si les assurés ne valident pas un modèle de type freemium en refusant de payer pour des services d'accompagnement, les entreprises sont des interlocuteurs plus susceptibles d'être convaincus. Parce qu'elles ont intérêt à réduire les arrêts de travail et les risques qui les provoquent, elles comprennent quels avantages très concrets – évaluables en retour sur investissement – elles peuvent tirer de services de prévention, d'accompagnement et de retour au travail. »

En ce qui concerne les individus, le développement des usages rejoint en partie le problème de la responsabilisation de l'assuré. Pour Denis Saules, « si l'on veut que les services soient utilisés, il faut recourir à des incitations et encouragements. En santé, on n'a pas encore franchi le cap du principe d'adhérent vertueux, ni du bonus-malus, contrairement à l'IARD (3) où l'on encourage le bon conducteur, par exemple. » Si le modèle du « *pay as you live* » (4) a pu prendre dans d'autres pays des proportions inacceptables pour un assuré français, la possibilité d'inciter les assurés à entretenir leur capital santé tout en contribuant à la stabilité des mécanismes de protection solidaires mérite l'attention des assureurs. Plus généralement, explique Cécile Waquet, « il s'agit de démontrer aux assurés que leur complémentaire est un interlocuteur pertinent en matière de services de santé. Pour ce faire, les assureurs eux-mêmes doivent assumer leur nouveau rôle d'acteurs de santé. »

Les professionnels de santé, enfin, méritent également cette attention en ce qu'ils pourraient être des prescripteurs de services auprès des patients, au service de la prévention et de la cohérence du parcours de soins. « Nous devons crédibiliser notre action auprès du corps médical. Or, mener ces partenariats est difficile car chaque patient a son assurance, et le médecin rencontre ainsi une grande diversité d'acteurs complémentaires. » Ces défis démontrent encore la pertinence de l'action des groupes paritaires, rompus

à l'exercice de négociation et de coordination des acteurs, en matière de santé.

Pour substituer la valeur ajoutée aux soupçons d'opportunisme commercial, les assureurs santé doivent assumer leur nouveau rôle « d'acteurs de santé ». Tout comme l'assurance ne peut plus être envisagée sans prendre en compte les services qu'il est devenu courant d'y adjoindre, ces services eux-mêmes ne pourront trouver de sens que si leur utilité est démontrée et contextualisée par des politiques de prévention.

Leçon n° 4 : la prévention, fer de lance des assureurs « acteurs de santé »

Comme le rappelle Isabelle Hébert, « la mutualisation assurantielle est en quelque sorte de la solidarité froide. Elle a un caractère fondamental, mais ne peut être dissociée de la solidarité chaude représentée par les efforts des acteurs complémentaires en matière d'action sociale, de services, d'animation de réseaux intermédiaires et territoriaux. » Malgré les verrous successifs imposés par les pouvoirs publics sur la liberté opérationnelle des Ocam, ceux-ci ont su acquérir des compétences et renforcer des rôles de prévention délaissés par les acteurs nationaux.

La pertinence de ces initiatives de suivi et de prévention, connexes à l'activité assurantielle, a été démontrée à l'occasion de la crise sanitaire. En plein cœur de l'épidémie, la proximité des Ocam et de leurs assurés a joué un rôle clé dans le suivi de leur état de santé. AG2R La Mondiale s'est par exemple joint au projet Covigie, porté par la Société française de médecine générale (SFMG) et la Société française des sciences pharmaceutiques officinales (SFSPo). Par le déploiement très rapide de dispositifs de communication, le projet Covigie a permis une remontée fluide et massive d'informations par les professionnels de santé quant à l'évolution de l'épidémie. De même, la prise en charge par le régime général des télé-

consultations a confirmé l'intérêt de cette solution déjà développée par les Ocam.

Au sein même des acteurs complémentaires, les acteurs paritaires que sont les groupes de protection sociale (GPS) disposent d'un point de vue unique sur la santé des Français. Parce qu'ils sont les seuls acteurs à savoir interagir à tous les niveaux de la vie du pays – individus, familles, entreprises, syndicats, branches et groupements professionnels, négociations nationales –, ils sont les mieux placés pour mener des actions de prévention ciblées, les seules qui soient vraiment efficaces.

C'est le cas du programme Branchez-vous Santé. Xavier Hauret, chef de projet prévention chez AG2R La Mondiale, revient sur la genèse de ce programme de prévention, l'intérêt de sa gestion par les partenaires sociaux, et les évolutions qu'il devrait connaître à terme. « Les entreprises deviennent de véritables lieux de prévention pour des affections plus larges et plus graves que les seuls risques professionnels. Par le programme Branchez-vous Santé, nous menons des opérations de sensibilisation, d'accompagnement et de service sur trois thèmes principaux que sont le cancer et ses récurrences, la santé bucco-dentaire et l'épuisement professionnel. Dans nos actions de prévention, la proximité des partenaires sociaux est essentielle. Leur dimension affinitaire leur assure une connaissance fine de la réalité du métier des professions que nous assurons. Par exemple, la branche des boulangers nous a signalé un enjeu de santé bucco-dentaire parmi ses adhérents, très sujets à ce genre de problèmes, car goûter régulièrement leurs préparations fait partie de leur travail. Au-delà des campagnes à destination des professionnels, nous nous sommes rendus dans les centres de formation d'apprentis (CFA) pour établir une véritable culture de prévention en santé bucco-dentaire, et remettre à niveau toute une génération. Les résultats sont là : 87 % de ces professionnels rendent visite à leur dentiste au moins une fois par an, contre environ 60 % des Français en général. Cette culture de la prévention bénéficie autant aux assurés qu'à l'assureur, car nous observons une baisse des soins prothétiques et une augmenta-

tion des soins conservateurs. La diversité des actions de prévention que nous menons préfigure déjà notre rôle à venir. Bien sûr, les sujets évoluent, notamment sous l'effet de la généralisation du télétravail et du vieillissement de la population. Les risques psychosociaux, les maladies chroniques, les questions de l'employabilité à long terme, de l'activité physique et de la nutrition retiendront de plus en plus notre attention. Mais surtout, c'est notre position d'assureur que nous enrichissons par ces actions. Le programme Branchez-vous Santé est d'ailleurs inclus directement dans le régime de quarante-deux de nos accords de branche en santé ou prévoyance. Plus largement, c'est l'idée d'un assureur accompagnateur de l'assuré dans son parcours de soins et de vie qui se dessine. La capacité à guider les assurés, notamment parmi les possibilités d'interventions non médicamenteuses (5), et à piloter cette fonction de prévention et d'accompagnement par des indicateurs propres sera cruciale. »

Parce qu'ils font vivre et vivent par les solidarités intermédiaires, les GPS sont des relais cruciaux de la politique nationale de prévention, laquelle est souvent pointée du doigt pour son caractère lacunaire en comparaison de celles d'autres pays, Allemagne en tête. En santé comme pour les autres risques, l'État n'a pas le monopole de la protection sociale, car il ne peut tout simplement pas exister de monopole en la matière, à l'heure où la coordination des acteurs de santé – professionnels, établissements, assureurs, régime général, etc. – est de plus en plus nécessaire.

Leçon n° 5 : considérer le risque santé dans sa globalité

A l'échelle du système de santé comme à celle de l'assurance, l'heure est indubitablement à la transversalité, à la coordination et à la compréhension globale des mécanismes et dispositifs de protection.

L'épidémie de coronavirus est éclairante de cette nécessité pour les assureurs de considérer le risque

santé dans son ensemble. Son principal enseignement est que la protection par mutualisation est aujourd'hui remise en cause par l'émergence des risques systémiques. De tels risques se réalisant simultanément pour l'ensemble des assurés, ils rendent inopérant le principe de mutualisation, et tendent ainsi à évincer les acteurs assurantiels au profit de la solidarité nationale. L'épidémie nous en a montré un avant-goût ; la multiplication des catastrophes climatiques consacrera l'émergence des risques systémiques.

S'il est normal de voir les pouvoirs publics et le régime obligatoire en première ligne face à de tels événements, la souplesse et l'inventivité des assureurs fondent leur légitimité à participer à l'élaboration de solutions transversales à ces nouvelles formes de risque. Pour Isabelle Hébert, « de même que les assureurs IARD ont beaucoup travaillé à l'adaptation des garanties contre les catastrophes naturelles, les assureurs santé pourraient se poser la question d'une garantie contre les conséquences sanitaires de ces catastrophes, directes comme indirectes. Cela devra également nous amener à réfléchir à la combinaison des risques qui peut exister avec la prévoyance, par exemple. » Car, comme le remarque Jean-Pierre Diaz, « la période d'épidémie montre que le sujet de fond en assurance, qui préoccupe particulièrement nos assurés, n'est pas la santé mais la prévoyance. Il y a beaucoup à faire, en matière d'indemnisation du risque et de prévention, pour trouver les moyens de préserver et maintenir les revenus des assurés en temps de grande incertitude ou de crise. » Face à des défis qui se posent à l'assurance de personnes tout entière, les réflexions en santé ne pourront se passer d'une évaluation des interdépendances et synergies qui existent et devront être développées entre les différents risques, afin d'inventer les solutions de demain.

Les Ocam ne peuvent se permettre d'attendre : les besoins mêmes des assurés en santé évoluent et appellent une proposition de valeur renouvelée pour y répondre. « Dans tous les cas, souligne Cécile Waquet, notre champ d'action a beaucoup d'avenir. Beaucoup d'attentes de la population ne sont pas couvertes et, si les pouvoirs publics maintiennent les contraintes sur

la complémentaire santé, nous développerons des contrats non responsables pour y répondre. Lors d'un colloque organisé en novembre 2018 avec Terra Nova (6), AG2R La Mondiale a identifié trois grandes attentes des assurés en matière de santé, relatives aux crises sanitaires, environnementales et cybernétiques, à la santé au travail, et au vieillissement de la population. »

Derrière cette dernière attente se cache bien sûr le défi de la perte d'autonomie laquelle est, par définition, un risque relevant de la santé physique ou mentale. Or, contraindre la liberté opérationnelle des Ocam et leur capacité à innover ne pourra être que défavorable à l'établissement d'un dispositif adéquat de prévention et de prise en charge de la dépendance dans le cadre de l'institution de la cinquième branche de la Sécurité sociale. Les liens entre les risques santé et dépendance sont forts et recouvrent des sujets aussi divers que les affections de longue durée, les maladies neuro-dégénératives, et la question des interdépendances entre santé psychosociale et santé physique.

Comme en matière de dépendance (7), l'action générale des acteurs complémentaires en santé ne pourra se passer de la solution assurantielle, qui permet l'accès du plus grand nombre aux soins les plus récents et perfectionnés. Mais elle ne pourra pas non plus s'y limiter, et devra intégrer tout un continuum de solutions assurantielles et de services médicaux, médico-sociaux, paramédicaux, numériques, immobiliers et logistiques. Il importera que les pouvoirs publics prennent conscience que les risques se superposent et ne peuvent être traités aussi différemment au point de vue réglementaire sans effets pervers.

En conclusion, nous voyons comment, du fait des évolutions de la société et des besoins des assurés, le rôle des acteurs complémentaires en santé devra passer outre le verrou réglementaire sans cesse resserré par les pouvoirs publics sur la complémentaire santé. Leur rôle en assurance reste pleinement pertinent, mais ils ne peuvent plus se contenter d'encaisser les mesures de restriction de leur marge de manœuvre et de collecte de prélèvements obligatoires. Leur avenir en santé s'écrit au-delà de la complémentaire santé, et

intègre tout un ensemble de solutions et de dispositifs de coordination complémentaires à l'assurance. Ce n'est qu'en consacrant leurs efforts au développement de solutions d'assurance pour faire face à des risques nouveaux, en optimisant les relations entre les risques, en revendiquant l'efficacité de leur rôle de prévention et en développant les usages des nouveaux services qu'ils pourront, d'une pierre deux coups, œuvrer pour le bien-vivre et le bien-vieillir des Français.

Notes

1. *Les clauses de désignation étaient des dispositions incluses dans des accords de branche qui avaient pour objet d'imposer, aux entreprises relevant de la convention collective concernée, un organisme d'assurance pour la gestion de leurs contrats de prévoyance ou de santé. Le Conseil constitutionnel les a censurées le 13 juin 2013, dans une décision publiée trois jours plus tard.*

2. *Négociations annuelles obligatoires. Elles ont lieu dans les entreprises qui disposent d'au moins un représentant syndical et ont pour objet divers sujets tels que l'évolution des salaires, l'organisation du travail, l'égalité hommes-femmes, etc.*

3. *IARD pour incendie, accidents et risques divers.*

4. *En français : payez en fonction de votre mode de vie.*

5. *Les interventions non médicamenteuses (INM) sont des techniques fondées scientifiquement d'interventions non pharmacologiques et non invasives sur la santé humaine. Elles regroupent, entre autres, des interventions physiques (programmes d'activité physique, programmes balnéologiques, etc.), psychothérapeutiques, nutritionnelles, numériques et élémentaires (préparations minérales, botaniques, etc.).*

6. <https://presse.ag2ramondiale.fr/assets/carnet-de-reflexions-colloque-sante-et-protection-sociale-nouvelles-attentes-nouvelles-frontieres-pdf-1db2-3a203.html?lang=fr>

7. *André Renaudin, « La dépendance, le risque démographique du XXI^e siècle », Risques, n° 123, septembre 2020, pp. 111-121.*

LA RÉSILIENCE DU SECTEUR DE L'ASSURANCE DANS LA CRISE DE LA COVID-19

Dr Jérôme Jean Haegeli

Economiste en chef, Swiss Re

Patrick Saner

Responsable de la stratégie macroéconomique, Swiss Re

■ Parallèlement à une crise de santé publique, la pandémie de Covid-19 a provoqué la récession mondiale la plus forte et la plus profonde de notre existence. Avec sa proposition de valeur fondamentale consistant à apporter de la stabilité en période de stress et d'incertitude, le secteur de l'assurance et de la réassurance se retrouve au centre de ces changements. Au fur et à mesure que nous sortons de cette crise, il est important de comprendre ce que le secteur de l'assurance, les économies et les gouvernements peuvent faire pour accroître leur résilience à l'avenir.

■ THE RESILIENCE OF THE INSURANCE SECTOR IN THE COVID-19 CRISIS

Along with a public health crisis, Covid-19 has brought the sharpest and deepest global recession of our lifetimes. With its fundamental value proposition of providing stability in times of stress and uncertainty, the reinsurance industry is at the centre of these developments. As we emerge from this crisis, it's important to understand what the insurance industry, economies and public policy makers can do to increase resilience for the future.

La résilience économique mondiale était déjà faible avant la Covid-19

L'économie mondiale est entrée en récession à cause de la pandémie de Covid-19 avec une capacité d'absorption des chocs moindre qu'avant le dernier grand choc économique qui s'est produit lors de la crise financière mondiale (CFM) de 2008-2009. L'année dernière, le Swiss Re Institute (SRI) a publié, en collaboration avec la

London School of Economics, une étude visant à estimer la capacité d'absorption des chocs des économies et à voir si elle s'était améliorée au fil du temps. Dans notre dernière mise à jour, environ 80 % des pays figurant dans l'indice de résilience macroéconomique du Swiss Re Institute affichent des scores plus faibles en 2019 qu'en 2007, et 45 % sont même nettement plus faibles (1).

Nous nous attendons à ce que les interventions des pouvoirs publics en réponse à la pandémie de Covid-19 cette année réduisent la résilience économique mondiale de près de 20 % par rapport à 2019. En termes relatifs, cette baisse est similaire à celle

observée à l'époque de la crise financière mondiale (CFM) de 2008-2009, mais elle est beaucoup plus rapide : pendant la CFM, la même ampleur de baisse avait mis trois ans à se concrétiser. En revanche, les mesures fiscales et monétaires annoncées aux Etats-Unis et en Europe dépassent la taille de l'ensemble des plans de sauvetage des cinquante dernières années ⁽²⁾. Si ces mesures ont compensé une partie des pertes financières, le confinement dans la plupart des pays a freiné et continue de freiner l'activité économique. Ce contrecoup des mesures d'endiguement rend plus difficile la prévision de l'effet des mesures de relance sur la croissance future du PIB.

La pandémie va affecter différemment les niveaux de résilience économique de chaque pays, en fonction de la capacité initiale du pays à absorber les chocs et des choix politiques de son gouvernement. Les données préliminaires suggèrent que les réponses budgétaires à la pandémie vont constituer le principal facteur de différenciation, car les tampons de la politique monétaire vont rapidement s'épuiser dans la plupart des économies avancées. De grandes économies avancées – le Royaume-Uni, le Japon et les Etats-Unis – devraient voir leurs réserves budgétaires s'épuiser le plus.

L'amélioration des perspectives de croissance à long terme et la reconstitution de la résilience économique doivent être des priorités politiques. L'économie mondiale n'a plus le luxe de s'appuyer uniquement sur les leviers monétaires et fiscaux. Les alternatives doivent comprendre des réformes structurelles qui renforcent la résilience, telles que des investissements ciblés dans des infrastructures durables ainsi que dans les économies numériques et à faible émission de carbone. Les gouvernements devraient également établir des cadres politiques pour limiter l'augmentation des inégalités, favoriser le capital humain, renforcer la liquidité et le dynamisme des marchés financiers et améliorer l'efficacité des marchés du travail. Tous ces aspects ont la capacité de revigorer les perspectives de croissance à long terme. Une combinaison de ces facteurs serait encore plus puissante.

Zoom sur l'Europe : la solution à long terme reste l'investissement

Les gouvernements européens ont mis en place des mesures de relance budgétaire colossales pour maintenir les économies à flot pendant la pandémie de Covid-19. La crise a eu un impact simultané sur les finances publiques et la production, et le ratio global de la dette sur le PIB de la zone euro devrait dépasser les 100 % pour la première fois de son histoire. La dette est particulièrement élevée dans certains Etats membres, notamment en Italie où le ratio devrait dépasser 150 % et en Grèce, où le ratio devrait se rapprocher des 200 %. Même le ratio de la dette sur le PIB en Allemagne devrait passer de 60 % à fin 2019 à environ 75 %, à la suite du déploiement de l'un des plus importants plans de relance de l'Union européenne (UE).

Alors que la priorité absolue est accordée au redressement économique pour le moment, la question se posera par la suite : comment réduire ces niveaux d'endettement exorbitants ? La bonne nouvelle pour la soutenabilité de la dette est le coût d'emprunt historiquement bas. Rien ne garantit cependant que les taux d'intérêt resteront bas à jamais et même s'ils le restent, la capacité d'absorption de nouveaux chocs avec des dépenses plus élevées sera moindre à l'avenir.

Le recours à l'inflation pour faire disparaître la dette semble une option peu probable. Cela fait en effet plus de sept ans que la Banque centrale européenne (BCE) essaie d'augmenter l'inflation de manière durable pour atteindre son objectif de près de 2 %. Nous pensons que l'accent sera mis à nouveau sur la restriction budgétaire, l'UE s'efforçant de contrôler les dépenses publiques une fois la crise passée. Cependant, l'austérité introduite après la CFM avait été largement critiquée pour ses effets négatifs sur la croissance. Une augmentation des impôts pour financer les dépenses est plus probable mais elle pourrait

être vigoureusement contestée et pourrait s'avérer être une mauvaise option politique, en particulier dans les pays qui ont déjà une charge fiscale élevée.

La voie la plus souhaitable, et d'ailleurs la seule viable à long terme, serait celle de stimuler la croissance du PIB en améliorant la productivité. Pour faire face à des niveaux d'endettement record, nous devons dépenser judicieusement afin de stimuler la croissance économique. Le fonds de relance de l'Union européenne de 750 milliards d'euros récemment approuvé et le « pacte vert pour l'Europe » lancé en 2019 sont des mesures bienvenues pour renforcer la croissance du PIB. Mais elles ne sont pas suffisantes : des décisions politiques plus décisives sont nécessaires pour assurer l'avenir de l'Europe et préserver son marché unique. Les investissements doivent se concentrer sur les domaines qui améliorent la productivité, tels que les infrastructures et la technologie, de manière à faire progresser les objectifs climatiques. La construction de nouvelles infrastructures durables et la modernisation des anciennes infrastructures ont un effet multiplicateur important sur la croissance du PIB.

Tout au long de l'histoire de l'Europe, les décisions transformatrices ont émergé de crises. Aujourd'hui, nous sommes confrontés à la crise économique et sanitaire la plus aiguë des temps modernes et il est temps d'agir. L'Europe doit investir et exploiter pleinement la puissance des capitaux privés. Une monnaie unique ne suffit pas à attirer les capitaux d'investissement à long terme des investisseurs institutionnels comme les sociétés d'assurance ; il faut plutôt accélérer l'union des marchés de capitaux. Des marchés de capitaux dynamiques et fonctionnant bien sont essentiels pour la compétitivité des entreprises européennes, en particulier à mesure que la Chine ouvre davantage ses marchés financiers et accapare une part grandissante des capitaux mondiaux. Pour développer les marchés de capitaux européens, il nous faut en fin de compte un taux d'intérêt paneuropéen sans risque et une forme de partage des charges pour les gouvernements. L'UE pourrait utiliser le pouvoir d'emprunt nouvellement créé du fonds de relance pour l'émission d'une dette conjointe, par exemple

sous forme d'obligations perpétuelles, comme l'ont fait le Royaume-Uni et les Etats-Unis dans le passé. Sans date d'échéance, les obligations perpétuelles permettent un financement bon marché à long terme, avec l'avantage que l'engagement mutuel se limite au paiement des intérêts annuels.

En outre, l'Europe doit s'attaquer au problème des entreprises dites « zombies », c'est-à-dire des entreprises improductives à fort effet de levier qui survivent en augmentant leur niveau d'endettement. Une « *bad bank* » européenne et des principes clairs permettraient une restructuration ordonnée des entreprises et le dénouement de crédits publics, tandis qu'un fonds de recapitalisation à l'échelle de l'UE pourrait soutenir des entreprises privées viables qui n'ont pas accès aux marchés de capitaux. Enfin, un régime d'insolvabilité harmonisé à l'échelle de l'UE constituerait un outil pour traiter les prêts improductifs créés par des niveaux d'endettement record. Ce sont des étapes importantes vers une union des marchés de capitaux qui permettrait d'accroître la compétitivité et la résilience des entreprises européennes au niveau mondial.

Résistance du marché de l'assurance : l'écart de protection reste élevé au niveau mondial

En ce qui concerne l'aspect assurance de la résilience, l'écart de protection au niveau mondial en termes d'assurance santé, mortalité et risques de catastrophes naturelles a légèrement augmenté pour atteindre un nouveau record de plus de 1 200 milliards de dollars en 2019, les expositions à la santé et à la mortalité représentant plus de 80 % du total. Nous prévoyons que la crise de la Covid-19 mettra la résilience de la santé sous les projecteurs en 2020. L'impact de la pandémie sur les différents pays va varier en fonction de la qualité des infrastructures sanitaires et de la réussite des politiques

gouvernementales d'endiguement. Les marchés émergents seront probablement plus vulnérables à court terme étant donné leur résistance généralement plus faible en matière de santé.

Notre indice mondial de résilience sanitaire a montré qu'en 2019, l'écart de protection en matière de santé dans le monde s'est creusé de plus de 5 % pour atteindre 588 milliards de dollars, dont 65 % provenaient des marchés émergents et 41 % de la seule région émergente de l'Asie-Pacifique. La pandémie de Covid-19 met la résilience sanitaire sous les projecteurs et nous nous attendons à ce que la crise ait un impact négatif sur la résilience sanitaire cette année. L'impact sur les différents pays variera considérablement en fonction de la capacité des infrastructures sanitaires existantes et des choix politiques des gouvernements en matière d'endiguement.

Les pays dont les infrastructures de santé sont plus faibles et dont les dépenses de santé sont élevées sont vulnérables aux situations d'urgence sanitaire. Les marchés émergents sont confrontés à un double défi en matière de soins de santé : la nécessité de développer les infrastructures de santé pour fournir des traitements, comme le montrent les différences de capacité des unités de soins intensifs d'un pays à l'autre, et la nécessité de protéger les ménages contre des coûts de santé accablants. Dans les pays où la part des dépenses de santé non prises en charge par le gouvernement est élevée, les ménages ont tendance à être plus exposés aux situations d'urgence sanitaire. Dans les pays à faibles revenus, les dépenses de santé non prises en charge par le gouvernement représentent généralement plus de 40 % de l'ensemble des dépenses de santé des ménages, contre seulement 24 % dans les marchés avancés, et laissent les ménages vulnérables au stress financier. Une assurance maladie abordable peut jouer un rôle central pour l'amélioration de la protection des ménages et la réduction de ce risque financier.

Dans le même temps, l'écart de protection contre la mortalité au niveau mondial s'est creusé de 1,7 % pour atteindre 427 milliards de dollars en 2019.

L'écart de protection qui se creuse est largement imputable à l'Asie-Pacifique. En Asie émergente, par exemple, l'écart de protection de la Chine a augmenté de 12 %, principalement en raison de l'accélération rapide de l'endettement des ménages. Le revers de l'expérience de la Covid-19 est qu'elle a renforcé la pertinence de la protection en cas de décès pour les ménages. Les enquêtes menées auprès des consommateurs par Swiss Re après la pandémie confirment une prise de conscience accrue des risques et un intérêt croissant pour la souscription d'assurances (3).

La collaboration entre le public et le privé : une voie pour accroître la résilience

La résilience de l'économie et des assurances est cruciale pour la société. Notre industrie joue un rôle essentiel dans l'économie mondiale en offrant une protection contre les risques. Mais la solidité des sociétés d'assurance dépend de leur bilan et, si celui-ci est certes très solide, il n'est cependant pas infini.

Dans certains pays, les assureurs pourraient faire l'objet de poursuites et de normes légales les contraignant à rétroactivement rembourser les pertes liées à la pandémie de Covid-19 non couvertes par les polices existantes. Ce type de démarche constitue une menace pour l'ensemble du secteur et, par extension, pour la stabilité financière mondiale. Une approche conflictuelle n'aide personne. L'industrie doit plutôt travailler en plus étroite collaboration avec les responsables politiques, les scientifiques et les clients afin de garantir une meilleure gestion des risques systémiques futurs. Ce qui est important, c'est d'apprendre et d'agir, et de travailler avec les pouvoirs publics pour sensibiliser les particuliers et les entreprises au recours à l'assurance, leur en faciliter l'accès et la rendre plus abordable.

La nature systémique et l'ampleur d'une pandémie telle que celle de Covid-19 font que le secteur de

l'assurance ne peut assumer ce risque seul. Mais – comme pour le risque de terrorisme – nous pouvons travailler aux côtés du secteur public pour mutualiser le risque de tels événements. Les gouvernements doivent explicitement prendre à leur charge une partie du risque et contribuer à la mise en place d'un mécanisme qui nous permette de réévaluer le risque de pandémie. Il existe déjà au moins cent pools d'assurance et de réassurance au niveau mondial qui pourraient être adaptés pour faire face aux pandémies. Les pools public-privé pourraient couvrir les pertes d'exploitation, apportant une certitude de couverture d'un risque qui est généralement exclu des polices d'assurance standard, comblant ainsi une carence en matière de protection.

Comme le dit le proverbe anglo-saxon, « *never let a good crisis go to waste* »⁽⁴⁾. La capacité à absorber les chocs est cruciale, et les économies et les ménages ont déployé leurs réserves au moment où elles étaient le plus nécessaires. Pour préparer l'avenir, les ménages, les gouvernements, les entreprises et le secteur de l'assurance doivent s'attacher à reconstituer la résilience ; le meilleur moyen d'y parvenir est de mener

un dialogue commun et de déployer de manière ciblée le capital d'investissement et l'expertise en matière de risques pour s'assurer que nous soyons prêts à affronter l'avenir et à absorber les chocs futurs qui finiront inéluctablement par se produire.

Notes

1 *Indice de résilience Sigma 2020*, « *La résilience mondiale mise à l'épreuve de la pandémie* », Swiss Re Institute.

2 « *Les plus grands sauvetages de l'histoire* », Recherche Deutsche Bank, avril 2020.

3 *Enquête de Swiss Re auprès des consommateurs concernant la Covid-19*, « *Inquiétude financière, la demande de produits d'assurance s'accélère en Asie-Pacifique* », Swiss Re, 28 avril 2020. https://www.swissre.com/en/china/news-insights/news_release/nr-20200428-covid19-consumer-survey-china.html

4 « *Une crise dont on ne tire pas les leçons est une crise inutile* ».

LE RÔLE DES ASSUREURS CRÉDIT DANS LA CRISE DE LA COVID-19

Wilfried Verstraete

Président du directoire, Euler Hermes

■ La crise de la Covid-19 a significativement endommagé le crédit interentreprises et mis en lumière l'importance de ce dernier pour le financement des économies ainsi que le rôle éminent joué par les assureurs crédit pour le sécuriser.

Les efforts consentis pour stabiliser les volumes de ces crédits en circulation, avec le soutien des Etats, ont été salutaires. Néanmoins, un climat de haute incertitude demeure et une forte hausse des défaillances d'entreprises reste possible. Le maintien d'un mécanisme pérenne de mutualisation du risque avec le secteur public est donc souhaitable car l'assurance ne peut absorber à elle seule un tel choc.

La crise de la Covid-19 a aussi montré que les entreprises et pays les plus avancés dans leur stratégie de digitalisation ont été les plus résilients, ce qui implique une nouvelle grille de lecture du risque pour les assureurs crédit. Au-delà des aspects commerciaux, les dimensions du risque interentreprises s'étendent maintenant à la protection des systèmes d'information, aux aspects environnementaux et sanitaires, sociétaux et de gouvernance.

■ THE ROLE OF CREDIT INSURERS IN THE COVID-19 CRISIS

The Covid-19 crisis has significantly impaired trade credit, putting in evidence its vital role in the overall financing of economies. In this respect, credit insurers play a crucial role in safeguarding, smoothing and promoting trade credit.

Joint efforts of credit insurers and States have been fruitful in stabilizing trade financing and economic activity. Nevertheless, a climate of extremely high uncertainty persists in a context where corporate insolvencies are expected to significantly increase at the horizon of end-2021. A perennial private-public mechanism of risk sharing remains key in order to cushion the impact of systemic shocks. Insurers alone cannot absorb large non-diversifiable types of risks when they materialize.

The Covid-19 crisis also evidenced the fact that digitalized companies and countries were undoubtedly more resilient, when dealing with the shock. It means that the nature or definition of risk is currently changing for credit insurers. Beyond the purely commercial and financial aspects of trade credit, inter-companies risks now deal with digitalization, environment, sanitary, social and governance conditions.

L'importance du crédit inter-entreprises et le rôle crucial des assureurs crédit

La crise de la Covid-19 a mis en évidence le rôle central que les assureurs crédit jouent dans le financement de l'économie, tant au niveau local qu'au niveau international. Chez Euler Hermes, nous offrons des services de protection aux entreprises qui souhaitent se couvrir contre les impayés, contre le possible défaut de l'un de leurs partenaires économiques, via généralement quatre types de produits :

- l'assurance de crédit commercial, qui assure l'indemnisation d'une dette commerciale en cas de non-paiement de la part d'un client ;
- les services de recouvrement pour aider les assurés à récupérer leurs créances en situation de retard de paiement ou même de défaut ;
- l'accompagnement dans le financement de grands projets de niveau international ;
- la prévention et l'information en fournissant des données sur la solvabilité et le risque des entreprises ou pays.

Ces quatre types de services soutiennent le financement interentreprises, qui lui-même représente une source importante du financement total des entreprises non financières. Selon une étude récente de la Banque des règlements internationaux (BRI) ⁽¹⁾, le financement interentreprises représente en effet 20 % du PIB mondial, une valeur proche du financement par émission d'obligations.

En tant qu'assureur crédit, nous jouons donc un rôle central en tant que facilitateur du financement interentreprises. Ce rôle est encore plus important au niveau international, lorsque les montants des transactions sont encore plus élevés, lorsque l'exécution

des paiements prend encore plus de temps et que les paiements impliquent de multiples systèmes juridiques. Ainsi, lorsque les transactions ont une dimension internationale, le recours à nos services pour se couvrir contre le risque de défaut augmente significativement. La BRI estime que lorsque les transactions sont transfrontalières, les entreprises ont tendance à couvrir 80 % de leurs transactions contre 15 % au niveau national.

Pourquoi cette crise est-elle si particulière ?

La crise de la Covid-19 est fondamentalement différente par rapport aux chocs macro-économiques récents liés aux faiblesses des institutions financières (2008-2009) ou à la stabilité de la dette souveraine européenne (2012-2013). Elle a avant tout fragilisé ce système de financement interentreprises à travers trois canaux principaux.

- Cette crise de la Covid-19 est une crise de la sphère réelle et non une crise financière comme en 2008-2009. L'interruption brutale de toute activité économique à cause du confinement augmente sérieusement les doutes des entreprises sur la solvabilité de leurs partenaires commerciaux. Traditionnellement, notre rôle en tant qu'assureur crédit consiste à réduire cette incertitude, ce qui permet à nos assurés de libérer des ressources pour leurs investissements.

- Du fait du confinement, cette crise a avant tout touché les activités de service et a donc impacté plus durement les plus petites entreprises. En tant qu'assureur crédit, nous allons continuer à rester au plus près des petites et moyennes entreprises, comme nous l'avons fait au cours des cycles précédents.

- Le choc Covid frappe de manière simultanée et sans discrimination tous les secteurs de l'économie. Cela empêche donc toute diversification du risque. En tant qu'assureur crédit, notre avantage comparatif se situe normalement au niveau de cette fonction de

diversification du risque qui nous permet de couvrir le risque client à un coût inférieur par rapport à une stratégie d'auto-assurance.

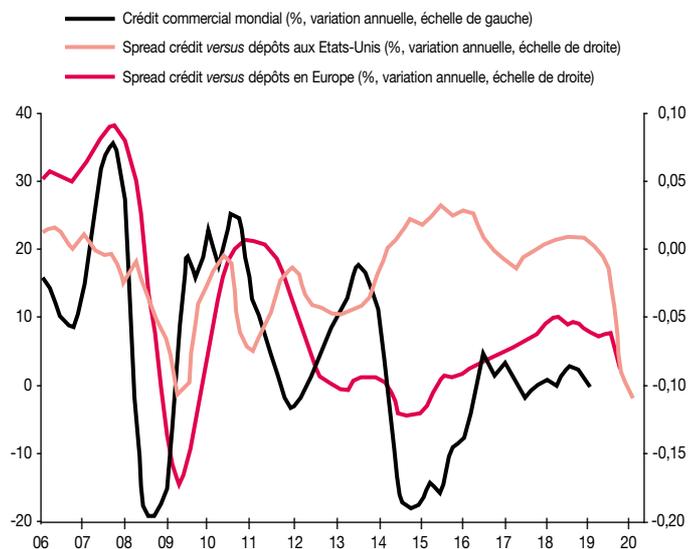
Quel rôle pour l'Etat et les assureurs crédit ?

L'Etat et les assureurs crédit devraient continuer à travailler main dans la main pour rétablir un bon fonctionnement du crédit interentreprises. Même si les leçons de la crise des subprimes ont été tirées, comme en témoigne l'arsenal monétaire et fiscal que les banques centrales ont déployé pour absorber le choc Covid-19, les autorités de politique économique ont compris que cela n'était pas suffisant. Euler Hermes et les autres assureurs crédit ont en effet tiré très rapidement le signal d'alarme afin de souligner et de décrire le risque d'un assèchement brutal du crédit interentreprises. Aucun acteur privé n'aurait aujourd'hui la capacité d'absorber un choc économique d'une telle ampleur. Les gouvernements (en France, Italie, Belgique, Portugal, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Norvège, Pays-Bas, Nouvelle-Zélande) et les assureurs crédit ont donc décidé de partager le risque afin de maintenir en vie cette source essentielle du financement interentreprises, afin de préserver ce que l'on peut caractériser comme un bien commun. Cette coopération a pris généralement la forme d'un système de réassurance offert par l'Etat à hauteur de 90 % - 100 % de l'exposition initiale des assureurs crédit sur les entreprises qui étaient viables avant le déclenchement de la crise. L'ensemble des primes d'assurance ne peuvent absorber à elles seules un tel choc. A plus long terme, le maintien d'un mécanisme pérenne de mutualisation du risque avec le secteur public est souhaitable pour faire face à de tels événements, des chocs de taille similaire.

Ces interventions communes ont-elles été efficaces ? Du fait d'un manque de données disponibles, il est très difficile d'avoir une vision claire sur l'évolution récente du crédit interentreprises. Le service de

recherche d'Euler Hermes a construit un *proxy* (2) de ce dernier à travers un indice calculant la différence entre la croissance du crédit total aux acteurs privés (ménages et entreprises) et la croissance des dépôts de l'ensemble de ces acteurs privés. Cette part du crédit obtenu par les acteurs privés, non déposée sous forme de dépôts, a vocation à circuler dans l'économie réelle et donc à servir de lubrifiant aux échanges inter-entreprises. C'est la partie du crédit distribué par les banques qui circule dans l'économie réelle et qui ne vient pas gonfler l'épargne de précaution. Le graphique 1 montre bien que ce *proxy* du crédit inter-entreprises ne montre pas de signes tangibles de rebond.

Graphique 1 - Crédit commercial mondial (% , année à année)



Sources : Euler Hermes, Allianz Research.

Malgré des mécanismes puissants de garantie des crédits entreprises, et malgré des injections massives de liquidité, la part du crédit qui circule dans l'économie réelle, et qui donc sert à financer le crédit interentreprises, ne semble pas pour l'instant montrer des signes forts de stabilisation. Cela signifie que les crédits accordés par les banques ne servent pas pour l'instant à financer des échanges réels mais bien plus à venir gonfler les réserves de liquidité que les acteurs privés détiennent auprès de leur banque pour des motifs de précaution. Ce motif de précaution est lié à un très haut niveau d'incertitude sur la solidité du

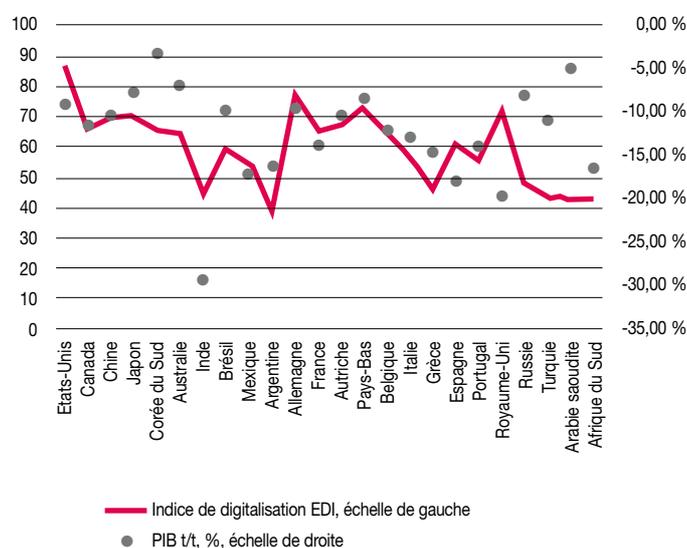
marché de l'emploi et sur la solvabilité d'un très grand nombre d'entreprises. Nos analyses suggèreraient que le nombre de défaillances d'entreprises au niveau mondial a un potentiel de croissance de l'ordre de +31 % à l'horizon de la fin de 2021. Le plus dur est encore à venir. Ce climat d'incertitude va altérer la confiance. Nous n'attendons un retour à un niveau pré-crise de production qu'à l'horizon de fin 2022.

La digitalisation : un facteur de résilience ?

La crise de la Covid-19 a démontré que la digitalisation est un facteur de résilience et que la nature du risque est en train de changer. Selon nous, les entreprises et les pays les plus agiles sur le plan digital ont été les plus résilients. Euler Hermes a construit un indicateur de potentiel national de digitalisation (Enabling Digitalization Index – EDI). Le graphique 2 montre que les pays les plus digitalisés ont généralement absorbé le choc du deuxième trimestre de 2020 (le confinement était à ce moment-là le plus élevé) plus efficacement. La possibilité d'organiser rapidement des formes variées de télétravail, la capacité d'organiser des campagnes de traçage du virus de grande ampleur à l'aide d'applications efficacement connectées au système de santé national, ont globalement fait la différence en faveur des pays les plus digitalisés. Ceux-ci ont pu en même temps réduire l'ampleur de la crise sanitaire et réduire les coûts économiques de cette dernière.

Du point de vue des entreprises, le constat est le même. Les entreprises qui étaient les plus avancées dans leur digitalisation ont négocié avec beaucoup plus d'efficacité le tournant Covid-19. Je l'ai observé moi-même, en tant que directeur général d'Euler Hermes. Depuis le début de cette crise, nous avons sans relâche accompagné nos assurés et nos employés en maintenant notre activité grâce à une organisation et des infrastructures digitales sans faille. Nous avons organisé le passage en télétravail de 1 600 analystes crédit. Cet avantage comparatif des entreprises digitalisées

Graphique 2 - Indice de digitalisation EDI et performance de croissance durant le confinement (variation trimestre à trimestre – t/t)



Sources : Euler Hermes, Allianz Research.

est aussi visible au niveau des surperformances boursières des valeurs technologiques. Les investisseurs récompensent aujourd'hui ces entreprises qui sont le plus favorablement positionnées pour bénéficier de la digitalisation de l'économie. La crise de la Covid-19 a joué un rôle d'accélérateur dans ce domaine.

Quel impact en matière de gestion du risque ?

La crise représente un point de non-retour quant à la nécessité d'introduire des motifs non financiers – environnementaux, sociétaux et digitaux – dans la définition du risque. Nous venons de voir que digitalisation et résilience sont positivement corrélées. Cela signifie pour moi que la nature du risque est en train de se transformer. Je vois quatre axes principaux de développement dans le domaine du risque.

- Digitalisation et gestion du risque opérationnel. Travail à distance et contraintes sanitaires ont démontré la possibilité d'opter pour des modes décentralisés

de la production. Capital physique, capital humain (sanitaire) et désormais capital digital n'ont plus vocation à coexister dans une seule unité de lieu et de temps. Tout cela va conduire à une redéfinition du risque opérationnel.

- Digitalisation et propriété ou gestion des données. Gérer une quantité importante de données fournit un avantage en termes de compétitivité mais implique aussi un certain nombre de responsabilités du point de vue du respect des droits individuels et des risques. Les assureurs crédit ont un rôle à jouer dans la gestion des risques digitaux des entreprises.
- Digitalisation et diversification du risque. Les crises les plus récentes ont montré un aspect non diversifiable du risque et ressemblent de plus en plus à un ballet de cygnes noirs. Cette complexité exponentielle du risque requiert des capacités démultipliées de gestion de l'information.
- Digitalisation et destruction créatrice ou le phénomène d'actifs échoués. La digitalisation va s'accompagner d'une obsolescence accélérée des actifs les plus traditionnels. Le risque de voir une dépréciation soudaine de leur valeur pourrait aboutir à une vague de défauts qu'il faudra savoir anticiper.

Ainsi, les risques ne se limitent plus aux facteurs commerciaux (la dimension du risque financier), mais s'étendent aux facteurs digitaux (le risque lié à la protection des systèmes d'informations et des données), environnementaux (le risque climatique et sanitaire) et sociétaux (le risque politique). Les interdépendances

entre entreprises, de plus en plus complexes, nécessitent une capacité très forte de gestion de l'information. Euler Hermes a résolument opéré sa propre transformation digitale pour garder une position de leader dans l'assurance crédit. Euler Hermes a aussi joué un rôle de pionnier en ce qui concerne l'introduction des questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans le monde de l'assurance crédit. Notre système de notation du risque pays prend déjà en compte l'ensemble de ces critères en intégrant par exemple le niveau d'utilisation d'énergie fossile, la production d'électricité issue de sources d'énergie renouvelable, les émissions de CO₂, le stress hydrique, les politiques de recyclage et la vulnérabilité aux catastrophes naturelles. Nous allons continuer à innover pour une meilleure compréhension du risque, avec pour seule ambition de continuer à favoriser et à protéger le financement interentreprises.

Notes

1. Frédéric Boissay, Nikhil Patel and Hyun Song Shin, "Trade credit, trade finance, and the Covid-19 Crisis", *BIS Bulletin, Bank for International Settlements (ou Banque des règlements internationaux)*, n° 24, juin 2020.

2. Une mesure indirecte, approximative du phénomène.

COVID-19 : LES BANQUES FRANÇAISES AU SERVICE DE L'ÉCONOMIE

Maya Atig (1)

Directrice générale, Fédération bancaire française

■ Cette crise inédite dans notre histoire récente est un choc sanitaire et humain, mais inévitablement aussi un choc économique. Les fondamentaux permettent de l'affronter, notamment la qualité du financement de l'économie et la solidité des banques. Par des mesures fortes et massives, par un accompagnement quasi automatique mais pas moins personnalisé, par des réflexions sur la relance et la mise en œuvre de nouveaux chantiers, les banques se sont mobilisées et continuent à s'engager pour toutes les entreprises. Tout ce travail a été accompli sur un mode très collectif entre banques, entreprises et pouvoirs publics : ensemble, nous avons traversé la crise, écouté les difficultés, pour y répondre le plus souvent possible ; ensemble, nous relançons l'économie, et c'est ensemble qu'il faut construire demain.

Le 11 mars 2020, alors que la tension monte depuis plusieurs semaines, l'Organisation mondiale de la santé (OMS) qualifie la Covid-19 de pandémie. Afin d'endiguer la propagation du virus et d'épargner des vies humaines, des mesures de confinement strictes sont mises en place en France comme ailleurs en Europe et dans le monde, entraînant une mise à l'arrêt brutal de l'activité économique. On le pressent déjà, la crise sanitaire aura un lourd impact économique.

Alors qu'on parle d'une récession jamais vue depuis la Seconde Guerre mondiale, partout sur le globe, les acteurs économiques se mobilisent pour éviter que ce choc aussi violent que temporaire – espère-t-on alors – n'ait de séquelles profondes et durables sur les ménages et les entreprises. En France sont mises en place des

■ COVID-19: FRENCH BANKS SERVING THE ECONOMY

This crisis, unlike any other in recent history, is a health and human shock but also, not surprisingly, an economic shock. The response lies in the fundamentals, mainly the quality of the financing of the economy and the soundness of the banks. The latter have risen to the challenge and continue to work tirelessly for all businesses, by taking strong and massive measures, offering quasi-automatic but still customised support, providing input on the recovery, and implementing new projects. Banks, businesses and public authorities came together to get this done: together, we weathered the crisis and listened to the challenges faced so as to address them as much as possible; together, we will revive the economy; and it is together that we will build for the future.

mesures exceptionnelles de soutien aux entreprises avec des reports, voire des annulations de charges fiscales et sociales, un fonds de solidarité pour aider les entreprises de petite taille, les commerçants et les indépendants, des mesures de soutien à l'emploi et aux revenus avec la prise en charge par l'État du chômage partiel, « quoi qu'il en coûte », comme le dit le président de la République Emmanuel Macron. L'objectif est de préserver l'appareil productif, de maintenir le capital humain et les compétences dans les entreprises, et de protéger les revenus pour faciliter un redémarrage rapide.

Tout l'écosystème se met en marche pour faire un pont entre l'avant et cet après, qu'on ne savait pas alors dater. Et parmi les professions essentielles au fonctionnement de notre pays, en seconde ligne

pour soutenir une économie quasiment arrêtée : les banques. Fortement mobilisée dès le début de la crise, la profession bancaire a été au rendez-vous de l'urgence sanitaire et économique. En aidant les entreprises à absorber le choc de l'arrêt brutal, total et imprévu de leur activité, en assurant la continuité de service nécessaire au fonctionnement vital du pays, et aujourd'hui en soutenant l'économie dans sa relance, les banques ont démontré l'utilité profonde de leur mission au service de la société.

Présentes avant même l'annonce du confinement, présentes au pic de la crise sanitaire, toujours présentes aujourd'hui pour leurs clients, elles ont fait preuve d'un sens aigu des responsabilités et d'un esprit d'engagement et de solidarité remarquable. Que ce soit dans la phase d'urgence comme dans la période de reprise, la mobilisation des 360 000 collaboratrices et collaborateurs des banques n'a jamais faibli ; leur engagement et leur mobilisation ayant d'ailleurs été salués à maintes reprises par les représentants des entreprises et par le ministre de l'Economie et des Finances.

Les crises sont souvent révélatrices des forces d'une institution ; notre profession a démontré dans l'adversité son agilité, sa capacité de cohésion et d'unité au service du collectif. Les banques françaises sont solides, elles sont proches de tous leurs clients, et à l'écoute de leurs besoins. Dans ces circonstances exceptionnelles, notre système financier a tenu bon, sur tous les plans.

Ce que cette crise de la Covid-19 a mis en évidence, ce sont précisément la force, la singularité et l'intérêt de notre modèle de banque relationnelle.

Le temps de l'urgence : la volonté d'accompagner

Depuis le milieu de mars 2020, notre secteur a fait bien plus que d'assurer la continuité des services bancaires. En qualité d'opérateurs d'importance vitale, les banques

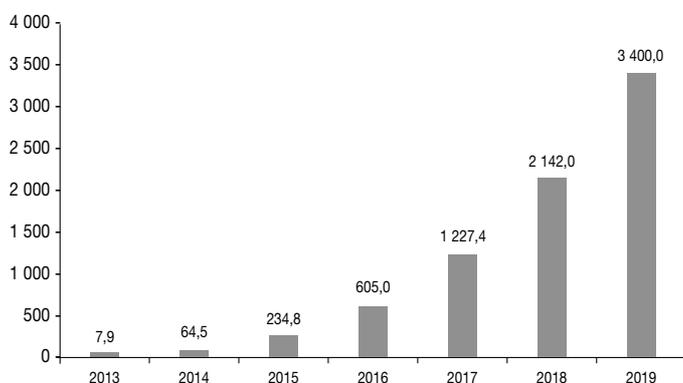
ont maintenu leur activité, sur tout le territoire, adaptant du jour au lendemain les dispositifs humains et digitaux pour pouvoir accompagner leurs clients tout en garantissant leur sécurité et celle des équipes. Les banques se sont attelées à trouver des solutions pour permettre aux clients particuliers, professionnels, mais aussi à leurs fournisseurs et leurs partenaires, de passer ce cap difficile. Que ce soit sur le terrain ou en télétravail, l'ensemble des personnels a répondu présent pour accompagner les clients.

Ce défi n'était pas mince, mais il a été relevé : la crise sanitaire n'a eu aucun impact sur l'accessibilité et le fonctionnement des moyens de paiement. L'accès aux espèces a été assuré, comme l'a confirmé, dès le début du confinement, la Banque de France. 50 316 distributeurs automatiques de billets et plus de 25 000 points de distribution d'espèces ont permis à tous les Français d'avoir accès à de l'argent liquide. 99 % de la population métropolitaine réside dans une commune équipée d'au moins un distributeur ou dans une commune située à moins de quinze minutes en voiture de la commune équipée la plus proche. Une accessibilité qui est tangible dans les territoires, y compris en milieu rural.

Les paiements par carte bancaire sont restés opérationnels durant toute la période. Le nombre de transactions sans contact a fait un bond considérable, alors qu'il était déjà bien ancré dans les habitudes de consommation comme le montre la progression des chiffres ces dernières années : +56,5 % sur l'année 2019, totalisant 3,4 milliards d'opérations (voir graphique 1 p. 133).

Alors que chaque jour les transactions sans contact se comptent par dizaines de milliers, alors que cette période de confinement inédite ôtait tout droit à l'erreur et nous imposait des exigences de sécurité importantes, les banques ont relevé un nouveau défi : rehausser, en quelques jours à peine, le plafond du paiement sans contact, le faisant passer de 30 euros à 50 euros. En lien avec les fédérations de commerçants et les pouvoirs publics qui exprimaient ce souhait dans cette période si particulière, les banques ont tout fait pour le rendre opérationnel.

Graphique 1 - Nombre de paiements par carte bancaire sans contact, en millions d'opérations



Source : GIE CB.

Assez simple en apparence – passer le plafond de 30 euros à 50 euros –, cette opération, réalisée dans une période si complexe et incertaine, par des équipes travaillant à distance, est en réalité sensible sur le plan informatique. Cette mesure, mise en œuvre en avril, en plein confinement, a eu plusieurs conséquences positives : outre de faciliter les achats du quotidien sur plus de 1 million de terminaux de paiement, elle a permis à tous, commerçants comme clients, de faire leurs opérations sans se toucher dans une période où certains contacts pouvaient devenir anxiogènes. C'est une illustration concrète de la mobilisation continue, de l'agilité et de l'adaptabilité des banques pour répondre aux besoins de leurs clients.

La protection des revenus des ménages français a été une préoccupation majeure des pouvoirs publics et des employeurs pendant la période de confinement : outre les retraités, dont par définition le revenu n'a pas bougé et qui représentent une part importante de la population, beaucoup de salariés du privé ou du public ont pu télétravailler et percevoir ainsi leur revenu habituel. Pour ceux pour lesquels le télétravail n'était pas possible, les pouvoirs publics ont mis en place des mesures de chômage partiel, prenant en charge 84 % du salaire net. Pour nombre de salariés, l'employeur a complété.

Si malgré cela, certaines personnes se sont retrouvées dans une situation financière difficile, elles ont été incitées à contacter leur conseiller bancaire afin d'examiner

leur situation et de trouver des solutions adéquates. Alors que la proximité est clé pour surmonter les moments difficiles, notre modèle bancaire est fondé sur une proximité, digitale et humaine, ce qui est une force en particulier en temps incertains.

Ainsi, pour les personnes qui avaient des crédits à la consommation et/ou immobiliers, dans de nombreux cas, les contrats prévoyaient la possibilité d'activer des dispositions de modulation ou de report d'échéances. Des demandes d'adaptation temporaire ont donc été traitées chaque jour pour trouver une solution personnalisée pour les situations spécifiques et concentrer les efforts sur les besoins.

En outre, en lien avec les pouvoirs publics et dans l'impératif de maintenir la solidarité nationale, la Fédération bancaire française et les acteurs bancaires concernés ont mis en place un dispositif spécifique afin que les bénéficiaires d'aides sociales les perçoivent dans les meilleures conditions possibles.

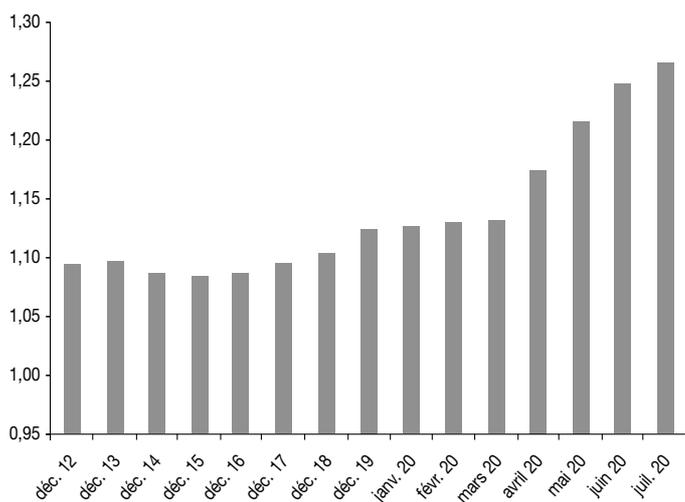
A la demande du gouvernement, les prestations sociales ont ainsi été versées par anticipation afin d'être disponibles au début d'avril sur le compte bancaire de tous les allocataires concernés. Cette décision s'est appliquée à l'ensemble des allocations et des prestations : minima sociaux (RSA, allocation adulte handicapé, etc.), prime d'activité, aides personnelles au logement, allocations familiales. Du fait du contexte épidémique, les acteurs bancaires dont les clients bénéficiaient des minima sociaux ont pris les mesures nécessaires pour accueillir, dans de bonnes conditions et dans le respect des gestes barrières, les personnes qui avaient besoin d'exécuter des opérations bancaires en agence. Agences qui, rappelons-le, sont restées accessibles aux clients y compris pendant le confinement.

La mobilisation des groupes bancaires a ainsi permis le bon versement des prestations sociales auprès de 7 millions de personnes couvertes par les minima sociaux.

Côté entreprises, dès l'annonce du confinement, la priorité des banques françaises a été le soutien aux

professionnels, aux entités de toutes tailles, notamment les TPE/PME, impactées par un arrêt brutal d'activité. Les banques ont été proactives pour les soutenir et assurer un pont de trésorerie afin de surmonter la crise. Avant même l'annonce du confinement et a fortiori avant les annonces de garanties de l'Etat, elles ont mis en place des moratoires, pour les crédits professionnels, pouvant aller jusqu'à six mois. Plus de 2 millions de prêts ont ainsi fait l'objet de reports d'échéance, ce qui représente un soutien de trésorerie de plus de 20 Md€ en cumulé sur la période : autant de sommes que les entreprises n'ont pas eues à décaisser, et qu'elles ont pu reporter à plus tard (voir graphique 2).

Graphique 2 - Nombre de PME ayant recours au crédit, en millions, au sens de la loi de modernisation de l'économie, crédits > 25 000 euros



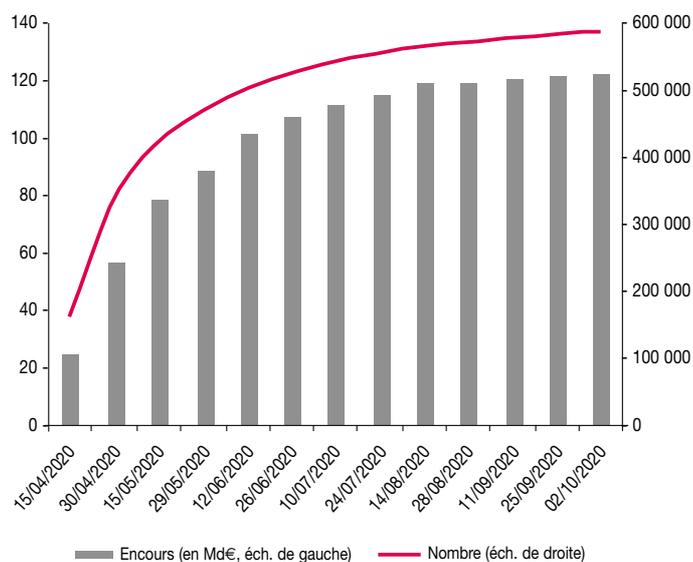
Source : Banque de France.

Puis, en quelques jours à peine, les banques ont relevé le défi de mettre en marché le prêt garanti par l'Etat, avec des outils informatiques, une formation massive des conseillers, la diffusion d'éléments utiles aux clients, etc. Conçu avec le gouvernement sur la base d'un texte législatif, ce dispositif simple a été très largement distribué tout en respectant un cahier des charges exigeant discuté avec la Commission européenne. Il s'agit d'un prêt classique, avec un différé d'amortissement d'un an ; au terme de cette année, l'entreprise peut choisir soit de le rembourser, soit d'en étaler le remboursement sur un à six ans. Ainsi, elle gère son rythme en fonction de ses perspectives. La garantie de l'Etat porte sur 90 % du prêt, ce qui

veut dire qu'en cas de défaut du client, la banque se fait rembourser 90 % par l'Etat. La grille de coût de la garantie de l'Etat est croissante dans le temps, et différenciée entre les TPE/PME, d'une part, les ETI, d'autre part. Enfin, les prêts aux grandes entreprises font, eux aussi l'objet de décisions distinctes de l'Etat, publiées au *Journal officiel*, sur le *quantum* de la garantie notamment (70 % à 90 %).

En agence, dans les centres d'appel ou de traitement, dans les sièges ou souvent aussi depuis leur domicile, en s'appuyant sur leurs expertises et des procédures simplifiées, les équipes des banques se sont démenées pour proposer ce prêt distribué à prix coûtant, et analyser chacun des dossiers de façon responsable. Le principe était en effet que l'attribution était « quasi automatique » pour les entreprises bénéficiant d'une notation Banque de France 5+ et meilleure, tandis que sous cette note, les banques analysaient au cas par cas, pour tenir compte de situations particulières. Aujourd'hui, ce sont près de 600 000 entreprises pour près de 120 Md€ qui ont bénéficié d'un prêt garanti par l'Etat (PGE). C'est considérable, rapporté à l'ensemble des crédits ! Les montants engagés ont représenté en quelques semaines l'équivalent d'une année de production (voir graphique 3 et tableau 1 p. 135).

Graphique 3 - Prêts garantis par l'Etat (PGE) validés



Source : ministère de l'Economie, des Finances et de la Relance.

Tableau 1 - Déploiement des PGE au 18 septembre 2020, ventilation par taille, montant des encours en Md€

Taille	Nombre de bénéficiaires		Montants accordés	
	Nombre	Part dans le total	Encours	Part dans le total
Grandes entreprises	35	0,01 %	14,748	12,33 %
Entreprises de taille intermédiaire	1 076	0,19 %	13,472	11,27 %
Petites et moyennes entreprises	29 969	5,16 %	41,814	34,97 %
Très petites entreprises	516 125	88,80 %	47,438	39,67 %
Autres	33 992	5,85 %	2,097	1,75 %
Totaux	581 197	100,00 %	119,570	100,00 %

Source : ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance.

Le PGE, distribué de manière quasi automatique, mais responsable, a ainsi permis à des milliers d'entreprises de passer le cap de la crise sanitaire. La contrepartie de la rapidité de mise en place a été la nécessaire adaptation. Certains éléments du PGE ont ainsi évolué, par exemple avec un reporting détaillé, ou avec des précisions sur les critères d'éligibilité, publiés par le ministère de l'Économie après une concertation avec les professionnels (banques et patronat) pour trouver les meilleures solutions opérationnelles. Les FAQ (foires aux questions) ont apporté des informations précieuses de toutes sortes : engagements de délais, modalités de calcul propres à certaines structures, etc.

Les chefs d'entreprise ont été nombreux à adresser des témoignages de reconnaissance directement à leur conseiller bancaire ou via les réseaux sociaux devenant ainsi d'excellents ambassadeurs de cette proximité du quotidien. Les refus ont également été entendus, que ce soit dans les médias ou en bilatéral, et c'est aussi une preuve de proximité et de responsabilité ! La médiation du crédit est intervenue lorsqu'il y avait des difficultés et dans nombre de cas, la médiation a réussi. Le très fort taux d'acceptation des demandes (97,3 %) montre aussi que certaines entreprises n'étaient pas éligibles au PGE. D'autres dispositifs, plus adaptés, tels que des prêts spécifiques de structures publiques, ou le fonds de solidarité, ont alors pu constituer une réponse. Ils ont été précisés en loi de finances rectificative et par des textes réglementaires au mois de juin 2020.

De façon plus sectorielle, face aux difficultés du secteur du tourisme particulièrement touché, les banques françaises ont déployé des mesures spécifiques avec des moratoires pouvant aller jusqu'à douze mois, et un « PGE saison » aménagé. Fonctionnant comme le PGE, le plafond de montant maximal est cependant basé sur les trois meilleurs mois d'activité, prenant ainsi en compte le caractère saisonnier de l'activité. Le PGE saison est comme un complément au PGE classique qui a pu déjà être souscrit. Ce PGE fait partie du plan tourisme annoncé par le gouvernement le 14 mai 2020 et la liste des secteurs éligibles a été précisée en juillet.

Ces mesures concrètes témoignent de l'implication des banques françaises pour accompagner l'ensemble de leurs clients et la relance de l'activité économique de notre pays.

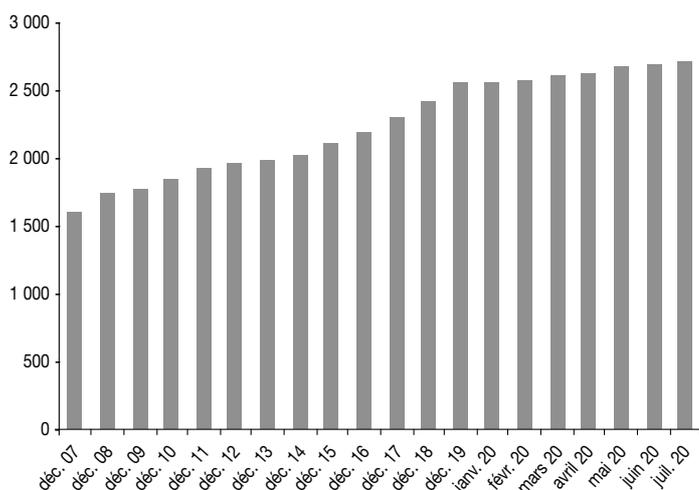
Le temps de la reprise : à l'écoute des besoins les plus aigus

Une fois le temps de l'urgence passé, le déconfinement a permis un rebond plus rapide qu'attendu d'une partie de l'activité économique. Le plan de relance arrive désormais au bon moment. Au deuxième trimestre 2020, les comptes nationaux ont mis en évidence la rudesse

du choc économique lié à la situation sanitaire. Pour autant et sans minimiser ce choc, les données collectées depuis le début du déconfinement montrent que l'économie française récupère, grâce à un retour d'activité encourageant, en juin et juillet, lié à une reprise de la consommation.

Ainsi, en août, l'économie française aurait fonctionné à environ 95 % de son niveau d'avant-crise (2). Elle aurait comblé les cinq sixièmes de l'écart d'une trentaine de points de PIB qui la séparait, au creux du confinement, de son niveau d'avant-crise. Par ailleurs, et parallèlement à cela, l'économie française bénéficie d'une dynamique des crédits toujours soutenue et en progression : 2 701 Md€ d'encours de crédits pour les projets des ménages et des entreprises, une progression de 8,2 % sur un an (voir graphique 4).

Graphique 4 - Encours de crédits à l'économie en France, en Md€

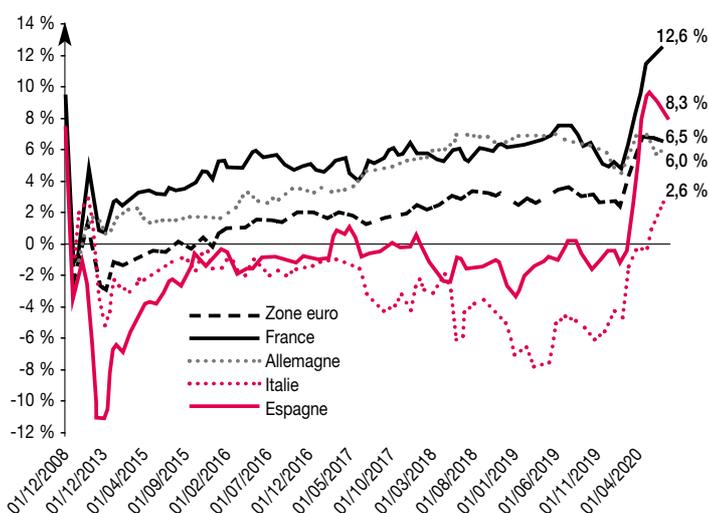


Source : Banque de France.

Les banques françaises sont en effet les meilleures en Europe pour financer les entreprises, avec 1 186 Md€ de crédits aux entreprises, +12,6 % sur un an ; +5,6 % de crédits d'investissement (dont +7,4 % pour l'équipement), +32,0 % de crédits de trésorerie (3) (graphique 5).

Et contrairement à certaines idées reçues, les banques françaises ont su adapter leurs pratiques aux besoins de la nouvelle économie, et particulièrement aux jeunes entreprises innovantes, à fort potentiel de

Graphique 5 - Taux de croissance des crédits aux entreprises en Europe

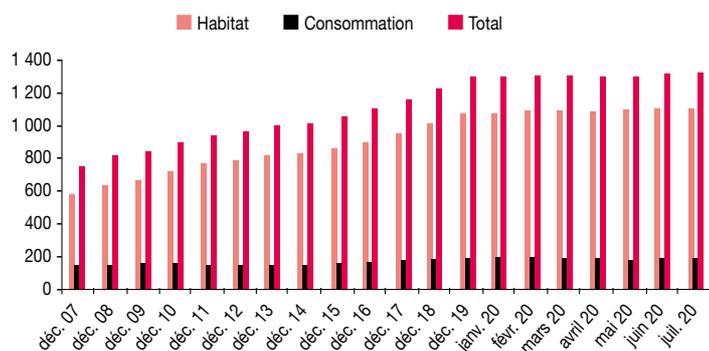


Source : Banque centrale européenne (BCE).

croissance. La plupart des banques soutiennent efficacement les réseaux d'accompagnement et les filières spécialisées pour faciliter la relation des PME-ETI et des *start-up*. Elles investissent massivement dans des incubateurs où les jeunes pousses bénéficient de soutien et de partage d'expériences.

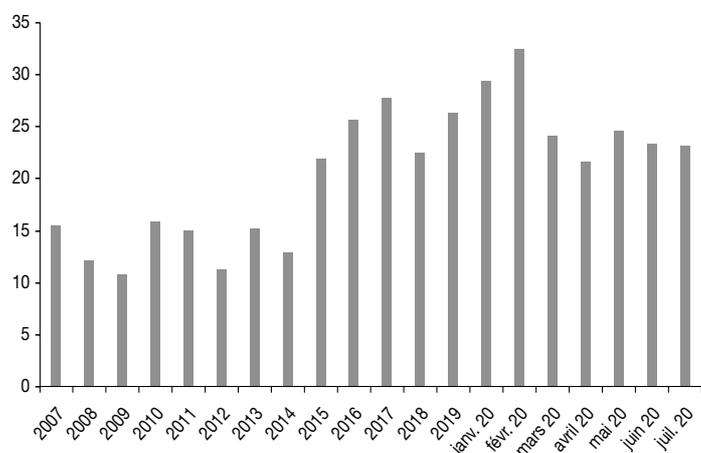
A la fin de juillet 2020, les crédits aux particuliers sont aussi en hausse de 4,8 % sur un an avec 1 326 Md€ d'encours dont : 1 106 Md€ de prêts à l'habitat, en progression de 5,4 % sur un an et 187 Md€ de crédits à la consommation, en progression de 0,7 % sur un an. La production de nouveaux crédits demeure à un niveau élevé de 23,1 Md€ en juillet 2020, après 23,4 Md€ en juin et 24,6 Md€ en mai 2020 (voir graphiques 6 et 7 p. 137).

Graphique 6 - Encours de crédits aux particuliers en France, en Md€



Source : Banque de France.

Graphique 7 - Production mensuelle de nouveaux crédits aux particuliers (crédits à l'habitat et crédits à la consommation, avec correction des variations saisonnières – flux CVS), en Md€



Source : Banque de France.

Le temps de la relance : des solutions nouvelles et personnalisées

Afin de redresser rapidement et durablement l'économie française, un plan de relance exceptionnel de 100 Md€ a été déployé par le gouvernement autour de trois volets principaux : l'écologie pour accompagner la transition vers une économie plus verte et durable, la compétitivité pour donner aux entreprises les conditions les plus favorables pour développer leurs activités et ainsi préserver l'emploi des salariés, et la cohésion entre les générations, entre les territoires.

La mobilisation exceptionnelle des banques au service des clients est allée de pair avec un dialogue social particulièrement actif dans les différentes branches du secteur bancaire. Les banques ont développé le plus largement possible le télétravail et l'accès aux agences et aux services a été assuré avec un souci de sécurité réciproque du personnel et des clients. Pour toutes les banques qui s'y sont engagées, l'emploi et les salaires ont été garantis tout en évitant de solliciter les aides de l'Etat relatives au chômage partiel.

90 % des salariés hors agences ont été placés en télétravail et les agences bancaires sont restées ouvertes dans des conditions de sécurité sanitaire forte. Le déconfinement a été prudent et la reprise des activités en présentiel s'est faite de manière progressive. Ces mesures, conduites dans le cadre d'un dialogue actif avec les partenaires sociaux, sont évolutives selon les préconisations des pouvoirs publics.

La période de confinement a accéléré un phénomène déjà en marche depuis plusieurs années : l'évolution des métiers et le développement de compétences liées à la digitalisation. La période de confinement a en effet accéléré les usages numériques et l'adoption des nouvelles technologies par les clients. Cette période a confirmé l'importance d'adapter, au-delà des outils, tant les modes de management et l'organisation du travail que les compétences des collaborateurs. Déjà en 2019, plus d'un recrutement CDI sur deux (50,8 %) concernait les métiers de la relation client, devant l'informatique (13,4 %), le contrôle et les risques (9,3 %) et le back-office (6,1 %). L'industrie bancaire française anticipe les compétences de demain et accompagne ses collaborateurs dans la transformation de leurs métiers, notamment grâce à la formation. 4,6 % de la masse salariale et près de 5 millions d'heures y sont consacrées, contribuant ainsi à la montée continue en compétence et à l'adaptation aux besoins du secteur. En moyenne, les collaborateurs en relation client ont 35 heures de formation par an et ceux du contrôle 30 heures par an.

Enfin, le dialogue régulier de la branche avec les organisations syndicales permet l'évolution permanente des grands sujets sociaux comme la rémunération, l'égalité professionnelle, l'emploi des jeunes et des seniors, ou encore les réflexions autour de la qualité de vie au travail, afin d'identifier quels sont ses enjeux, en lien notamment avec la crise sanitaire. L'accélération des modes de travail à distance a fait émerger de nouveaux sujets auquel le secteur bancaire accorde une importance majeure.

Ce plan de relance massif mobilise les finances publiques de façon importante pour créer un effet d'entraînement. Il est aussi transformateur et repose, soit sur des mesures générales qui assurent un socle

structurel meilleur pour l'économie française (baisse des impôts de production qui sont encore nettement plus élevés qu'en Allemagne), soit sur des projets spécifiques, à déployer sur deux ans. Les entreprises françaises qui ont les capacités de se développer et d'accélérer ce développement doivent désormais avoir une vision à plus long terme. Pour cela, il est nécessaire pour elles de renforcer leur haut de bilan afin d'anticiper des investissements : développer un nouveau *business model* ou de nouvelles activités, accompagner leur transformation numérique, leur transition énergétique, contribuer aux restructurations de leur secteur d'activité, etc.

Le renforcement du haut de bilan des entreprises via des (quasi-)fonds propres est nécessaire pour assurer le rebond de l'économie française comme son accélération. Les besoins des entreprises sont importants, et non couverts « naturellement » par le marché. Enfin, l'intérêt de processus d'octroi simples et industriels, avec une attention au risque, mais aussi une connaissance personnalisée des projets, est largement démontré. Des initiatives de place existent, auxquelles prennent part les banques, les assureurs, les gestionnaires d'actifs, le *private equity*, en vue de la structuration de plusieurs solutions répondant aux multiples besoins.

Dans le cadre du plan de relance, le ministre de l'Économie et des Finances a d'ores et déjà annoncé une enveloppe de 3 Md€ en faveur des mécanismes de renforcement des fonds propres des entreprises, dont une partie pour un dispositif de prêts participatifs distribués par les réseaux bancaires. Un tel outil de renforcement des fonds propres serait destiné à permettre aux entreprises qui étaient viables avant la crise sanitaire d'investir et de se développer.

Face à des situations très contrastées, la clé est la capacité à répondre à une diversité d'entreprises, de façon adaptée. Les banques françaises savent mettre en œuvre cette personnalisation. C'est au cœur de leur activité. Elles l'ont fait, au stade des moratoires, pour les PGE, et ce sera le cas aussi pour les échéanciers de remboursement des PGE. Cette flexibilité est possible grâce au modèle de banque universelle, à la diversité de produits qu'elles proposent et à la proxi-

mité avec les clients. Que le financement passe par le crédit, ou par les fonds propres qui nécessitent souvent le rapprochement avec des investisseurs, ou encore par l'accès au marché, c'est la force de la banque universelle française que de pouvoir proposer le mix de financement le plus approprié. L'efficacité de ce modèle se traduit depuis plus de dix ans dans les chiffres du financement à l'économie, présentés ci-dessus.

Conclusion

Cette crise inédite dans notre histoire récente est un choc sanitaire et humain, mais inévitablement aussi un choc économique. Notre économie a vacillé et résiste, avec des fondamentaux solides. La qualité du financement de l'économie et la solidité des banques ne sont pas les moindres de ces fondamentaux. Par des mesures fortes et massives, par un accompagnement quasi automatique, mais pas moins personnalisé, par des réflexions sur la relance et la mise en œuvre de nouveaux chantiers, les banques se sont mobilisées et continuent à s'engager pour toutes les entreprises, qui font de la France une puissance économique et une terre fertile pour les entreprises naissantes. Tout ce travail a été accompli sur un mode très collectif : ensemble, nous avons traversé la crise, écouté les difficultés, pour y répondre le plus souvent possible ; ensemble, nous relançons l'économie, et c'est ensemble qu'il faut construire demain. Ensemble, avec les représentants des entreprises et les pouvoirs publics. Il est essentiel, même dans le cœur de la crise, de nous poser toutes les questions nécessaires, avec lucidité, pour éviter que de nouvelles règles ne viennent freiner la reprise économique de notre pays et notre continent.

Notes

1. Cet article a été achevé de rédiger le 12 octobre 2020.
2. Note de conjoncture du 8 septembre 2020, présentation Insee.
3. Source : Banque de France, crédits aux sociétés non financières, à la fin de juillet 2020.

LA GESTION D'ACTIFS MOBILISATION DE L'ÉPARGNE FACE À LA CRISE DE LA COVID-19

Pierre Bollon

Délégué général, Association française de la gestion financière (AFG)

Secrétaire général, Observatoire de l'épargne européenne

Vice-président, Observatoire de la responsabilité sociétale des entreprises

Membre, Comité économique et social européen

Thomas Valli

Directeur des études économiques, AFG

■ Dans un contexte de crise inédit, le surcroît d'endettement des acteurs publics et privés, inévitable, a été efficace à court terme. Mais pour relever les défis de demain, il est désormais nécessaire de mobiliser davantage l'épargne des particuliers et des investisseurs institutionnels vers le renforcement des fonds propres des entreprises. Pour cela, la gestion d'actifs, vecteur clé de mobilisation de l'épargne et force de propositions, souhaite que soient amplifiées les incitations en faveur de l'épargne durable/longue/en actions.

Pour relever les défis de demain et soutenir la reprise de la croissance, les gestionnaires d'actifs ont un rôle majeur à jouer dans le développement et la diffusion de solutions d'épargne diversifiées favorisant la construction de patrimoines mieux rémunérés sur le long terme. L'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs politiques d'investis-

■ **ASSET MANAGEMENT, A BRIDGE FOR MOBILISING SAVINGS TO RESPOND TO THE COVID-19 CRISIS**

In an exceptional context of crisis, the inevitable increase in public and private sector debt has been effective in the short term. But to meet the challenges of tomorrow, it is now necessary to direct the savings from individuals and institutional investors more towards strengthening companies' equity. As a result, the asset management industry, a key driver of savings mobilisation, calls for scaling up incentives in favour of sustainable/long-term/equity savings.

sement et d'engagement actionnarial s'inscrit véritablement dans la relance d'une économie plus durable. Du côté des pouvoirs publics français et européens, la confiance nécessaire des citoyens à la réussite de la réorientation de l'épargne demande aussi de lever les freins au développement et à la diffusion des produits d'épargne longue et d'amplifier les incitations récentes en faveur de l'épargne longue/en actions.

Un surcroît d'endettement des acteurs publics et privés efficace à court terme

La crise sanitaire a conduit à une baisse d'activité mondiale d'une ampleur inédite, du fait entre autres des mesures de confinement mises en place dans les différents pays et de l'arrêt ou du ralentissement dans les chaînes d'approvisionnement des biens et services. La baisse brutale de la demande, notamment de la consommation des ménages, a fragilisé l'ensemble des tissus économiques et menace la pérennité des entreprises. En France le PIB pourrait ainsi baisser de 9,5 % en 2020. Dans tous les pays, et particulièrement dans ceux ayant un modèle social protecteur, les stabilisateurs économiques ont joué leur rôle de premiers soutiens. En France, les administrations publiques devraient ainsi absorber les deux tiers des pertes de revenus des agents économiques sur l'année 2020. Partout, sous différentes formes, les États et les banques centrales sont intervenus massivement et rapidement, comme prêteurs/assureurs en dernier ressort. Leurs actions ont permis de limiter au mieux l'impact de la crise sur la liquidité et la solvabilité des agents économiques, dont la dégradation aurait eu pour conséquence des dégâts humains et économiques engendrés par les faillites et les pertes d'emploi, de compétences et de capitaux. En France, ces aides au bénéfice de l'ensemble des entreprises se sont concrétisées par le déploiement par les banques des prêts garantis par l'État, par les suspensions et exonérations de cotisations, et par l'adaptation des dispositifs dits de « chômage partiel ». Pris ensemble, ces mesures d'urgence et plans de soutien, combinés à la dégradation de la conjoncture, devraient conduire à un déficit record de l'ordre de 10 % du PIB cette année.

Cette crise intervient dans un contexte préexistant d'endettement public et privé très important, corolaire d'une baisse longue et continue des taux nominaux et réels, aujourd'hui parfois négatifs. Les causes structurelles et conjoncturelles permettant d'expliquer cette

situation sont encore d'une actualité intense aujourd'hui. Les facteurs démographiques, en particulier l'augmentation de la part de la population en âge de prendre sa retraite qui repose sur une population active moins nombreuse, et le ralentissement des gains constatés de productivité ont un impact majeur sur l'équilibre financier des régimes sociaux.

Les plans nécessaires de soutien et de relance, joints à la dégradation de l'activité, vont à court terme encore accentuer le poids des dettes dans le financement de nos économies. S'agissant des dettes publiques, dont les montants en France devraient approcher les 118 % du PIB à fin 2020 (contre 98,1 % à fin 2019), la question de leur soutenabilité et de la répartition de l'effort pour les rembourser s'appréciera au regard de la contribution des politiques de relance à l'amélioration de la croissance potentielle. La reprise souhaitable et nécessaire des investissements devra se dessiner dans le respect d'une trajectoire de croissance plus durable et moins intense en carbone, s'inscrivant dans le respect des engagements de l'accord de Paris de 2015 qui implique un basculement progressif mais soutenu des moteurs de la croissance en productions et consommations d'énergie moins émettrices de CO₂. Du côté des entreprises, leur structure bilantielle a été fragilisée par la crise du fait d'une accumulation des pertes et des dettes. A fin août 2020, leur endettement brut, bancaire et de marché, s'élève à près de 1 900 Md€, en hausse de 178 Md€ depuis le mois de mars. Dans le même temps, en cette période d'incertitude extrême sur la vigueur et le *timing* de la reprise, leur trésorerie a progressé de 174 Md€. Le remboursement des cotisations et impôts reportés devrait progressivement diminuer ces montants de trésorerie et des problématiques de solvabilité pourraient alors apparaître pour certaines entreprises.

La continuité du financement des entreprises s'est inscrite à juste titre au cœur des mesures d'urgence et des plans de soutien pour éviter les défaillances d'entreprises et les pertes d'emplois. Les montants des seuls prêts garantis par l'État français déployés sont ainsi estimés à fin septembre 2020 à 127 Md€. Le secteur bancaire a joué son rôle dans la diffusion de

ces prêts et le rééchelonnement des crédits en cours. En appui de ces efforts nationaux, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé un vaste programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) à destination des titres publics mais aussi de titres des entreprises, dont les billets de trésorerie du secteur non financier. A fin septembre 2020, 566 Md€ de titres européens ont été achetés dont 56 Md€ de titres d'entreprises. Mais, si la BCE peut maintenir des conditions financières avantageuses via notamment la fixation des taux courts, la relance de la croissance passera par un autre partage des risques et par plus d'investissement de long terme et donc de fonds propres.

Renforcer les bilans des entreprises pour relever les défis de demain

Répondre aux enjeux de demain par des offres compétitives nécessite une reprise des investissements productifs et un renforcement des fonds propres des entreprises, socle de la croissance. Le renforcement des fonds propres, en améliorant le ratio dettes/fonds propres, contribue à amortir les chocs à venir.

Dès aujourd'hui, le financement long aux entreprises est indispensable à la relocalisation d'une partie des capacités de production industrielle – en déclin en France depuis une vingtaine d'années – et à l'accélération de la diffusion à un plus grand nombre d'entreprises des innovations et des progrès technologiques, sources de compétitivité. Plus spécifiquement, le besoin en fonds propres des entreprises, particulièrement dans la phase critique de l'investissement en recherche et développement, n'est pas assez couvert par le financement de marché en Europe comparativement par exemple aux États-Unis. L'élargissement de la demande d'emplois à plus forte valeur ajoutée doit, en outre, s'accompagner de politiques publiques en faveur de la formation professionnelle et de la qualification de la population active aux nouvelles technologies.

Basculer progressivement d'une économie principalement financée par la dette à une économie plus financée par les fonds propres sera un vrai défi pour notre pays, comme pour d'autres pays européens. En comparaison des PIB respectifs, les marchés des capitaux, dont les marchés actions particulièrement, sont 1,5 à 2 fois moins développés en Europe qu'aux États-Unis. Cela concerne le capital investissement mais aussi, soulignons-le, les actions cotées.

Des progrès restent à réaliser pour une meilleure intégration du système financier européen. Celle-ci est d'autant plus cruciale dans un contexte « post-Brexit » où les acteurs financiers de la City ne bénéficieront plus du « passeport européen ». Le projet d'Union des marchés des capitaux (UMC) vise précisément à permettre le renforcement de l'investissement au sein de l'Union européenne (UE) en favorisant la mobilisation de l'épargne privée. De fait, la fragmentation des marchés en Europe limite encore la capacité des agents économiques à orienter une épargne abondante vers les besoins de financement, ce qui restreint l'activité et plus globalement la croissance économique. Cette meilleure diversification des modes de financement devrait également permettre de compenser le caractère inévitablement procyclique du financement bancaire. En Europe continentale, le système bancaire tient en effet un rôle de tout premier plan dans le financement de l'économie et le financement externe en dettes des entreprises se réalise principalement par le crédit. Le financement sur les marchés par l'émission d'obligations est plus limité et restreint aux grandes entreprises. De façon schématique, les crédits aux entreprises représentent moins de 30 % de leurs financements en dettes aux États-Unis et plus de 70 % en Europe.

Cette situation nuit aux entreprises mais aussi aux ménages. Une étude récente de l'European Fund and Asset Management Association [Efama, 2020] analyse le comportement d'investissement des ménages dans 25 pays européens et examine spécifiquement les progrès réalisés ces dernières années dans le transfert de la richesse financière des ménages des dépôts bancaires vers des instruments des marchés des capitaux.

Le rapport montre que le patrimoine financier des ménages européens aurait été de 1 200 Md€ supérieur s'ils avaient réduit progressivement la part des dépôts dans leur patrimoine de 41 % à 30 %, en investissant plus en fonds d'investissement en actions et en obligations entre 2008 et 2019. Au-delà de ce constat, le rapport présente des exemples de mesures qui pourraient être prises aux niveaux national et européen pour encourager les ménages à investir dans les instruments des marchés des capitaux. Les propositions se concentrent sur quatre enjeux : l'éducation financière, les politiques de financement de la retraite, les incitations fiscales et les indicateurs clés de performance (KPI) permettant d'évaluer l'évolution de l'allocation par les ménages de leur patrimoine financier depuis les dépôts et livrets vers les instruments des marchés des capitaux. L'analyse montre que ces indicateurs ont progressé, entre 2015 et 2019, pour les Pays-Bas, le Danemark, la Suède et l'Espagne. Ils ont en revanche baissé pour la Belgique, l'Italie, la France et l'Allemagne. Le rapport estime qu'en Europe environ 1 600 Md€ pourraient être transférés des dépôts et des livrets bancaires vers les marchés des capitaux, dont 219 Md€ issus du patrimoine financier des ménages français. Ce montant souligne l'important impact qu'une meilleure allocation de l'épargne vers des investissements de long terme et le développement de marchés des capitaux profonds et diversifiés pourraient avoir en termes de financement des entreprises européennes.

Des freins persistent à la constitution de l'épargne longue

L'épargne – et notamment l'épargne privée – dispose d'une masse de capitaux pouvant accompagner la transition vers une « économie de fonds propres » plus résiliente aux chocs conjoncturels et structurels et tournée vers l'investissement. Cependant, plusieurs freins en France limitent une réallocation de l'épargne.

Le premier frein est l'importance des flux captés par l'acquisition de biens immobiliers, qui est venue limiter la capacité des épargnants à effectuer des placements financiers. En France, du fait notamment d'une insuffisance d'offre de logements conjuguée à la baisse continue des taux d'emprunts, la trajectoire des prix de l'immobilier a suivi celle de l'endettement des ménages qui a été multiplié par trois sur les vingt dernières années. L'augmentation des prix de l'immobilier a contraint en pratique les épargnants à mobiliser davantage de ressources pour constituer leurs apports et pour rembourser le capital des emprunts. Sur cette période, le stock de dettes rapporté au revenu disponible brut des ménages a doublé représentant désormais une année. Selon l'Insee [2020], le patrimoine financier, qui représentait la moitié du patrimoine total des Français au début des années 2000, n'en représente plus que 40 % aujourd'hui.

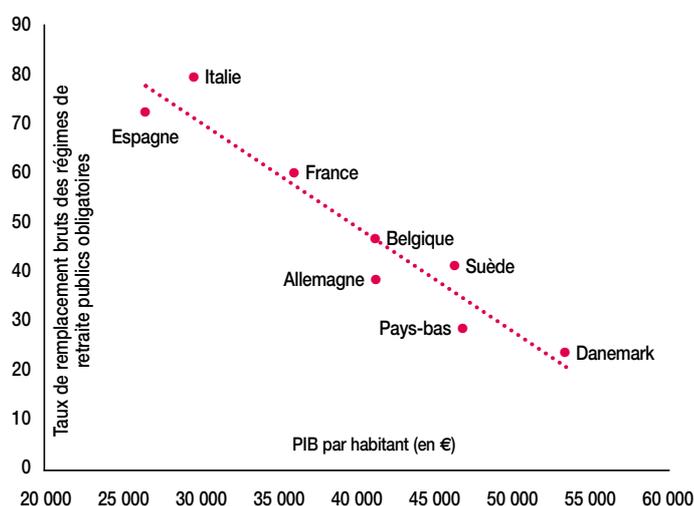
Le deuxième frein est l'orientation des placements financiers des ménages principalement vers des placements liquides, garantis et peu rémunérateurs, une tendance qui s'est fortement accentuée pendant le confinement. Au deuxième trimestre 2020, le taux d'épargne financière a certes quadruplé à 19,5 % du revenu disponible brut (contre 4,6 % à fin 2019) du fait d'une baisse de la consommation (-11,5 %) et d'un relatif maintien des revenus disponibles (-2,3 %), mais l'essentiel des placements se sont orientés vers les dépôts et livrets, dont les flux records cumulés entre mars et août 2020 atteignent 111 Md€. Les encours de ces produits de « trésorerie » dépassent désormais une année de revenus disponibles bruts des ménages. Le risque est qu'avec les taux bas, les ménages continuent d'accroître l'orientation de leurs placements vers les produits sécurisés ou garantis pour tenter de maintenir le niveau de rémunération de leur épargne. L'impact des incertitudes économiques et sociales, l'augmentation des dépenses publiques jouent respectivement sur les anticipations de baisse de revenus futurs et celles de hausse des prélèvements. L'adoption « rationnelle » d'un comportement extrêmement prudent en résultant serait préjudiciable à la fois à la reprise de la consommation et à l'épargne de long terme.

Le troisième frein pèse sur les investisseurs institutionnels. Leurs placements financiers sont contraints d'une part par la réglementation et les règles comptables et fiscales qui s'appliquent à eux, dont il faudra obtenir la révision dans le cadre de l'Union des marchés des capitaux, et d'autre part par leurs engagements à leur passif, c'est-à-dire les objectifs contractuels définis avec leurs clients (garantie de rendement minimal, couple rendement/risque, horizon de placement, benchmark). En France, l'assurance vie joue un rôle de substitut à l'épargne longue, et du fait de la maturité au passif et des garanties en capital, le poids des titres de taux est fortement représenté à l'actif des portefeuilles. Or dans un contexte persistant de taux bas, la rémunération des produits d'assurance vie, pour leur partie « en euro », est de plus en plus faible, et ce d'autant que les restrictions à l'investissement long, qu'elles soient réglementaires, prudentielles, comptables ou fiscales, tendent à réduire inéluctablement le poids des investissements « risqués » portés à leur bilan. La combinaison des normes IFRS et de Solvabilité II, en particulier, accentue un biais de court terme peu incitatif au financement en fonds propres des entreprises ou en infrastructures. Afin de relâcher partiellement cette contrainte sur les fonds propres des sociétés d'assurance, la loi Sapin II de 2016 a permis en France la création des Fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS) non soumis aux règles les plus pénalisantes de la directive Solvabilité II. C'est un premier pas positif mais beaucoup reste à faire.

Enfin, culturellement, la présence d'un système de retraite par répartition très développé en France n'a pas incité les ménages à considérer leur épargne financière dans une optique de long terme, en dépit du très utile correctif que constitue le dynamisme de l'épargne salariale nourri en partie par une généralisation plus forte dans le cadre des entreprises des mécanismes de partage de la richesse que sont la participation et l'intéressement. Un système optimal devrait favoriser la constitution d'une épargne retraite par capitalisation en complément de celle en répartition, c'est l'un des objectifs de la loi Pacte (1). La plus large diffusion des solutions d'épargne longue, épargne

retraite au sein des supports assurantiels ou comptables et épargne salariale, est la clé pour accroître la part actions dans les patrimoines financiers. Si en moyenne, la détention directe ou indirecte d'actions par les ménages français est estimée à un niveau faible de 13 % de l'encours des patrimoines financiers (hors titres représentatifs d'une activité professionnelle), ce niveau est encore nettement plus bas pour les générations les plus à même de bénéficier du potentiel sur le long terme d'actifs moins liquides et/ou présentant un profil rendement-risque plus rémunérateur (voir graphique 1).

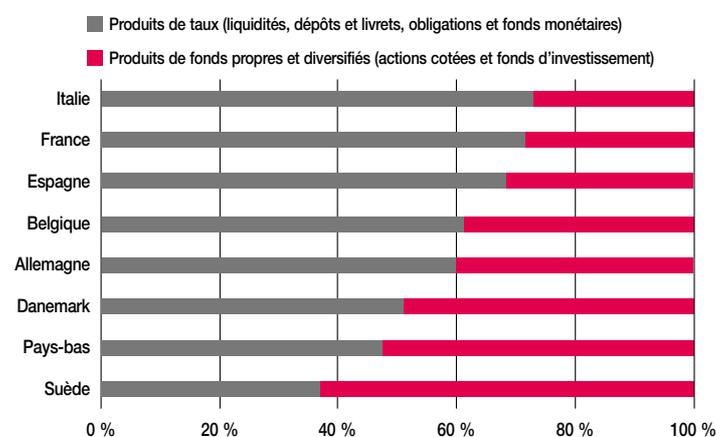
Graphique 1 - Comparaison pour des pays européens de variables économiques et financières



Sources : Eurostat, OCDE, données à fin 2019.

Une comparaison de la répartition du patrimoine financier des ménages, après mise en transparence estimée des produits d'assurance vie et des fonds de pension, entre produits de taux et de fonds propres ou diversifiés de quelques pays européens permet de donner une mesure du développement de cette épargne longue. Dans les pays où des dispositifs d'épargne retraite ont été portés par les partenaires sociaux et les pouvoirs publics, et où la fiscalité de l'épargne n'est pas historiquement favorable aux produits courts et « garantis », les ménages détiennent plus d'actifs financiers mesurés en proportion du PIB et le financement en fonds propres de l'économie par les ménages est beaucoup plus important (voir graphique 2, p. 144).

Graphique 2 - Répartition du patrimoine financier des ménages entre produits de taux et de fonds propres pour des pays européens



Sources : Eurostat, BCE, données à fin 2019.

La gestion entend mobiliser l'épargne pour une relance durable

Un rééquilibrage du financement de l'économie des dettes vers les fonds propres, en complément des banques, doit s'appuyer sur un recours beaucoup plus marqué à l'épargne longue des ménages par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels et des gérants d'actifs ou par des investissements directs.

Cette intermédiation financière non bancaire dans le patrimoine financier des ménages se réalise par la souscription d'offres de placements mutualisés que sont les organismes de placement collectif (OPC), via l'épargne salariale et l'épargne retraite, les plans d'épargne en actions et les contrats d'assurance vie en unités de compte. Ces placements sont orientés majoritairement vers les fonds actions et diversifiés. Une meilleure gestion des risques s'opère, par exemple, via la diversification des portefeuilles des ménages vers les émetteurs des pays de la zone euro, favorisant ainsi l'intégration financière européenne. Cette intermédiation résulte également des actifs confiés par les ménages aux investisseurs institutionnels, typiquement assureurs vie et fonds de pension, dont une large partie

est déléguée aux sociétés de gestion de portefeuille, souvent sous forme de mandats. Cette professionnalisation de la gestion des patrimoines contribue à corriger certains biais caractéristiques des comportements d'épargne individuels résultant notamment d'un manque de connaissance ou d'information financière et/ou d'une mauvaise perception des besoins d'accumulation. Pour la France, dans un marché globalisé où prédominent les acteurs non européens, l'existence d'une industrie domestique de la gestion d'actifs puissante est un atout de compétitivité et de souveraineté. En effet, l'existence d'un « biais domestique d'allocation » est favorable à la stabilité des financements des émetteurs locaux et à la souveraineté de leur gouvernance.

La réorientation d'une partie de l'épargne privée vers des solutions d'investissement plus diversifiées en termes d'exposition aux différentes classes d'actifs et moins liquides a été encouragée en France par les récentes réformes de la fiscalité de l'épargne (PFU (2), IFI (3), etc.) et la loi Pacte. L'implication des pouvoirs publics par l'institution d'une fiscalité remise en partie « à l'endroit », c'est-à-dire pénalisant moins l'épargne longue, est un progrès important qui donne une meilleure lisibilité aux individus et aux entreprises, facteur de confiance pour consommer et investir.

Les dispositifs fiscaux de soutien aux entreprises proposés dans le projet de loi de finances 2021 se concentrent surtout sur une baisse de 10 Md€ des impôts de production et la poursuite de l'alignement de l'impôt sur les sociétés sur les standards européens. Dans le cadre du plan de relance, les sociétés de gestion apporteront leurs expertises dans le développement et la distribution de fonds de créances refinançant des prêts participatifs (quasi-fonds propres) et des obligations convertibles, bénéficiant d'une garantie partielle de l'Etat.

C'est bien mais il faudrait aller plus loin pour rétablir des ponts entre l'épargne patrimoniale longue et les bilans des entreprises. Pour ces dernières l'enjeu est celui du renforcement des fonds propres. Pour les particuliers l'enjeu est d'accéder à des placements plus

rémunérateurs, qui permettent de construire un patrimoine sur le long terme. Certains dispositifs existent déjà, comme le PEA (4), le PEA PME, le PEA jeune et le PER (5). L'Association française de la gestion financière (AFG) recommande d'éliminer les freins à leur développement. Il faudrait également mettre en place une nouvelle catégorie française de fonds de long terme, préfigurant la réforme annoncée des fonds européens d'investissement de long terme (Eltif (6)) combinant des actifs liquides et illiquides, permettant à tous les épargnants d'accéder aux placements longs les plus rentables à terme.

Pour répondre à l'urgence de renforcer les secteurs économiques mis à mal par la crise sanitaire, l'AFG avait aussi proposé la création d'un compte épargne relance largement investi dans les fonds propres des entreprises, avec un régime fiscal aussi incitatif que celui de l'épargne réglementée. Les pouvoirs publics n'ont pas à ce stade retenu ce projet dans le cadre du plan « France Relance » présenté par Bruno Le Maire en octobre 2020, mais dans le même esprit, et c'est très positif, ils ont annoncé la création d'un label « Relance » qui sera attribué aux fonds d'investissement qui s'engagent à financer significativement et de façon durable des entreprises cotées et non cotées, et notamment des PME-ETI, en fonds propres et quasi-fonds propres. L'AFG et les sociétés de gestion d'actifs sont mobilisés pour participer à son succès.

Le financement de la relance, et notamment son volet relatif à la transition environnementale, se réalisera en grande partie par le développement des offres solidaires, responsables et durables. Les sociétés de gestion ont l'expertise dans la sélection et l'analyse des émetteurs, cette analyse intégrant de plus en plus les données extra-financières. L'inclusion des externalités dans les prix doit se poursuivre pour différencier le coût et la rentabilité des investissements, orientant les flux d'épargne vers les entreprises appliquant des mesures environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) les plus vertueuses. Le défi de la transition écologique impose de prendre en compte la fixation d'une trajectoire crédible du prix du carbone dans l'analyse des investissements et de préserver la compétitivité des

acteurs européens via l'instauration d'un prélèvement aux frontières de l'Union européenne. Les acteurs européens, émetteurs et investisseurs, ont une opportunité pour définir ensemble, gage de souveraineté, les normes et les pratiques qu'ils souhaitent mettre en place s'agissant des données extra-financières. Il s'agit de valoriser la dimension sociale de nos modèles de développement économique, en appui de la définition en cours d'une taxonomie des activités économiques durables sur le plan environnemental qui est, si elle est réalisée avec ambition et réalisme, une avancée très structurante dans l'atteinte des engagements de l'accord de Paris et des objectifs de développement durable.

Au niveau européen, l'importance croissante des données financières et extra-financières pour l'activité des émetteurs, investisseurs et gérants et l'influence de celles-ci sur les décisions d'investissement rendent crucial l'établissement au sein de l'Union européenne d'une stratégie ambitieuse permettant de se réapproprier ce « marché de la donnée » dominé aujourd'hui et de façon croissante par un nombre de plus en plus réduit d'acteurs non européens. L'ESG est un facteur de création de valeur sur le long terme. Les sociétés de gestion françaises ont su anticiper cette demande croissante des investisseurs qui orientent leurs placements selon leurs préoccupations ou engagements de citoyens et donnent du sens à leur épargne : elles redoublent aujourd'hui leurs efforts car la demande est enfin là. Favoriser le désir d'épargne longue passe en effet par la conviction que les investissements donnent du sens à celle-ci en contribuant à l'emploi, à l'innovation et à la transition écologique.

Enfin, dans le cadre de l'Union des marchés des capitaux pertinemment relancée par la Commission von der Leyen, la protection des investisseurs devra s'appuyer sur une nouvelle vision se concentrant sur leurs besoins réels et leur éducation financière. Ainsi, une révision des niveaux 2 et 3 de la réglementation Priips (7) devra veiller à rendre les documents d'informations clés moins anxiogènes qu'aujourd'hui pour les épargnants n'ayant pas une connaissance élevée de la matière financière. Il devra en aller de même pour de nombreux autres textes, d'Eltif à MIF 2 (8), en

passant naturellement par Solvabilité II ou les *pan-European personal pension products* (PEPP) récemment adoptés. Une information et une sensibilisation des épargnants aux enjeux de la gestion financière à long terme devraient permettre une meilleure valorisation de leur épargne et répondre ainsi à leurs besoins futurs. Plus globalement, il faudra changer de mode d'action, en intégrant aux études d'impact « repensées » deux questions mettant en exergue la compétitivité de l'Union européenne : 1. l'initiative favorise-t-elle l'investissement de long terme au sein de l'UE ? » et 2. l'initiative a-t-elle un impact négatif ou positif sur la compétitivité des entreprises financières de l'UE par rapport à celles non-UE ? »

La période des produits d'épargne qui offraient du rendement sans risque est terminée. Pour passer des produits aux « solutions » d'épargne, les sociétés de gestion sont à la fois acteurs et force de propositions. Elles ont un rôle majeur à jouer, comme les conseillers patrimoniaux grâce à la confiance et à la proximité qu'ils entretiennent avec leurs clients. Le développement d'une véritable éducation financière et le renforcement du conseil, dans un langage clair et compréhensible, sont nécessaires pour aider les épargnants à se déterminer en termes d'objectifs d'épargne. Il s'agit aussi de basculer d'une focalisation liée à la performance à court terme vers une vision positive de l'impact en termes environnemental, sociétal et de gouvernance de ses investissements sur l'économie.

Les assureurs français, sous l'égide de la Fédération française de l'assurance (FFA), viennent de montrer l'exemple en s'engageant pour soutenir l'économie affectée par la crise sanitaire. Ils apportent près de 2 Md€ sur les 2,2 Md€ du programme d'investissement « Assureurs – Caisse des dépôts Relance durable ». Mis en œuvre par les sociétés de gestion sélectionnées, il bénéficiera principalement aux ETI et PME, au secteur du tourisme et à celui de la santé.

En matière d'épargne, le risque est de ne pas agir. Si ces réformes sont menées à bien, les Français et les Européens deviendront plus qu'aujourd'hui détenteurs de leur économie et bénéficiaires de la croissance renforcée et durable.

Notes

1. *Loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.*
2. *Prélèvement forfaitaire unique.*
3. *Impôt sur la fortune immobilière.*
4. *Plan d'épargne en actions.*
5. *Plan d'épargne retraite.*
6. *Eltif* : European long-term investment fund.
7. *Priips* : packaged retail investment and insurance-based products.
8. *Deuxième version de la directive sur les marchés financiers.*

Bibliographie

- AFG, « 12 principes pour épargner et investir dans les placements financiers de moyen et long terme », Association française de la gestion financière, septembre 2020.
- AFG, « Education financière. Des épargnants éclairés, acteurs de l'économie de demain », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, septembre 2019.
- AFG, « Gestion d'actifs. Renforcer la compétitivité de la place de Paris », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, juin 2019.
- AFG, « Fiscalité de l'épargne », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, juillet 2017.
- AFG, « Financement des PME », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, mars 2017.
- AFG, « Epargne retraite », Livre blanc de l'Association française de la gestion financière, décembre 2016.
- AMF, « Comportement des investisseurs particuliers pendant la crise du Covid-19 », Autorité des marchés financiers, avril 2020.
- Amundi, « Personal Values, Responsible Investing and Stock Allocation », février 2020.

Ansa, « Agissons d'urgence pour la croissance », Livre blanc de l'Agence nationale des sociétés par actions, octobre 2016.

Banque de France, « L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises », août 2020.

Banque de France, « Développer l'Union des marchés des capitaux pour mobiliser l'épargne et stimuler l'investissement en Europe », septembre-octobre 2020.

CAE, « Une stratégie économique face à la crise », Conseil d'analyse économique, juillet 2020.

Direction générale du Trésor, « Rapport économique, social et financier », projet de loi de finances pour 2021.

Efama, "Household Participation in Capital Markets. Assessing the Current State and Measuring Future Progress", European Fund and Asset Management Association, septembre 2020.

Insee, note de conjoncture, Institut national de la statistique et des études économiques, octobre 2020.

Institut Montaigne, « Le capitalisme responsable : une chance pour l'Europe », septembre 2020.

Observatoire de l'épargne européenne, « Épargne et financement des entreprises. Un éclairage international », août 2018.

Paris Europlace, « Des intermédiaires financiers forts pour le financement de l'économie et une place financière de Paris compétitive », janvier 2014.

Paris Europlace, « Redonner sa compétitivité au pôle investisseurs de la place de Paris », septembre 2013.

Paris Europlace, « Financement des entreprises et de l'économie française. Pour un retour vers une croissance durable », février 2013.

LE PRIVATE EQUITY FACE À LA CRISE DE LA COVID-19

Monique Cohen

Directeur associé, Apax Partners

■ Le *private equity* ou capital-risque est aujourd'hui une classe d'actifs mieux connue des investisseurs : banques privées, sociétés d'assurance, fonds de pension. Cet article se propose de détailler les risques liés à cette classe d'actifs, notamment pendant la pandémie de Covid-19.

■ PRIVATE EQUITY AND COVID-19 CRISIS

Private equity or venture capital is now a better known asset class for investors: private banks, insurance companies, pension funds. This article aims to detail the risks associated with this asset class, particularly during the Covid-19 pandemic.

Dans un environnement de taux durablement bas, le *private equity* est une classe d'actifs recherchée pour le niveau de rentabilité qu'elle propose. Les fonds de pension américains ou canadiens les plus importants ont porté à 25 % leur allocation dans le *private equity*. Les risques inhérents à cette classe d'actifs sont différents de ceux constatés sur les marchés cotés. Ils sont plus difficiles à comprendre et sont surtout difficiles à suivre et à mesurer à partir des modèles de risques habituels.

L'épisode mondial de la Covid-19 qui marquera l'année 2020 exacerbe certains risques spécifiques et en suscite d'autres. Le *private equity* décrit l'accompagnement, par des investisseurs financiers, au travers d'un véhicule adapté, d'une entreprise à tous les stades de son développement. Les risques que nous allons décrire s'appliquent aux fonds dits « *venture* » comme aux fonds à effet de levier (*leveraged buy-out funds* – LBO *funds*).

Les principaux risques rappelés dans tous les documents de présentation des fonds sont : le risque de « *funding* », le risque de liquidité, le risque de perte

de capital, le risque de marché et le risque lié aux méthodes de valorisation des sociétés en portefeuille.

Les risques

■ Le risque de *funding*

Les investisseurs (*limited partnerships* – LP) sélectionnent les gérants pour leur savoir-faire dans l'accompagnement d'entreprises non cotées sur une durée de cinq ans. Un fonds, généralement une structure de type LP, est créé sur une durée de dix ans sans possibilité de sortie pour les investisseurs qui se sont engagés. Le montant total du fonds n'est pas appelé à son lancement de manière à ne pas peser sur la rentabilité effective du fonds. Il est appelé au fur et à mesure des investissements. Si l'investisseur ne peut pas honorer l'un de ces appels de fonds, il est en défaut et peut risquer de perdre la totalité des montants déjà investis dans le véhicule. Les mécanismes effectifs d'appels de fonds et les pénalités afférentes aux défauts sont toujours décrits en détail car le gérant du fonds doit pouvoir disposer des fonds

promis dès lors qu'il souhaite réaliser une opération. Ce risque de défaut (*funding risk*) est spécifique à la classe d'actifs.

■ Le risque de liquidité

Contrairement aux marchés cotés, les parts de fonds de *private equity* ne font généralement pas l'objet de cotation. Sur les dix dernières années, plusieurs grands opérateurs de *private equity* américains ont mis en Bourse leurs sociétés de gestion. La cotation effective d'un fonds est une exception. C'est le cas de 3I au Royaume-Uni, ou encore de Altair ou de l'Institut de développement industriel (IDI) en France, par exemple. Les mesures habituelles de risque sur les marchés cotés (*value at risk*, volatilité) ne peuvent s'appliquer ; une valorisation du portefeuille est fournie à chaque trimestre par le gérant, mais cette valorisation (*net asset value* – NAV) ne donne pas toujours lieu à des mouvements effectifs. L'investisseur à la recherche d'une liquidité devra souvent consentir à une décote importante sur la NAV sur le marché secondaire, lorsqu'un tel marché existe. Très souvent également les échanges de parts de fonds sont soumis à des préemptions, ce qui vient compliquer encore la recherche de liquidité.

■ Le risque de perte en capital

Le troisième risque, celui que tous doivent garder en tête, est le risque de perte en capital. Aucun gestionnaire de fonds de *private equity* ne peut prémunir l'investisseur de ce risque lié aux aléas des marchés sur lesquels les sociétés en portefeuille opèrent. Aucune garantie ne peut être donnée sur leur rentabilité future. Les investisseurs privés qui s'intéressent au capital-risque aujourd'hui, car ils sont à la recherche d'un meilleur rendement, doivent être conscients qu'ils peuvent perdre tout ou partie de leur placement.

■ Le risque de marché

Le risque de marché pèse sur le *private equity* comme sur les marchés cotés car il traduit l'ensemble

des mouvements macroéconomiques qui peuvent affecter le développement des sociétés en portefeuille : retournement des secteurs d'activité, récession dans la zone géographique, évolution défavorable du change et des taux.

■ Le risque de valorisation des sociétés en portefeuille

Le dernier risque est lié à l'estimation de la valorisation des sociétés en portefeuille. Cette valorisation est transmise aux investisseurs tous les trimestres. Les investissements font l'objet d'évaluation conformément aux règles prévues par l'IPEV (*International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*). Ces valorisations sont revues deux fois dans l'année par les commissaires aux comptes qui se penchent non seulement sur les méthodes adoptées, mais également sur les transactions comparables récentes. La notion de « *fair market value* » s'est imposée sur les dix dernières années. Elle n'était pas du tout en vigueur aux Etats-Unis en particulier avant 2008.

Ce risque est très important à prendre en compte car une valorisation trop prudente ne permet pas une bonne compréhension des enjeux du portefeuille. Une valorisation trop agressive peut, par exemple, faciliter la levée de fonds suivant, mais elle peut être remise en question lors des cessions effectuées (qui sont en fait le seul véritable critère de valorisation). Ce risque est parfois inclus de manière plus générale dans ce que l'on a appelé le risque de marché.

Les effets de la Covid-19 sur ces différents risques

Sur les différents risques rappelés, le risque de la pandémie de la Covid-19 et la réalité de celle-ci ont eu plusieurs effets. Les perturbations économiques au niveau mondial ont rendu les plans à trois ans difficiles à construire. Les résultats de 2020 sont également difficiles à anticiper.

Les investisseurs ont davantage analysé les valorisations proposées. Le risque de valorisation a atteint en 2020 un niveau particulièrement élevé car tous les secteurs et tous les pays ont été touchés. Une baisse de 15 % à 30 % de la valorisation moyenne des portefeuilles est à prévoir.

Par ailleurs, c'est l'inverse du risque de *funding* qui va s'imposer. Comme il est difficile de projeter les chiffres annuels pour la plupart des secteurs, les fonds risquent d'être investis beaucoup plus lentement qu'il n'est d'usage. Les investisseurs se retrouvent alors avec des engagements non appelés (*dry powder*). La situation économique ne permet pas de construire des *business plans* convaincants (sinon solides !); l'activité des fusions-acquisitions (*mergers & acquisitions* – M&A) devient plus réduite. Les fonds ne parviennent pas à céder leurs participations en portefeuille. Le décalage entre les distributions et les appels de fonds s'accroît et devient surtout beaucoup plus difficile à anticiper.

Les acquisitions avec effet de levier sont également plus difficiles à réaliser. Même si les *business plans* sont revus sous un angle très prudent, les banquiers sont très difficiles à convaincre.

En France, l'octroi des prêts garantis par l'Etat (PGE) ces derniers mois a considérablement augmenté la charge du risque de crédit de la plupart des banques. Ces dernières sont donc d'autant plus vigilantes sur les dettes LBO. Arriver à mettre en place une acquisition de type LBO devient, comme en 2008-2009, pratiquement inconcevable.

Sans cet effet de levier, trouver le prix d'équilibre entre un acheteur et un vendeur devient mission impossible, ce qui assèche les transactions entre fonds jusqu'ici extrêmement florissantes.

Il faut garder en tête que les investissements réalisés pendant de telles périodes se font généralement à des prix moins élevés et se révèlent donc moins risqués dans la durée. Les meilleures opérations ont souvent été signées par des gérants spécialisés dont la connaissance sectorielle approfondie a permis une meilleure compréhension du risque intrinsèque.

Le risque de marché est aujourd'hui très fort, la crise étant mondiale. La visibilité sur la reprise est quasiment impossible à prévoir. Le risque pesant sur les valorisations est également très élevé en dépit des processus et des méthodologies en place chez les acteurs les plus anciens.

Conclusion

Dans un tel contexte, décider d'investir dans le *private equity* suppose une bonne connaissance de la qualité des équipes de gérants, une forte conviction sur leurs aptitudes à garder une discipline dans leur stratégie d'investissement et la certitude d'une approche très méthodique dans la création de valeur (digitalisation, concentration sectorielle, internationalisation).

Pour l'investisseur, cette sélection des gérants fera la différence. Il faut également savoir accompagner les différentes levées de fonds successives de manière à reproduire tous les cycles économiques dans le portefeuille constitué (investir dans chacun des « *vintages* »). La meilleure protection contre tous les risques décrits viendra d'une bonne diversification : sélectionner les meilleurs gérants, accompagner plusieurs gérants de qualité sur plusieurs stratégies et investir systématiquement dans chacun des fonds pour lisser les cycles économiques.

DE L'INTERVENTION PUBLIQUE DANS LA CRISE DE LA COVID-19

Douglas J. Elliott

Partner, Oliver Wyman, New York

■ Les pouvoirs publics ont réagi rapidement et de manière appropriée à la crise économique et financière provoquée par l'épidémie de coronavirus. Néanmoins, dans de nombreux pays, les entreprises devront faire face à d'importants problèmes de solvabilité. Pour aider ces entreprises, les dirigeants devront revoir leur stratégie et passer d'une injection généralisée de liquidités à un soutien plus ciblé afin d'assurer la solvabilité des entreprises qui présentent un bilan fragile, mais un modèle économique solide. Cet article décrit plusieurs instruments politiques et propose une série de principes permettant d'utiliser au mieux ces instruments pour soutenir le secteur des entreprises sans perdre de vue certains objectifs sociétaux clés.

Dans l'ensemble, les gouvernements et les banques centrales ont réagi de façon appropriée à la crise économique liée au coronavirus. En revanche, les mesures prises par les gouvernements pour faire face à la crise sanitaire sous-jacente ont souvent été inadéquates. Ce contraste est compréhensible, étant donné que les dirigeants actuels n'ont jamais été confrontés à une crise sanitaire de cette nature et de cette ampleur auparavant, tandis que les outils utilisés pour contrer la crise économique étaient bien rodés et prêts à l'emploi, car ils avaient déjà été mis à contribution dix ans plus tôt. Même si certains aspects de la crise économique étaient sans précédent, ils ont pu être contrés, du moins dans un premier temps, en réemployant des méthodes qui avaient déjà fait leurs preuves.

Cet article s'intéresse plus particulièrement aux réponses politiques apportées à la crise qui frappe le

■ IS PUBLIC INTERVENTION IN THE COVID-19 CRISIS EFFECTIVE?

Governments have responded quickly and appropriately to the economic and financial crisis caused by the coronavirus epidemic. Nevertheless, in many countries, companies will face significant solvency problems. To help these companies, managers will need to rethink their strategy and shift from a generalised cash injection to more targeted support to ensure the solvency of companies with weak balance sheets but a strong business model. This article describes a number of policy instruments and proposes a set of principles on how best to use these instruments to support the business sector without losing sight of some key societal objectives.

secteur des entreprises – ou secteur privé – des économies développées et s'appuie en partie sur des analyses et des entretiens que j'ai réalisés en tant que directeur d'un projet du Group of Thirty (G30) sur la crise de solvabilité des entreprises, ainsi que sur d'autres travaux que j'ai menés en tant que partenaire chez Oliver Wyman.

Liquidité des entreprises et problèmes de solvabilité

La crise liée au coronavirus est différente de toutes les crises que nous avons connues depuis au moins un siècle, car le cœur du problème est lié au fait que les entreprises ont été brutalement contraintes de stopper ou de ralentir leurs activités pour des raisons sanitaires. Les

secteurs les plus touchés ont vu leurs revenus chuter de 90 %, si ce n'est plus. Bien entendu, de nombreux travailleurs ont perdu leur emploi, du moins temporairement, ce qui met en péril le secteur des ménages.

Les pouvoirs publics ont réagi promptement en mettant en place des programmes de relance monétaire et budgétaire d'une ampleur inédite pour venir en aide à l'ensemble de l'économie. Ils ont également pris certaines mesures ciblées en direction du secteur des entreprises détaillées ci-après :

- octroi de subventions aux entreprises. De nombreuses entreprises, en particulier les plus petites, ont bénéficié de subventions directes de l'Etat ou de prêts bancaires convertis en subventions. Dans la plupart des cas, ces subventions étaient soumises à la condition que l'entreprise préserve un certain nombre d'emplois ;
- dispositifs de chômage partiel. Au cours de la grande récession de 2008, le gouvernement allemand a appliqué avec succès un dispositif appelé « *Kurzarbeit* » (chômage partiel) pour éviter les suppressions d'emplois en prenant en charge une grande partie des salaires des travailleurs qui conservaient leur emploi ou participaient à des programmes de formation. Cette fois-ci, de nombreux pays, notamment en Europe, ont à leur tour appliqué leur propre version de ce dispositif de chômage partiel. Cela leur a permis de venir en aide à la fois au secteur des entreprises et aux travailleurs eux-mêmes ;
- prêts et garanties de prêts. La plupart des pays développés ont mis en place des programmes massifs d'injection de liquidités via lesquels les gouvernements ont soit prêté directement des fonds aux entreprises, en particulier les petites et moyennes entreprises (PME), soit garanti la totalité ou une part importante de certains prêts octroyés par les banques.

Dans l'ensemble, ces mesures étaient très pertinentes. Elles ont été relativement bien mises en œuvre et ont largement contribué à maintenir les entreprises à flot et à empêcher le chômage d'augmenter plus fortement qu'il ne le faisait déjà. Toutefois, elles ont soulevé de nombreux dilemmes et problèmes :

- décalage entre les besoins et les réponses apportées. Les subventions et les prêts ont été octroyés à toutes les entreprises sans distinction, si ce n'est en fonction de leur taille et, dans certains cas, de leur secteur d'activité. Par conséquent, de nombreuses entreprises ont reçu beaucoup moins de soutien que nécessaire et quelques entreprises ont reçu une aide bien supérieure aux pertes nettes engendrées par la crise ;
- ampleur des programmes. Dans les premiers temps, les aides distribuées à grande échelle et sans distinction par les Etats étaient totalement justifiées, afin d'éviter tout risque de plonger dans une véritable dépression économique. Néanmoins il ne sera pas possible de maintenir un tel niveau de soutien sur le long terme et la facture que les gouvernements devront finir par payer ou transmettre aux générations futures est déjà lourde ;
- renoncement aux transformations indispensables. Même si le dispositif de chômage partiel et les autres programmes mis en œuvre ont eu le grand mérite de préserver les emplois et les entreprises, ils ont, dans une certaine mesure, également porté atteinte au secteur en mettant un coup d'arrêt à certaines transformations nécessaires et à la réaffectation des ressources ;
- difficultés administratives. L'élaboration de programmes inédits d'une telle ampleur en un temps record et au beau milieu d'une pandémie représentait un immense défi. Sans surprise, les pouvoirs publics ont eu du mal à verser les prêts et les subventions en temps voulu et se sont retrouvés confrontés à une certaine confusion ainsi qu'à des tentatives de fraude ;
- problèmes de conception. Les pouvoirs publics ont dû tenter de concilier plusieurs objectifs dans un environnement confus et en constante évolution. Par conséquent, certaines mesures n'ont pas bien fonctionné. C'est le cas, par exemple, du Main Street Lending Program des Etats-Unis qui était destiné aux entreprises de taille moyenne et reposait sur l'octroi de prêts bancaires garantis à hauteur de 85 %-95 % par la Federal Reserve (FED), tandis que le Trésor couvrait toutes les pertes jusqu'à un certain montant significatif.

Hélas, il s'est révélé trop compliqué de concevoir un programme qui s'appuierait sur les banques pour écarter les entreprises non viables, inciterait les entreprises présentant des risques, mais néanmoins viables, à demander un prêt, appliquerait un taux d'intérêt suffisamment bas pour attirer les emprunteurs, mais suffisamment élevé pour éviter tout risque, empêcherait les banques de contourner le système en se contentant de remplacer les prêts en cours par les nouveaux prêts garantis, empêcherait les entreprises de contourner le système en versant des rémunérations déraisonnables ou en rachetant des actions et limiterait en outre les pertes sur prêts pour la FED et le Trésor. Par conséquent, au moment de la rédaction de cet article, très peu de prêts ont été octroyés.

L'un des principaux problèmes repose sur le fait que de nombreuses banques craignent que les appréciations portées a posteriori sur les prêts qu'elles auront octroyés au titre de ce programme fassent peser sur la FED une pression politique ou publique pour l'inciter à ne pas honorer certaines garanties ou obligent les banques à engager d'importantes dépenses de relations publiques.

Une fois encore, il existe un fort consensus, auquel j'adhère, sur le fait que le soutien apporté au secteur des entreprises dans les premiers temps de la crise a été, dans l'ensemble, approprié et efficace.

Vers une crise de solvabilité des entreprises

A lors que la crise se poursuit, la situation bascule de plus en plus d'un problème de liquidité des entreprises vers un problème de solvabilité des entreprises, et d'un horizon à court terme vers un horizon à moyen et long terme. Un changement de politique publique est donc nécessaire. Les principaux éléments sont détaillés ci-après :

- cibler les entreprises viables qui ont besoin d'aide. Les gouvernements ne peuvent pas continuer à injecter

aveuglément des liquidités dans le secteur des entreprises. Cela serait trop coûteux et dissuaderait les entreprises de procéder à certaines transformations nécessaires. En réalité, les aides doivent être destinées aux entreprises qui resteront viables, mais qui ont besoin d'aide pour s'en sortir. Ainsi, les gouvernements doivent cesser de soutenir les entreprises qui ne s'en sortiront pas et les entreprises qui s'en sortiront sans son aide ;

- se concentrer sur l'avenir plutôt que sur le passé. L'objectif doit être non pas de revenir à la situation d'avant-crise, mais de s'adapter à l'économie du futur. Nous avons tous constaté que certaines tendances comme la numérisation ont été radicalement accélérées par la crise. D'autres évolutions résultent spécifiquement de la pandémie, comme la contraction du secteur des croisières ou la restructuration du secteur de l'immobilier. Ces transformations doivent être prises en compte pour déterminer quelles entreprises seront viables à l'avenir. De plus, les responsables politiques qui croient en une politique industrielle s'attacheront à mettre en œuvre des mesures incitatives et dissuasives pour faire bouger l'économie dans la direction de leur choix. Nous pouvons déjà constater que le plan d'investissement massif pour la relance de l'Union européenne met particulièrement l'accent sur l'économie verte et l'économie numérique ;

- faire appel à l'expertise du secteur privé en cas de besoin. En règle générale, les investisseurs et les banquiers du secteur privé sont mieux placés pour juger quelles entreprises sont viables et lesquelles ne le sont pas. Cela constitue l'une de leurs compétences fondamentales. L'exercice de leur jugement n'est en outre pas soumis aux mêmes contraintes politiques. Par conséquent, les responsables politiques pourront juger utile de créer des partenariats publics-privés ou de mettre en place des mesures fiscales ou autres mesures incitatives pour favoriser la mise en œuvre d'actions visant à soutenir le secteur des entreprises.

Nous disposons de quatre panoplies d'instruments politiques pour contrer la crise de solvabilité des entreprises indiquées ci-après.

■ Favoriser les apports de fonds propres et quasi-fonds propres aux entreprises

En raison de la gravité et du caractère unique de la crise, de nombreuses entreprises présenteront des modèles économiques viables, mais des bilans fragiles et une dette élevée. Les apports de fonds propres ou quasi-fonds propres permettront de corriger ces déséquilibres et de réduire considérablement les risques pour le secteur et l'économie dans son ensemble. Les grandes entreprises des économies développées ont actuellement la possibilité de lever des fonds sur les marchés de capitaux, mais les PME ont, quant à elles, bien plus de mal à se procurer des fonds. Les gouvernements peuvent injecter directement des fonds, notamment des quasi-fonds propres, sous la forme, par exemple, d'actions privilégiées participantes à long terme. Mieux encore, les gouvernements peuvent, dans la mesure du possible, mettre en place des mesures incitatives pour amener le secteur privé à investir dans les PME et profiter d'une partie des bénéfices pour les contribuables qui soutiennent en fin de compte ces investissements.

■ Créer de meilleurs cadres pour la restructuration de la dette

De nombreuses entreprises ne vont malheureusement pas trouver les fonds supplémentaires dont elles ont besoin avant de se retrouver au bord de la faillite. Les procédures de faillite constituent un moyen de restructurer les bilans, mais elles présentent de nombreux inconvénients. De nombreuses juridictions privilégient la liquidation, partant essentiellement du principe qu'une entreprise qui se retrouve au tribunal pour faillite est une mauvaise entreprise et qu'elle doit être fermée ou liquidée. Cela ne concorde pas vraiment avec l'environnement actuel, car beaucoup d'entreprises présentent un bilan fragile, mais restent néanmoins solides. Le chapitre 11 de la loi sur les faillites des Etats-Unis semble mieux adapté à cette situation, mais il possède ses propres inconvénients.

La procédure reste relativement longue, complexe et coûteuse, et convient mieux aux grandes entreprises. Par ailleurs, les tribunaux risquent fort probablement de se retrouver submergés sous un important volume de procédures d'insolvabilité.

Certains pays seront capables de réagir rapidement pour adapter leurs procédures de faillite au contexte actuel. Singapour et le Royaume-Uni ont, par exemple, déjà procédé à d'importantes modifications. Néanmoins les lois sur les faillites sont tellement imbriquées dans les systèmes économiques et politiques et il y a tellement d'intérêts en jeu que toute tentative de modification peut se révéler très longue et très complexe.

Les gouvernements ont également la possibilité de mettre en place un cadre simplifié en s'appuyant sur le droit des contrats pour permettre aux débiteurs et aux créanciers de se mettre d'accord entre eux, rapidement et sans aller jusqu'au tribunal. Pour ce faire, les gouvernements devront probablement mettre en place des mesures fiscales ou autres mesures incitatives pour surmonter la propension des débiteurs et des créanciers à pinailler sur les modalités de la restructuration, mesures qui ne seront applicables que si les deux parties acceptent le cadre simplifié et parviennent rapidement à un accord.

■ Aider les banques à résoudre leurs problèmes de créances irrécouvrables

Certains pays risquent de découvrir que leur système bancaire croule sous un important volume de créances douteuses, ce qui peut constituer une menace pour la stabilité financière. Par ailleurs, toute mesure appropriée pour une banque en particulier pourrait se révéler néfaste pour l'économie dans son ensemble. Les banques pourraient être fortement tentées de se débarrasser rapidement de leurs créances irrécouvrables. Une vague de ventes en catastrophe au sein du système bancaire risquerait de précipiter les marchés des actifs dans une spirale baissière qui serait préjudi-

cialable à l'ensemble de l'économie. Les banques avec de faibles niveaux de fonds propres pourraient, quant à elles, tenter d'appliquer le dogme « *extend and pretend* » (qui consiste à étendre la maturité des dettes et à prétendre que les dettes seront remboursées un jour) ou de prendre d'autres mesures pour dissimuler l'ampleur de leurs problèmes, ce qui constitue une menace pour la stabilité financière et la confiance des marchés, étant donné que les analystes et les investisseurs seront contraints de deviner si les banques dissimulent leurs problèmes et l'ampleur de ces problèmes.

Lors des crises précédentes, plusieurs pays, incluant l'Espagne, l'Irlande et la Chine, ont créé des sociétés de défaisance pour absorber et restructurer les créances douteuses. La création de telles sociétés et toute autre piste visant à soulager les banques de leurs actifs toxiques doivent être étudiées et le sont d'ailleurs actuellement. Pourtant, à ce jour, peu de mesures ont été concrètement mises en œuvre.

■ Assumer certains risques sociétaux

Certains risques sont trop importants pour être absorbés par les marchés ou les institutions financières du secteur privé. Lorsque les dommages sociétaux potentiellement liés à ces risques sont trop élevés, alors il est logique que les gouvernements interviennent. Deux options semblent particulièrement pertinentes dans le contexte d'une pandémie et de la crise économique qui en découle. En premier lieu, plusieurs pays envisagent de mettre en place des régimes d'assurance qui incluraient le risque de pandémie pour offrir aux entreprises une couverture en cas d'interruption de leurs activités. Selon les scénarios les plus probables, les assureurs du secteur privé proposeraient et gèreraient cette couverture, tandis que les gouvernements fourniraient une réassurance pour couvrir une grande partie du risque au-delà d'un niveau de pertes que les assureurs privés pourraient absorber.

En second lieu, les gouvernements pourraient promouvoir l'investissement dans certaines entreprises

en particulier, notamment les PME qui présentent un bilan fragile, mais restent néanmoins viables, en garantissant aux investisseurs qu'ils ne pourront pas perdre plus qu'un certain pourcentage de l'ensemble de leurs investissements dans ces entreprises. L'argument étant que le secteur privé est mieux placé que le gouvernement pour déceler les gagnants et les perdants, mais que les investisseurs pourraient tout de même avoir besoin d'une protection dans l'éventualité où toutes les entreprises seraient perdantes à cause d'une profonde récession ou de confinements généralisés. En réduisant le risque à un niveau plus proche de celui que les investisseurs acceptent généralement de prendre, ces mesures pourraient débloquent des investissements viables qui n'auraient pas été envisagés autrement.

Elaborer des réponses politiques à la crise de solvabilité des entreprises

Il n'y a pas de réponse unique à la crise de solvabilité des entreprises à l'échelle internationale. Il existe trop de différences dans le monde entre les divers systèmes économiques et commerciaux, les structures administratives et gouvernementales ainsi que sur le plan des valeurs et des croyances et de l'ampleur du problème. De ce fait, les pouvoirs publics de chaque pays doivent proposer des réponses adaptées à leur situation tout en respectant certains principes universels ou quasi universels. Selon moi, les dix principes suivants permettront aux responsables politiques de faire les meilleurs choix ⁽¹⁾ :

- agir rapidement pour tenter de faire face à l'amplification de la crise de solvabilité des entreprises ;
- cibler précisément les aides publiques pour optimiser l'utilisation de ressources limitées ;
- s'adapter aux nouvelles réalités commerciales plutôt que de préserver le *statu quo* ;

- en règle générale, les forces du marché doivent être libres d'opérer, mais les gouvernements doivent intervenir pour pallier les défaillances du marché qui risquent d'engendrer des coûts importants pour la société ;
- lorsque c'est possible, l'expertise du secteur privé doit être mise à contribution pour optimiser la répartition des ressources ;
- trouver le juste équilibre entre les objectifs nationaux et les mesures de soutien aux entreprises ;
- minimiser les risques et maximiser les bénéfices potentiels pour les contribuables ;
- prendre en compte les questions d'aléa moral sans perdre de vue les objectifs prioritaires ;
- trouver le moment opportun pour la mise en œuvre et l'arrêt de chaque intervention ;
- anticiper toute retombée éventuelle sur le secteur financier pour préserver sa solidité et lui permettre de contribuer à la reprise.

Conclusion

Dans l'ensemble, les responsables politiques ont bien géré la première phase de la crise économique, y compris la crise de liquidité qui a frappé le secteur des entreprises dès les premiers temps. Toutefois, il est désormais essentiel que les dirigeants revoient leur stratégie pour faire face à la crise de solvabilité qui frappera le secteur des entreprises à moyen terme. Pour ce faire, ils doivent prendre des mesures plus ciblées, utiliser de nouveaux outils et adopter un horizon à moyen et long terme. Fort heureusement, tous les instruments politiques décrits dans cet article sont à leur disposition et une série de principes leur permettra d'en faire le meilleur usage. Les lecteurs qui souhaiteraient en savoir davantage trouveront une analyse plus approfondie dans l'article du G30 ainsi que dans diverses publications rédigées par mes soins et publiées sur le site Web d'Oliver Wyman.

Note

1. Ces principes sont issus de la version préliminaire d'un article à paraître sur les politiques de gestion de la crise de solvabilité des entreprises que j'ai co-écrit pour le G30.

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.

Le 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

■ 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.

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 États 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 supranationale, 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 (4). 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 intermédiactions 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.

LES DÉPENSES SOCIALES DANS LA CRISE DE LA COVID-19

François Ecalle

Président de Fipeco (1)

■ L'impact de la pandémie en cours sur les dépenses sociales est encore très incertain. A titre exploratoire, on peut avancer qu'il sera probablement limité sur les pensions de retraite, certainement très important sur les dépenses d'assurance maladie et peut-être seulement pour une grande part temporaire sur les allocations de chômage. S'agissant des autres prestations, il est encore trop tôt pour se prononcer.

■ SOCIAL SPENDING AND THE COVID-19 EPIDEMIC

The impact of the ongoing pandemic on social spending is still very uncertain. On an exploratory basis, it can be argued that it will probably be limited on retirement pensions, certainly very significant on health insurance expenditure and perhaps only to a large extent temporary on unemployment benefits. With regard to other benefits, it is still too early to say.

La pandémie et la crise économique mondiale qui a suivi pourraient avoir un impact important sur les prestations sociales, en France comme dans les autres pays, mais il est encore incertain. Il s'agit seulement ici d'alimenter les réflexions. Achievé le 30 septembre 2020, cet article s'appuie notamment sur des « points de situation » mis en ligne par le Conseil d'orientation des retraites (COR) le 11 juin et par l'Unédic le 10 juillet ainsi que sur le rapport de la commission des comptes de la Sécurité sociale du 28 septembre et sur le dossier de presse du projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2021 publié le 29 septembre 2020. Les chiffres cités doivent évidemment être considérés comme de simples ordres de grandeur.

Un impact probablement limité sur les pensions de retraite

Alégislation inchangée (donc sans mise en place du système universel de retraite), l'évolution de la masse des pensions de retraite dépend surtout du nombre de retraités, de l'inflation ainsi que des salaires de référence et des taux de remplacement retenus pour liquider la pension des nouveaux retraités.

■ Le nombre de retraités

L'épidémie a manifestement beaucoup touché les personnes âgées, mais son impact réel sur la mortalité reste mal connu. Si les décès à l'hôpital sont plutôt bien mesurés, ceux qui ont eu lieu dans les établissements médico-sociaux et les maisons de retraite le sont moins bien et les décès à domicile dus au coronavirus ne sont pas enregistrés.

La meilleure approche pour mesurer l'impact de la pandémie est celle de l'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee), qui a estimé statistiquement la surmortalité due à la Covid-19 par l'écart entre les décès constatés en 2020 et ceux constatés en moyenne au cours des mêmes semaines des années précédentes (2). Sur la base de la surmortalité ainsi estimée par l'Insee le 25 mai dernier (26 800 décès en plus), le COR a calculé que le pourcentage de retraités « disparus » du stock en 2020 est de l'ordre de 0,14 %. Comme ces retraités seraient décédés dans les prochaines années (statistiquement), ce taux diminuerait progressivement pour être seulement de 0,03 % en 2035.

Le 18 septembre, l'Insee n'observait aucune surmortalité en France entre le 1^{er} mai et le 7 septembre par rapport à 2019 et une « surmortalité minimale » par rapport à 2018 (+1,0 %). Il notait en outre une baisse de la mortalité dans les tranches d'âge 50-64 ans (-3 %) et plus de 75 ans (-1 %) et une hausse pour la tranche 64 à 75 ans (+3 %) entre le 1^{er} mai et le 24 août. Même en cas de deuxième vague aussi meurtrière que la première et même si le report de certains soins entraîne une hausse de la mortalité dans les prochaines années, le pourcentage de retraités « disparus » devrait rester statistiquement très faible au regard des incertitudes habituelles relatives aux prévisions de dépenses des régimes de retraite, en 2020-2021 et a fortiori au cours des années suivantes.

■ Le montant des pensions

Le montant des retraites versées chaque année dépend aussi de l'inflation, sur laquelle elles sont

indexées dans les régimes de base. Les économistes sont partagés sur l'impact de la crise actuelle sur l'inflation mais, en tout état de cause, elle joue assez symétriquement sur les prestations et les cotisations et n'a que peu d'effet sur l'équilibre financier des régimes.

En revanche, la crise économique aura un impact sur les pensions à travers les salaires de référence et le taux de remplacement des nouveaux retraités, ce dernier pouvant baisser du fait d'une diminution des durées de cotisation validées. Selon le COR, l'impact de la diminution des salaires de référence devrait être nettement plus important que celui de la réduction des durées validées car les périodes de chômage indemnisé donnent souvent lieu à validation de trimestres de cotisation par le Fonds de solidarité vieillesse (FSV).

Au total, dans un scénario de « retour du PIB à la normale » en 2030 (3), la pension moyenne en euros pourrait être inférieure de 0,8 % en 2025 et de 0,5 % en 2040 à son montant dans le scénario central d'avant-crise. Le montant total des pensions, en euros comme en pourcentage du PIB, pourrait ainsi être à partir de 2030 légèrement inférieur à celui de ce scénario de référence, mais l'écart est dans l'épaisseur du trait compte tenu des incertitudes inhérentes à un tel exercice.

■ L'équilibre financier des régimes

Comme les cotisations suivent à peu près l'évolution du PIB à législation constante, les régimes de retraite subiraient d'abord un choc financier temporaire résultant de la baisse des cotisations sur la période 2020-2025, l'effet de la crise sur les pensions étant plus faible. Ensuite, au-delà de 2030, la baisse des pensions en pourcentage du PIB améliorerait les comptes des régimes.

Il s'agit donc d'un choc temporaire qui appelle des mesures de financement temporaires comme la mobilisation des réserves du Fonds de réserve des retraites (30 Md€ au 30 juin 2020) et des régimes complémentaires (60 Md€ pour l'Agirc-Arrco).

Dans un scénario, moins probable mais également présenté par le COR, où la perte de PIB de 2020 (-11 %) n'est pas rattrapée mais où la croissance du PIB au-delà de 2021 est la même que dans les prévisions d'avant la crise, le montant des dépenses de retraite en euros serait de plus en plus faible par rapport au montant prévu avant la crise, parce que les salaires de référence resteraient durablement inférieurs. En pourcentage du PIB, les dépenses seraient néanmoins beaucoup plus élevées que dans le scénario de référence (1 à 2 points de PIB de plus), parce que le PIB serait encore plus faible, alors que les cotisations sont constantes à législation inchangée.

Dans ce cas, les dépenses resteraient durablement supérieures aux recettes et le choc financier serait structurel, ce qui appellerait un jour où l'autre des mesures de redressement, comme l'augmentation du nombre de trimestres requis pour obtenir le taux plein. Une telle mesure ne doit certes pas être mise en œuvre en temps de crise, mais elle a l'avantage à moyen terme d'accroître le PIB potentiel et donc la masse des cotisations.

Un impact sûrement important sur les dépenses d'assurance maladie

■ L'impact en 2020

Dans son rapport de septembre 2020, la commission des comptes de la Sécurité sociale estime à 10,2 Md€ le dépassement de l'objectif national des dépenses d'assurance maladie (Ondam) inscrit dans la loi de financement de la Sécurité sociale pour 2020. La croissance des dépenses relevant de l'Ondam serait ainsi de 7,6 %, le plus fort taux enregistré depuis la mise en place de cet outil de gestion en 1997. Le montant du dépassement qui sera finalement constaté sera certainement très différent, mais il est intéressant de voir comment la commission a obtenu ce chiffre de 10 Md€. Il correspond à la somme algébrique de :

- une dotation supplémentaire de 4,8 Md€ à l'établissement public Santé publique France, principalement pour acheter des masques et des matériels médicaux d'urgence ;
- des remboursements supplémentaires aux établissements sanitaires et médicaux sociaux à hauteur de 4,7 Md€ pour financer des primes et des indemnités pour heures supplémentaires au personnel (2,3 Md€), des tests de diagnostic, des achats de matériel, des coûts de réorganisation des services, etc. (2,4 Md€) ;
- une hausse des indemnités journalières de 2,0 Md€, due aux arrêts de travail pour raison de santé mais aussi aux nouvelles indemnités versées aux personnes en incapacité de travailler du fait du confinement (absence de solution pour garder les enfants dans le cas d'activités impossibles à exercer en télétravail, par exemple) ;
- une augmentation à hauteur de 0,5 Md€ de diverses dépenses (prise en charge à 100 % de certaines consultations à distance, prise en charge de certains frais de distribution des masques ou des tests... et annulation de certaines économies prévues dans le cadre de la loi de financement de la Sécurité sociale pour 2020 comme la baisse du prix de certains médicaments) ;
- un coût de 1,5 Md€ pour les tests diagnostiques effectués dans les laboratoires de biologie médicale en ville ;
- une aide de 1,4 Md€ versée aux professionnels libéraux de santé pour couvrir une partie de leurs frais fixes en cas de baisse significative de leur activité, qui se substitue pour ces personnes aux aides apportées aux travailleurs indépendants par le fonds de solidarité ;
- une diminution de 4,9 Md€ des remboursements de soins de ville, l'assurance maladie ayant observé, par exemple, un quasi-arrêt de l'activité des masseurs-kinésithérapeutes, des chirurgiens-dentistes ou des orthophonistes pendant le confinement, ainsi que des dépenses en faveur des établissements de santé non touchés par la pandémie.

■ L'impact au-delà de 2020

Dans un rapport annexé au projet de loi de financement de la Sécurité sociale (PLFSS) pour 2020, le gouvernement prévoyait de fixer l'Ondam à 211 Md€ en 2021.

En supposant une normalisation de la situation sanitaire avant la fin de 2020, le PLFSS pour 2021 suppose que les dépenses supplémentaires dues à la pandémie reviendront à 4 Md€, ce qui correspond à une « provision » pour achat de tests, vaccins, masques... On peut penser qu'il y aura aussi un phénomène de rattrapage en 2021 des remboursements de soins de ville liés aux consultations et aux actes reportés mais il ne semble pas que le PLFSS en tienne compte.

Les décisions prises dans le cadre du « Ségur de la santé » représenteront 10 Md€, si bien que l'Ondam devrait être fixé à 225 Md€, soit une croissance de 4,1 % par rapport à 2020 (216 Md€) et 6,6 % de plus que le montant prévu pour 2021 en septembre 2019 (211 Md€).

Le gouvernement s'est notamment engagé, dans le cadre du Ségur de la santé, à sensiblement revaloriser les rémunérations des personnels, soignants ou non, des hôpitaux et des établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (Ehpad), en y consacrant 9 Md€ par an (primes et modifications des grilles salariales). Des primes doivent être déjà versées en 2020 pour 1 Md€ et sont intégrées dans les surcoûts indiqués plus haut. Le coût de ces mesures salariales sera de 7 Md€ en 2021 et le coût de 9 Md€ en régime permanent sera atteint en 2023.

Il est également prévu 6 Md€ d'investissements supplémentaires dans le système de santé (hôpitaux et Ehpad). Les conclusions du Ségur de la santé et le dossier de presse du PLFSS pour 2021 mentionnent un montant de 19 Md€, mais il comprend 13 Md€ de reprise de dettes des hôpitaux par l'Etat ou la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades), ce qui améliorera leur situation financière mais ne se

traduira pas forcément par autant d'investissements supplémentaires.

Il est probable que, dans une certaine mesure, il ne s'agisse pas de projets d'investissement réellement nouveaux mais de projets déjà engagés et qui pourraient être seulement accélérés. En effet, ces investissements s'inscrivent dans un plan qui a notamment pour objectif de relancer rapidement (en 2021 et 2022) l'activité économique. Or des projets d'investissement réellement nouveaux mettraient de nombreuses années avant que les premiers bons de commande soient envoyés aux entreprises.

On peut néanmoins penser que les investissements hospitaliers augmenteront significativement dans les prochaines années, ce qui entraînera ensuite de nouvelles dépenses de fonctionnement, notamment parce qu'il faudra augmenter les effectifs (15 000 recrutements supplémentaires sont déjà prévus dans les hôpitaux publics). Il ne suffit en effet pas d'installer des lits ; encore faut-il des personnels soignants et non soignants pour qu'ils soient opérationnels.

Des économies sont techniquement possibles et nécessaires dans le système de santé. Dans les hôpitaux, de nombreuses études montrent, par exemple, que le pourcentage d'actes médicaux inutiles est très important (sans doute supérieur à 20 %). Les comparaisons internationales mettent en évidence une proportion plus élevée que dans les autres pays de personnels administratifs. Il n'est cependant pas question d'économies dans le Ségur de la santé et, dans le contexte politique et social français actuel, il est probable qu'elles ne seront pas mises à l'ordre du jour avant longtemps.

Or on ne peut pas compter seulement sur la croissance et la persistance de taux d'intérêt faibles sur une durée infinie pour assurer la soutenabilité des finances publiques. Un jour ou l'autre, il faudra réduire les déficits publics, y compris celui de l'assurance maladie, et une hausse des prélèvements obligatoires n'est pas souhaitable en France car ils sont déjà les plus élevés de l'OCDE.

Il faudra donc réduire des dépenses de remboursement de l'assurance maladie alors qu'il sera politiquement très difficile de réaliser des économies sur les dépenses de santé. La seule solution est alors de réduire les taux de remboursement (le reste à charge des ménages est en France le plus faible de l'Union européenne), mais à condition de ne pas laisser à la charge des ménages modestes des montants incompatibles avec leurs revenus. C'est techniquement possible en instaurant un « bouclier sanitaire » garantissant que le reste à charge annuel ne dépasse pas un certain pourcentage du revenu de chaque ménage ⁽⁴⁾.

Un impact peut-être seulement temporaire sur les indemnités de chômage

Selon l'Unédic, les dépenses d'indemnisation du chômage, au sens strict, augmenteraient de 7,3 Md€ en 2020, soit de plus de 20 %, du fait surtout des non-renouvellements de contrats de travail de courte durée. En outre, l'Unédic financerait à hauteur de 10,1 Md€ l'indemnisation du chômage partiel. Comme l'Etat en prend les deux tiers à sa charge, le coût de ce dispositif serait de plus de 30 Md€.

L'augmentation des dépenses d'indemnisation du chômage (y compris partiel) serait donc de plus de 37 Md€ en 2020, soit plus que le montant des allocations versées en 2019 (35 Md€).

Il est fort probable que le dispositif d'indemnisation de l'activité partielle soit prolongé jusqu'à la fin de 2021, avec des taux de remplacement pour les salariés et des taux de remboursement par l'Etat aux entreprises plus faibles qu'en 2020 et éventuellement variables selon les secteurs. Il est néanmoins très difficile d'estimer les dépenses qui en résulteront en 2021. Au-delà de 2021, on peut supposer que l'indemnisation de l'activité partielle redevienne résiduelle, comme avant 2020, et que seules subsisteront les allocations « classiques » de chômage.

Celles-ci augmenteront certainement beaucoup en 2021, car les plans sociaux seront sans doute très nombreux et importants. Les jeunes trouveront difficilement un travail mais ils sont relativement peu souvent indemnisés. Le maintien ou non des réformes engagées avant la crise aurait un impact limité (moins de 0,5 Md€ par an) au regard des incertitudes relatives à l'évolution du chômage.

A partir de 2022, tout dépendra de l'activité économique et de l'évolution de l'emploi et du chômage. Dans un scénario où l'activité et l'emploi retrouvent, plus ou moins vite, le niveau puis la croissance qu'ils auraient eus si la crise n'avait pas eu lieu, l'impact de l'épidémie sur les dépenses d'indemnisation du chômage est seulement temporaire. Dans un scénario où l'emploi retrouve le niveau et la croissance qu'il aurait eus sans crise mais où ce n'est pas le cas du PIB parce que les gains de productivité sont plus faibles, les salaires sont durablement plus faibles, ce qui se traduit à la fois par moins de cotisations et moins de dépenses d'indemnisation.

Celles-ci seront durablement plus élevées si le chômage structurel est plus élevé après la crise, mais on peut espérer que son augmentation sera limitée et qu'il restera dans le même intervalle qu'au cours des trente dernières années (7 à 10 %). Dans ces conditions, il restera un surplus de dépenses d'indemnisation par rapport à ce qui se serait passé sans la crise mais ce surplus sera relativement faible au regard des dépenses supplémentaires de 2020.

La situation financière de l'assurance chômage en 2020 sera affectée non seulement par la hausse de ses dépenses mais aussi par la baisse de ses recettes. Dans son point de situation de juillet dernier, l'Unédic prévoyait un déficit de 26 Md€ en 2020 et une augmentation de son endettement du même ordre, ce qui le porterait à 63 Md€ à la fin de l'année.

Etant donné que ce choc financier est indépendant de la gestion de l'assurance chômage par les partenaires sociaux et qu'il est probablement pour une large part temporaire, il serait normal que l'Etat reprenne la dette correspondante.

Un impact indéterminé sur les minima sociaux et les allocations familiales et de logement

La commission des comptes de la Sécurité sociale ne met pas en évidence un impact significatif de la crise sur les dépenses de la branche famille de la Sécurité sociale en 2020 à réglementation constante. Elle note seulement que les aides à la garde d'enfants ont diminué pendant la période de confinement et que, en sens inverse, les caisses d'allocations familiales ont accru leurs dépenses d'aide sociale de secours aux plus démunis. Le gouvernement a toutefois décidé une majoration exceptionnelle de l'allocation de rentrée scolaire qui relève de 0,5 Md€ les dépenses de la branche famille.

La crise n'a sans doute pas plus affecté en 2020 les dépenses relatives aux allocations de logement, financées désormais par l'Etat, et aux minima sociaux, financés par l'Etat et les collectivités territoriales. La réforme visant à prendre en compte les revenus les plus récents pour accorder les allocations de logement (dite « APL en temps réel ») a été repoussée.

En 2021, les prestations seront revalorisées de seulement 0,1 %, sur la base d'une inflation en 2020 inférieure à ce qui était prévu avant la crise. Le non-renouvellement de la majoration de l'allocation de rentrée scolaire réduira les dépenses de la branche famille mais le retour des gardes d'enfants à une situa-

tion normale les accroîtra. Le nombre de bénéficiaires des prestations augmentera car les revenus de plusieurs catégories de personnes auront diminué et seront passés au-dessous des plafonds : les salariés en contrat court, les travailleurs indépendants, les primo-demandeurs d'emploi qui ne trouveront pas de travail... La commission des comptes de la Sécurité sociale table néanmoins sur une stabilité des dépenses de la branche famille.

Au total, et sous réserve des informations qui figureront dans les annexes non encore publiées au projet de loi de finances concernant les prestations financées par l'Etat, il est surtout encore très difficile d'estimer l'impact de la crise sur les prestations familiales, les allocations de logement et les minima sociaux.

Notes

1. *Finances publiques et économie.*
2. *En veillant à ce que cet écart ne soit pas dû à d'autres facteurs identifiables comme la répartition par âge de la population ou les épisodes de canicule.*
3. *C'est-à-dire de retour en 2030 du PIB au niveau prévu avant la crise dans le scénario de base du COR puis de croissance du PIB égale à celle de ce scénario (1,3 % par an) au-delà de 2030.*
4. *Voir par exemple la note de François Ecalle intitulé « Pourquoi faut-il mettre en place un bouclier sanitaire ? » sur le site www.fipeco.fr*

4.

Macroéconomie et défi climatique

■ Christian de Boissieu

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

■ Rémy Rioux, Alexis Bonnel, Hélène Djoufelkit et Cécile Valadier

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

■ Patrice Geoffron et Jean-Marie Chevalier

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

■ Sylvie Goulard

Cassandra, le climat et la Covid-19

■ Bertrand Badré

Le développement durable après la crise de la Covid-19

■ Philippe Chalmin

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

■ Ambroise Fayolle

Covid-19, la BEI accélère sa transformation en banque européenne du climat

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 visio-conférences, 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 ⁽¹⁾ :

- 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.

LA CRISE DE LA COVID-19 DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT : QUELLES CONSÉQUENCES ET QUELLES PERSPECTIVES ?

Rémy Rioux

Directeur général, Agence française de développement (AFD)

Alexis Bonnel

Conseiller prospective, climat et développement durable, AFD

Hélène Djoufelkit

Directrice, Département diagnostic économique et politique publique, AFD

Cécile Valadier

Directrice adjointe, Département diagnostic économique et politique publique, AFD

■ Alors que la crise financière internationale de 2008 avait relativement épargné les pays émergents et en développement (PED), la crise liée à la Covid-19 les a touchés de plein fouet, provoquant des récessions inédites dans toutes les régions du monde. L'effondrement du commerce et de l'investissement, des cours des matières premières, et le tarissement des sources de financement externes sont les principaux canaux de transmission de cette crise aux PED. Les pays et les populations vulnérables paieront vraisemblablement le plus lourd tribut à cette crise économique, remettant les enjeux sociaux au premier plan. Alors que la contrainte budgétaire limite les capacités de relance de nombreux PED, les banques publiques de développement peuvent contribuer à relever le défi d'une sortie de crise durable et résiliente.

■ THE COVID-19 CRISIS IN EMERGING AND DEVELOPING COUNTRIES: IMPACTS AND PROSPECTS

Unlike in 2008 during the global financial crisis, emerging and developing countries have been hit hard by the Covid-19 crisis. Each region of the developing world will be in recession in 2020, which is unprecedented historically. The collapse of international trade, investment and commodity prices along with the sudden stop in capital flows are the main channels through which emerging and developing countries will be impacted. Vulnerable countries and people are likely to suffer the most from the economic crisis, putting social stakes front and center. As emerging and developing countries' financing constraints are painfully binding, public development banks are in a position to help rise to the challenge of building back better.

Les effets de la crise de la Covid-19

A la différence d'autres crises majeures, la crise liée à la Covid-19 a touché simultanément l'ensemble des pays émergents et développés en un temps réduit. Sur le plan sanitaire, d'abord. Un mois et demi seulement s'écoule entre la déclaration de l'Organisation mondiale de la santé (OMS) caractérisant l'épidémie d'urgence de santé publique internationale et la première vague de confinements en dehors de Chine. Mais aussi sur le plan économique. Contrairement à la crise financière internationale de 2008, c'est l'économie réelle qui a été touchée en premier lieu avec la détérioration, pour une part irréversible, des capacités de production et de consommation dans de nombreux pays.

Dans ce contexte, le Fonds monétaire international (FMI) table – selon ses prévisions d'octobre 2020 – sur une contraction de 3,3 % de l'activité des pays émergents et en développement (PED) en 2020. En comparaison, les PED avaient réussi à maintenir une croissance positive en 2009, à hauteur de 2,8 % en moyenne. Toutes les régions du monde émergent et en développement devraient être en récession en 2020, y compris l'Asie, moteur de la croissance mondiale sur la dernière décennie. L'Amérique latine serait le continent le plus durement touché (-8,1 % de croissance), tandis que l'Afrique et l'Asie connaîtront des récessions de moindre ampleur (-3 % et -1,7 % respectivement), mais inédites sur les trente dernières années. Dans les pays à faible revenu, relativement moins exposés aux chaînes de valeur mondiales en dehors des prix des matières premières, la récession devrait être plus limitée (1,2 %), mais avec des impacts significatifs sur le niveau de vie des populations.

Par ailleurs, de fortes incertitudes pèsent sur la vigueur de la reprise possible en 2021, prévue par le FMI à 6 % pour l'ensemble des PED. Cette reprise, tributaire d'une normalisation de la situation sanitaire, ne permettra sans doute pas de retrouver le niveau d'activité observé en 2019 avant au moins la fin

de 2021. De plus, la crise actuelle devrait également avoir un effet durable sur la croissance potentielle de ces pays, remettant en question leurs trajectoires de développement.

Cette crise de l'économie réelle dans les pays émergents et en développement s'explique par des canaux de transmission multiples. L'effondrement du commerce international – qui pourrait se contracter de plus de 13 % en 2020 selon l'Organisation mondiale du commerce (OMC) – et du tourisme devrait peser sur les recettes d'exportation des PED et donc sur leur capacité à générer des devises via leur système productif. La baisse de la demande interne devrait néanmoins entraîner une compression des importations dans de nombreux pays, atténuant l'impact sur le déficit commercial, mais avec des conséquences récessives sur la croissance et l'emploi.

La détérioration rapide des perspectives de croissance mondiale a, en outre, entraîné une forte baisse des cours de la plupart des matières premières (hormis celui de l'or) entre février et avril, pénalisant fortement les pays exportateurs. En particulier, le cours du Brent est tombé à 20 dollars le baril en avril 2020 – la baisse de la demande étant aggravée par le choc d'offre résultant des désaccords entre les membres de l'Opep+ sur la réduction des volumes de production –, avant de remonter autour des 40 dollars le baril en moyenne, soit un niveau moyen bien inférieur à celui du début de 2020 (autour de 65 dollars le baril). Les matières premières agricoles ont été moins affectées, même si la mise en place annoncée de restrictions à l'exportation pour certaines denrées pourrait avoir un impact sur la sécurité alimentaire de plusieurs pays en développement, très dépendants des importations de biens alimentaires. Contrairement à 2009, les mesures de relance budgétaire prises par la Chine, de moindre ampleur et ciblées sur des secteurs différents, ne permettent pas d'espérer un effet d'entraînement sur les économies émergentes et en développement exportatrices de matières premières.

La forte baisse attendue des transferts de migrants en provenance des économies avancées pourrait éga-

lement dégrader le solde du compte courant de la balance des paiements de nombreux pays. Une étude de la Banque mondiale estime que ces transferts devraient chuter de -20 % en moyenne par rapport à 2019 pour les pays à revenu intermédiaire, les économies en développement d'Europe et d'Asie centrale (-27,5 %), d'Afrique subsaharienne (-23,1 %) et d'Asie du Sud (-22,1 %) étant susceptibles d'être les plus durement touchées.

Cette crise sanitaire, doublée presque instantanément d'une crise économique, replace la question sociale au cœur des préoccupations, alors que de multiples indicateurs soulignent que le plus lourd tribut sera payé par les plus vulnérables.

C'est ce que révèlent les postes d'observation internationaux. Selon le Programme des Nations unies pour le développement (Pnud), l'indice de développement humain dans le monde – qui mesure conjointement le niveau d'éducation, le niveau de santé et le niveau de vie – est en passe de baisser en 2020 dans la plupart des pays et des régions du monde. Il s'agit d'une première depuis que le concept a été mis au point en 1990. Dans de nombreux pays, le choc de la crise devrait détériorer simultanément les trois composantes de l'indice : baisse du revenu en lien avec la contraction de l'activité économique ; décès directs dus à l'épidémie et hausse des décès infantiles de maladies évitables ; enfin la fermeture des écoles et le manque d'accès à Internet sont susceptibles de porter le taux effectif de déscolarisation à des niveaux jamais atteints au niveau mondial depuis les années 1980.

La Banque mondiale a également revu à la hausse son estimation de l'impact du coronavirus sur la pauvreté dans le monde. Après avoir diminué de manière continue depuis vingt ans, la proportion de la population mondiale vivant dans l'extrême pauvreté (au seuil de 1,90 dollar par jour) devrait augmenter à nouveau en 2020 à plus de 9 % (contre une baisse attendue avant la crise à 7,9 %). Selon le scénario retenu, entre 88 et 115 millions de personnes basculeraient ainsi dans l'extrême pauvreté en 2020.

Ce nombre pourrait atteindre 150 millions à l'horizon 2021, soit 1,4 % de la population mondiale. Selon des projections réalisées par la Commission économique des Nations unies pour l'Afrique (CEA), la pandémie de la Covid-19 pourrait pousser 29 millions d'Africains dans l'extrême pauvreté. En Côte d'Ivoire, sept millions de personnes sont déjà passées sous le seuil de pauvreté selon l'Institut national de la statistique ivoirien et le Pnud. L'Asie du Sud, et l'Inde en particulier, devrait enregistrer la plus forte hausse du nombre de pauvres à la suite de la pandémie. Dans les sociétés et les Etats vulnérables aux crises et aux conflits, la pandémie pourrait également entraîner une fragilisation accrue des institutions. La crise sanitaire de la Covid-19 va s'ajouter à des crises déjà existantes dans des pays déjà victimes de conflits et affaiblir un peu plus la souveraineté des Etats.

Parce qu'elles sont moins résilientes aux chocs, la crise sanitaire de la Covid-19 semble avoir un impact socioéconomique plus fort sur les populations les plus vulnérables, aggravant ainsi les inégalités entre et au sein des pays, en termes d'emplois, de revenus, d'éducation et de santé, y compris dans une dimension territoriale. Les femmes sont particulièrement exposées, nombreuses dans l'emploi à domicile, le travail domestique et le commerce de rue, et souvent pourvoyeuses de revenus et de sécurité alimentaire pour des personnes dépendantes. En outre, selon une étude de l'OMS (1), conduite en 2019 auprès de 104 pays, 70 % des emplois dans le « *care* » étaient occupés par des femmes. Le confinement a par ailleurs aggravé à leur endroit les violences conjugales.

Ces tendances sont corroborées par l'éclairage local du réseau de l'Agence française de développement (AFD) qui souligne cependant la résilience de l'Afrique. Le secteur informel et les PME-TPE ont été immédiatement touchés par les mesures de confinement dont l'impact économique est équivalent, voire supérieur, à celui des chocs sécuritaires tels qu'on les observe au Sahel ou au Moyen-Orient. L'emploi formel et informel traverse ainsi déjà une crise sans précédent avec des conséquences sociales majeures dans des pays déjà marqués par un fort

taux de chômage, en particulier en Afrique, au Moyen-Orient et en Asie du Sud. C'est ce qui contribue à expliquer l'augmentation, immédiatement perceptible, du nombre de personnes en situation de grande pauvreté.

Les classes moyennes, qui émergeaient difficilement, sont, elles aussi, menacées et voient leur situation se dégrader rapidement. Cette dégradation a des conséquences majeures sur les équilibres économiques, sociaux et environnementaux des pays concernés, tout particulièrement dans les pays à revenu intermédiaire, sur le pourtour méditerranéen, en Afrique australe et en Amérique latine. La fragilisation se propage aux diasporas de ces pays dans le monde entier avec pour conséquence une forte baisse des transferts de fonds des migrants vers leurs pays d'origine, notamment en Afrique du Nord.

Dès lors, la riposte sanitaire a été accompagnée de mesures sociales parfois exceptionnelles. Destinées à compenser les pertes de revenus associées au confinement, les gouvernements ont le plus souvent dû recourir à des mesures *ad hoc* du fait de la faiblesse des systèmes de protection sociale et de soutien aux PME. C'est le sens de la suspension du paiement des factures de services essentiels tels que l'eau et l'électricité à laquelle les pouvoirs publics ont eu recours. La crise a aussi été l'occasion d'accélérer la mise en place de dispositifs de transferts aux plus pauvres dans certains pays – au Maroc, en Tunisie et au Brésil, par exemple –, y compris dans le secteur informel, ouvrant une réflexion sur l'évolution et la soutenabilité des mécanismes de protection des populations qui seront durablement touchés.

Sur le continent africain, l'expérience d'autres épidémies – notamment celle d'Ebola – a pu favoriser la réactivité des gouvernements et des communautés qui s'est aussi confirmée sur le plan social et économique. L'importance de l'agriculture dans l'emploi et la part élevée de la population vivant en zone rurale ont probablement constitué un autre facteur de résilience. En effet, la crise frappe davantage les ménages urbains que ruraux. En Côte d'Ivoire, par exemple, plus de 72 % des chefs de ménage en chômage tech-

nique du fait de la Covid-19 résident à Abidjan, contre seulement 28 % à l'intérieur du pays. Les systèmes de solidarité informels – familiaux ou communautaires – ont pu, dans une certaine mesure, compenser la fragilité des systèmes de protection sociale.

Enfin, le numérique s'est révélé être un facteur premier de cette résilience sociale pour l'accès aux services de base, stimulant l'innovation qui s'avère très dynamique en cette période de crise (par exemple, les plateformes de télémédecine Kiosque Octopus en Guinée et Coronalat.org en Equateur et en Colombie, concours Tech4Islands pour le rebond des « îles d'après » en Polynésie, etc.). A l'inverse, la crise a révélé la fracture numérique touchant les plus vulnérables et accentuant encore leur difficulté à accéder aux services essentiels et aux amortisseurs de la crise mis en place (éducation à distance, *mobile money*, e-services, etc.).

Cette crise pose avec force l'équation du financement d'une relance durable dans un contexte budgétaire contraint alors que les besoins de financement augmentent.

Les marges de manœuvre des Etats apparaissent très variables. Si certains – en Asie, pour partie en Amérique latine et dans quelques cas en Afrique – ont pu mobiliser leurs capacités intrinsèques, d'autres – les pays pauvres prioritaires en premier lieu – n'ont quasiment aucune marge de manœuvre du fait d'une absence d'espace budgétaire. Dans nombre de pays, cela préfigure une accélération du questionnement sur le rapport à l'Etat par les sociétés civiles et les entreprises et de potentiels troubles sociaux majeurs en réaction à la gestion de la crise ou à ses conséquences intrinsèques.

On en voit les prémices en Afrique et en Amérique latine. Cela s'accompagne de premiers signaux de mise en place ou d'accélération de schémas de gouvernance autoritaires ou préfigurant de potentiels modèles de relance non durable, sacrifiant les exigences sociales et environnementales au profit d'une relance économique rapide.

La contrainte budgétaire et le poids de la dette publique limitent les capacités de relance de nombreux PED et la réponse budgétaire à la crise, contenue à ce stade, est sans commune mesure avec celle observée dans les pays avancés. Pour répondre à la hausse des dépenses de santé et de soutien à l'activité économique et aux populations les plus fragiles, de nombreux pays n'ont pas d'autre choix que de couper dans d'autres dépenses, à enveloppe constante. La baisse des recettes fiscales, du fait du ralentissement attendu de l'activité, contribuera également au creusement des déficits budgétaires. La politique monétaire dispose de plus de marges de manœuvre du fait de la pression désinflationniste exercée par la baisse de la demande, mais la réduction du différentiel des taux d'intérêt réels avec les Etats-Unis est susceptible d'accélérer les sorties de capitaux et la dépréciation de la monnaie locale dans les pays dépendants des flux de capitaux. Conséquence de cette moindre capacité d'action, l'impact de la crise pourrait être plus marqué et plus durable dans les PED que dans les économies avancées.

Enfin, le besoin de financement externe (BFE) des PED devrait augmenter en 2020, voire au-delà. La couverture du BFE est traditionnellement assurée par trois canaux, susceptibles d'être négativement affectés par la crise actuelle : les flux entrants d'investissements directs à l'étranger (IDE) et/ou d'investissements de portefeuille, l'endettement et l'utilisation des réserves de change. Dans son rapport sur l'investissement dans le monde, la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (Cnuced) anticipe une baisse moyenne des IDE au niveau mondial de près de 40 % en 2020-2021 par rapport à 2019. Le resserrement des conditions de financement externe des PED matérialisé par 1. le niveau toujours élevé, voire prohibitif pour certains pays, des *spreads* par rapport au début de 2020 et 2. la lente reprise des flux de capitaux après des sorties records (90 Md\$) souligne l'importance que revêt le soutien financier des bailleurs officiels et des institutions financières internationales pour de nombreux pays. Le moratoire du G20 sur les échéances de remboursement de dette souveraine (et son extension à juin 2021) contribue à

libérer de l'espace budgétaire pour les pays les plus fragiles, même si les volumes annoncés pourraient s'avérer insuffisants au vu de l'ampleur des besoins (autour de 5 Md\$ pour la première phase du moratoire). Enfin, du fait des sorties de capitaux et de la baisse de la demande externe, des tensions sur la liquidité en dollars de nombreux pays émergents se sont matérialisées par des baisses conséquentes de leurs réserves en devises en mars/avril 2020, qui pourraient mettre en difficulté les pays les plus fragiles.

Les banques publiques de développement : un atout post-Covid

Aux enjeux sociaux et aux contraintes financières s'ajoute le défi d'une relance durable que les banques publiques de développement (BPD) peuvent contribuer à relever. Du fait des contraintes budgétaires et d'une capacité d'accès à l'emprunt souvent limitée, la mobilisation des gouvernements et des banques centrales dans les PED, dans ces circonstances inédites, est restée de moindre ampleur que celle des économies avancées. D'après le FMI, le déficit budgétaire des économies avancées se creuserait en moyenne à 14,4 % du PIB en 2020, celui des économies émergentes s'établirait à 10,7 % du PIB, tandis que celui des pays à faible revenu n'atteindrait que 6,2 % du PIB. Or les mesures de soutien à l'économie, à destination des entreprises et des travailleurs, sont essentielles pour limiter les effets de la crise.

Les réponses principalement nationales illustrent la faible capacité des organisations régionales pour répondre à ce type de crise et la nécessité d'accompagner le renforcement de certains acteurs transnationaux. En revanche, le rôle des banques de développement nationales et régionales s'annonce décisif dans l'intensité et la nature des politiques qui seront conduites dans les pays dans lesquels elles agissent. Cela est d'ores et déjà observable par leurs réactions à court terme avec, par exemple, l'initiative Patimfa d'Afreximbank

en Afrique ou des banques régionales latino-américaines ou asiatiques et leur implication dans la réflexion sur les processus de relance à moyen terme et long terme.

La priorité d'un redémarrage rapide de l'économie a ouvert le débat sur la nature et la qualité de ce redémarrage. S'agit-il de retrouver le plus rapidement possible la situation d'avant ou au contraire d'accompagner la transition des économies vers le monde d'après ? L'investissement public joue un rôle crucial pour créer des emplois et stimuler la croissance. Loin d'évincer l'investissement privé, l'investissement public peut avoir des effets de stabilisation et d'entraînement dans un contexte d'incertitude persistante. Pour les pays les moins endettés, il peut être financé à faible coût, du fait de taux d'intérêt sans doute durablement bas. De plus, les effets multiplicateurs en termes d'emplois des investissements dans les secteurs de la transition énergétique (électricité verte, bâtiments à haut rendement énergétique, etc.) sont considérablement plus élevés que dans les secteurs traditionnels (entre 5 et 14 emplois directs pour chaque million de dollars investis, contre 2 et 3 emplois d'après le FMI [2020a]). Loin de l'idée reçue que la priorité à la relance économique doit se faire au détriment de la lutte contre le changement climatique, des politiques de relance efficaces existent, qui permettent également la réduction des émissions de gaz à effet de serre [Hepburn *et al.*, 2020].

Les banques publiques de développement (BPD) se retrouvent en première ligne pour faciliter une sortie de crise durable et résiliente. Avant la crise de la Covid-19, de nombreuses banques de développement menaient déjà une réflexion collective, méthodologique et opérationnelle sur la compatibilité de leurs financements et, au-delà, sur l'alignement de leurs activités avec les accords internationaux sur le climat et les objectifs du développement durable (ODD) signés par leurs propres gouvernements et actionnaires en 2015. L'International Development Finance Club (IDFC), rassemblant vingt-six des plus grandes banques de développement, nationales, régionales et internationales, a notamment créé plusieurs groupes de travail pour rendre opérationnel cet alignement,

tandis qu'un groupe international de chercheurs ont lancé une série de travaux sur l'inclusion et l'effet d'entraînement des BPD dans l'architecture financière internationale, sur leur modèle économique, sur la caractérisation d'un financement compatible avec le climat et les ODD, ainsi que sur les systèmes de régulation, de gouvernance et de mandat adaptés.

La crise de la Covid-19 a renforcé l'utilité des BPD et le besoin d'en utiliser tout le potentiel. Au moment où les financements privés se tarissent, parfois drastiquement dans les pays en développement, et où il est indispensable de relancer fortement l'investissement public, les BPD ont un rôle majeur à jouer. Ces institutions, multilatérales, régionales, nationales ou locales, sont plus de 450 à opérer au service de leurs gouvernements partout dans le monde, développé comme en développement. Elles mobilisent chaque année plus de 2 000 milliards de dollars, soit 10 % de l'ensemble des investissements annuels globaux, publics et privés. Elles disposent d'une autonomie financière et juridique et peuvent démultiplier les moyens qui leur sont confiés. Assurant un rôle contracyclique en temps de crise, comme ce fut déjà le cas lors de la crise financière de 2008-2009, elles ont d'ores et déjà déployé des instruments de relance économique dans le cadre de la présente crise sanitaire. Avec leurs mandats d'intérêt général, de long terme et pour le long terme, elles représentent aussi les instruments les mieux placés pour concilier des financements de relance post-crise avec des objectifs de plus long terme de protection de la nature et de réduction des inégalités. Elles cherchent également à mobiliser le secteur privé dans le même but.

Le mouvement Finance en commun, qui s'incarne par une coalition globale des BPD et de leurs partenaires, vise à réorienter le système financier vers l'impératif d'une relance durable.

Avant même la crise de la Covid-19, le club IDFC et la World Federation of Development Finance Institutions (WFDI) avaient identifié le besoin de réunir pour la première fois l'ensemble des BPD de la

planète pour mieux faire connaître et reconnaître leur rôle, consolider leur action collective pour davantage d'impacts sur les agendas climat et ODD, et promouvoir la mobilisation de toutes leurs capacités qui ne sont à ce jour que partiellement exploitées, en lien avec leurs gouvernements et régulateurs et leurs partenaires du secteur privé, du monde de la recherche et de la société civile. Avec la crise de la Covid-19, le soutien pour le lancement d'une initiative d'ampleur associant l'ensemble de ces acteurs n'a cessé de s'accroître.

Le sommet Finance en commun qui s'est tenu les 9-12 novembre 2020 dans le cadre du Forum de Paris pour la paix a matérialisé cette initiative. Le sommet a réuni l'ensemble des BPD de la planète, directement et via les grandes associations de banques de développement, y compris l'ensemble des banques multilatérales de développement, avec le soutien de nombreux partenaires dont le système onusien (Pnud ; Pnue – Programme des Nations unies pour l'environnement), de nombreux gouvernements, l'OCDE, la Commission européenne, le FMI, mais aussi les grandes conventions internationales sur le climat ou la biodiversité ou encore le Forum Génération Égalité. Trois messages principaux ont émergé de ce sommet : 1. la réponse à la crise sanitaire et socioéconomique de la Covid-19 et la mise en œuvre de l'accord de Paris sur le climat et des ODD constituent une et même urgence ; 2 les BPD ont une responsabilité et un rôle essentiels pour une reconstruction durable et résiliente et ont décidé de s'engager plus fortement encore dans cette voie en faisant évoluer leurs stratégies, leurs activités et leurs façons de faire ; 3. tout le potentiel collectif des BPD doit être libéré, afin de faciliter la redirection de l'ensemble des flux financiers publics comme privés vers des investissements de développement durable.

Une déclaration, signée par l'ensemble des BPD de la planète, concrétise un nouveau mode d'action collective pour aborder l'équation financière de mondes d'après la Covid-19 durables et résilients. Cette déclaration, établie en présence des principaux partenaires des BPD, a consigné les engagements et les messages du sommet. Le document reprend éga-

lement nombre de recommandations des travaux de recherche et invite les gouvernements, les régulateurs et les partenaires à unir leurs forces pour adapter en conséquence la gouvernance et les mandats des BPD, leur régulation, leurs modèles économiques, ou encore pour avancer sur la caractérisation de la finance durable. La déclaration constitue également pour la première fois une coalition globale des BPD, incarnant l'ODD 17 sur les partenariats pour la réalisation des ODD et la nécessité d'un règlement multilatéral des problèmes globaux. La mise en place de cette coalition de BPD représente une avancée majeure et le mouvement Finance en Commun est amené à prendre de l'ampleur dans les mois et les années à venir (COP 26 sur le climat, COP 15 sur la biodiversité, sommet sur le financement de l'Afrique, Forum Génération Égalité, mais aussi sommets du G7/G20, etc.), pour que l'ensemble du système financier, au Nord comme au Sud, investisse dans un avenir en commun.

Note

1. Voir WHO [2019].

Bibliographie

Banque mondiale, "Poverty and Shared Prosperity 2020", 2020.

Cnuced, Rapport sur l'investissement dans le monde en 2020, Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement, juin 2020.

Finance in Common Summit, "Joint Declaration of All Public Development Banks in the World", novembre 2020.

FMI, « Perspectives de l'économie mondiale », Fonds monétaire international, octobre 2020, 2020a.

FMI, « Moniteur des finances publiques », Fonds monétaire international, octobre 2020, 2020b.

HEPBURN C. ; O'CALLAGHAN B. ; STERN N. ; STIGLITZ J. ; ZENGHELIS D., "Will Covid-19 Fiscal Recovery Packages Accelerate or Retard Progress on Climate Change?", Oxford Smith School of Enterprise and the Environment, Working Paper, n° 20-02, 2020.

RATHA D. ; DE S. ; KIM E. J. ; PLAZA S. ; SESHAN G. ; YAMEOGO N. D., "Covid-19 Crisis Through a Migration Lens (English)", Banque mondiale, Migration and Development Brief, n° 32, 2020.

WHO, "Gender Equity in the Health Workforce: Analysis of 104 Countries", World Health Organisation, Working Paper, n° 1, mars 2019.

GÉOPOLITIQUE DE L'ÉNERGIE ET CRISE DE LA COVID-19

Patrice Geoffron

Professeur de sciences économiques, Université Paris-Dauphine

Directeur, Centre de géopolitique de l'énergie et des matières premières (CGEMP)

Jean-Marie Chevalier

Professeur émérite, Université Paris-Dauphine

■ La pandémie de Covid-19 a généré des conséquences importantes en matière de géopolitique de l'énergie. L'entretien réalisé par François-Xavier Albouy, membre du comité éditorial de la revue *Risques*, a permis d'en appréhender l'ampleur et d'exposer les effets paradoxaux qui pouvaient en découler.

■ **GEOPOLITICS OF ENERGY AND COVID-19 CRISIS**

The Covid-19 pandemic has generated important consequences in terms of geopolitics of energy. The interview conducted by François-Xavier Albouy, a member of the editorial committee of Revue Risques, enabled to understand the extent of the pandemic and to explain the paradoxical effects that could result from it.

Risques : Le choc sur la demande et sur les prix de l'énergie peut-il avoir des conséquences à moyen terme sur la géopolitique de l'énergie ?

Jean-Marie Chevalier : La crise sanitaire a amené un effondrement de la demande mondiale de produits pétroliers que l'on estime à -30 %. Cela arrive au moment où la géopolitique de l'énergie est un peu bouleversée, notamment par le fait que les États-Unis sont devenus les premiers producteurs mondiaux de pétrole brut, que par ailleurs l'Arabie saoudite a essayé de mettre en œuvre une stratégie pour faire chuter le pétrole de schiste américain, stratégie qui n'a pas fonctionné, et que l'alliance entre la Russie et l'Arabie saoudite est dans une période d'indécision. Je me demande donc si la diplomatie ne va pas prendre la relève, entre trois acteurs essentiels – États-Unis, Russie et Arabie saoudite – pour une remontée des

prix jusqu'aux environs de 60 \$ US, prix qui est un minimum requis (plus petit commun dénominateur).

Patrice Geoffron : Je suis d'accord. Cette crise révèle que la stratégie américaine de développement, à la fois du pétrole et du gaz, a totalement déstabilisé les mécanismes de régulation qui étaient à l'œuvre jusqu'à maintenant, à la fois la capacité de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (Opep) à réguler les prix, même renforcée par les pays exportateurs de pétrole non-membres de l'Opep (Nopep), autour de l'Arabie saoudite et la Russie. On se retrouve donc désormais face à un jeu qui est très ouvert, puisque les États-Unis en sont partie prenante, mais sans qu'un « commandant en chef » puisse réellement agir sur les volumes, et prendre durablement part à la régulation des prix. De ce point de vue, il me semble donc que l'avenir est très incertain et que la crise actuelle va avoir un effet

de traîne sans doute durable, avec une montée des risques de financement des investissements en amont, qui ont déjà considérablement baissé. D'autant que la chute des prix de 2020 fait suite à celle de 2014 et s'est prolongée jusqu'en 2017.

Risques : Que peut-on attendre de la relocalisation des chaînes de valeur ? Peut-on attendre un effet significatif à moyen terme sur la consommation énergétique ?

Jean-Marie Chevalier : C'est un problème compliqué parce qu'il est certain que les différentes entreprises vont se mettre à regarder de très près la configuration de leurs chaînes de valeur. La relocalisation peut-elle être de grande ampleur ? C'est difficile à dire parce que l'on a un mélange de coût du travail et d'automatisation. On peut, dans certains cas, avoir un coût moindre dans des pays industrialisés, avec la robotique et tout ce qui l'accompagne ; en revanche, il y a des secteurs dans lesquels le coût du travail reste déterminant, et ne remettrait pas complètement en cause la délocalisation. Dire : oui, les chaînes de valeur vont être revues et corrigées, qu'est-ce que cela aura comme effet du point de vue de l'énergie ? En principe, on devrait avoir un système général qui est moins intense en énergie, en raison de la diminution des transports de longue distance, en raison de l'automatisation de la demande – de l'équation offre-demande – avec des équilibres plus rapidement trouvés.

Patrice Geoffron : La question est complexe et je me contenterai de deux observations. Un premier point clé sera l'évolution de transport international, face à la nécessité de réduire l'empreinte carbone des chaînes de valeur. Dans le transport maritime, certains acteurs (par exemple CMA-CGM) investissent de façon considérable pour réduire les émissions de CO₂, ainsi que la pollution dans les ports, notamment avec la mobilité au GNL (gaz naturel liquéfié), et en essayant de se saisir de l'impulsion européenne en direction de l'hydrogène. Le transport aérien est également sous pression, mais ses transformations prendront du temps. Un second facteur important tiendra aux stratégies de neutralité carbone de grands

groupes. Beaucoup d'acteurs industriels internationaux ont pris des engagements en ce sens : c'est le cas de BP, Shell et Total (selon des périmètres différents) à l'horizon 2050. Les Gafa ⁽¹⁾ convergent vers un objectif de neutralité entre 2030 et 2040. Tout cela va peser sur les chaînes logistiques de ces différents acteurs industriels qui pourraient rechercher des espaces géographiques qui vont leur offrir une électricité décarbonée, des chaînes logistiques décarbonées... Il pourrait y avoir un intérêt pour l'Europe, première zone du monde à s'engager résolument vers sa neutralité carbone, et dont les objectifs pourraient être alignés avec ceux de ces groupes.

Jean-Marie Chevalier : Patrice Geoffron a cité le gaz dans le transport maritime ; il est vrai que le gaz est la moins polluante des trois grandes énergies fossiles que sont le charbon, le pétrole et le gaz. On va assister à des substitutions de pétrole ou de charbon par du gaz naturel, qu'il soit par tuyaux ou liquéfié sous forme de GNL. Cela me paraît très important : le gaz est une espèce d'énergie de transition qui va nous permettre de mener la transition énergétique plus profondément après.

Risques : Dans le même esprit, la crise de la Covid-19 a révélé un véritable engouement pour l'économie circulaire et la consommation de production locale. Cet effet peut-il s'amplifier ? Pourrait-il entraîner des conséquences significatives sur la consommation énergétique ?

Jean-Marie Chevalier : Vous soulevez un autre problème, extrêmement difficile, c'est la façon dont la Covid-19 va entraîner des changements dans les modèles de consommation. Modèles de consommation non seulement des produits énergétiques, mais de l'ensemble des produits que l'on consomme. C'est vrai pour les ménages, c'est vrai pour les entreprises, c'est vrai pour les États. On peut se dire que les modèles de consommation vont probablement favoriser des circuits plus courts – économie circulaire, les produits fabriqués sur place et qui peuvent se consommer sur place. L'énergie est un cas extrêmement intéressant, parce que l'on s'achemine vers des

systèmes énergétiques qui ne seront probablement plus décentralisés, et qui rapprochent le mode de production du mode de consommation qui y est associé.

Patrice Geoffron : Au-delà de ce qu'indique Jean-Marie Chevalier, il me paraît important de souligner que nous sommes également en train d'observer la « disparition » des distances dans beaucoup de domaines d'activité. Toutes les organisations (entreprises, institutions publiques) sont en train d'opérer, en l'espace d'une année ou deux, des transformations qui auraient pu prendre dix ans : le développement massif de l'enseignement à distance, de la télémédecine et de toutes les formes d'interaction socioéconomique à distance, est un phénomène totalement inattendu, qui aura des effets irréversibles. Avec naturellement des effets sur les consommations énergétiques : via les usages des transports, l'occupation de l'immobilier d'entreprise, etc. Ce qui est sans doute également assez préoccupant : autant, sur dix ans, il est possible de faire évoluer le parc immobilier, les réseaux (à la fois réseaux énergétiques et de transport), autant devoir opérer des adaptations sur deux années constitue une expérience totalement inattendue, et qui mécaniquement aura des effets sur les consommations énergétiques.

Risques : Vous semblez tous les deux assez optimistes. Finalement, la crise de la Covid-19, qui a révélé une certaine fragilité du monde, permet-elle une prise de conscience beaucoup plus rapide de la gravité des conséquences climatiques et de la nécessité d'accélérer la transition énergétique ?

Jean-Marie Chevalier : Sur ce sujet, je voudrais recommander la lecture d'un ouvrage qui vient de paraître : *Covid-19 et réchauffement climatique* de Christian de Perthuis. On a deux phénomènes qui sont des chocs exogènes, que nous n'attendions pas et auxquels nous devons faire face. Ce sont deux phénomènes qui mettent en relation le problème de la dépense publique avec la sécurité et la santé des individus. Ce qui les différencie, c'est que la crise sanitaire implique des remèdes relativement ponctuels et localisés, alors que le réchauffement climatique implique une

réponse globale, qui a derrière elle le problème de la santé publique des citoyens du monde dans les années qui viennent. Christian de Perthuis utilise un terme qui me paraît intéressant, l'économie de la résilience : comment les entreprises, les individus, les Etats doivent faire face à des risques qui sont souvent imprévus, et dont la quantification est très difficile. L'économie de la résilience me paraît être une attitude stratégique, aussi bien pour les individus que pour les entreprises et les Etats, qui permet de faire face à des événements qui risquent de se reproduire sous d'autres formes ou sous des formes plus contraignantes encore. Ceci donne un certain optimisme dans la façon dont on peut réagir ; l'homme a toujours réagi devant les catastrophes qui lui sont tombés dessus. Là, on a deux catastrophes qui ne sont pas complémentaires, mais qui ont des liens et qui se passent au même moment, ce qui incite à une réaction rapide d'une grande ampleur face à ces périls.

Patrice Geoffron : La perception n'est sans doute pas la même observée du Texas ou en Europe... En tout cas, de notre côté de l'Atlantique, il me semble que cette crise vient légitimer l'engagement climatique des Européens. Au moment où nous parlons, le Parlement européen vient de voter des engagements encore plus ambitieux dès 2030 (-60 % de réduction des émissions de gaz à effet de serre, contre -40 %). Il faut se convaincre que, dans un environnement économique de forte pression sur les finances publiques et privées, il faut sélectionner les investissements qui produiront à la fois le plus de bénéfices économiques directs, mais également le plus de co-bénéfices environnementaux, améliorant la résilience. Par exemple, transformer les systèmes de transport urbain contribuera à réduire une pollution de l'air qui, globalement, coûte en France entre 50 et 100 Md€ et est à l'origine de 50 000 morts/an. Par ailleurs, la transition énergétique réduira les importations d'hydrocarbures qui coûtent également de l'ordre de 50 Md€/an. Evidemment, de tels progrès ne s'observeront pas à très court terme, mais, pour nous Français qui importons 99 % de notre pétrole et 100 % de notre gaz, aller dans cette direction est de toute façon une décision que l'on peut qualifier de « sans regrets », en nous

donnant plus de marges de manœuvres économiques à l'avenir et nous permettant de mieux affronter des chocs futurs (géopolitiques, climatiques, économiques), répondant à la demande de résilience.

Note

1. *Google, Apple, Facebook et Amazon.*

Bibliographie

FABIUS L., *Rouge carbone*, Editions de l'observatoire, 2020.

GEOFFRON P., « Europe : La transition bas carbone, un bon usage de la souveraineté », note de la Fondation pour l'innovation politique (Fondapol), septembre 2020.

PERTHUIS CH. (DE), *Covid-19 et réchauffement climatique*, De Boeck supérieur, 2020.

CASSANDRE

LE CLIMAT ET LA COVID-19

Sylvie Goulard (1)

Sous-gouverneure, Banque de France

*Membre de la Commission paneuropéenne sur la santé
et le développement durable (OMS-Europe)*

■ Le changement climatique et la pandémie de la Covid-19 présentent des similitudes tenant à leurs causes comme aux solutions requises. Des connexions existent, dans les deux sens, entre les risques environnementaux liés au climat et à la perte de biodiversité et les risques sanitaires. En outre, les réponses du secteur financier au défi climatique peuvent aider, par analogie, à élaborer des outils bénéfiques pour la santé. Dans les deux cas, les pistes d'action tournent autour de trois priorités : améliorer la gouvernance globale, redonner aux marchés une rationalité perdue, en corrigeant leurs défaillances, et rendre rentables les activités durables, grâce à la complémentarité entre investisseurs publics et privés. Ces pistes pourraient être explorées par la Commission paneuropéenne sur la santé et le développement durable de l'OMS-Europe, selon une approche « *One Health* » (« une seule santé »).

Dans la mythologie grecque, Cassandre reçoit d'Apollon le don de prédire l'avenir, mais comme elle se refuse à lui, le dieu assortit sa lucidité d'une terrible malédiction : personne ne croira ses prophéties. La leçon reste d'actualité : avertis d'un grave danger, les êtres humains, le plus souvent, n'entendent pas. Certains s'enferment dans le déni.

C'est vrai pour le climat. Depuis des années, les experts mesurent les dégradations climatiques et lancent des cris d'alerte [Giec, 2018]. Une prise de

■ CASSANDRA, CLIMATE (CHANGE) AND COVID-19

Climate change and the Covid-19 pandemic share similarities regarding their causes as well as the responses needed. There are two-way connections between environmental risks related to biodiversity loss and climate change, and health-related risks. There are also relevant analogies between these dimensions, as some of the work conducted on climate-related risks can help set up tools in the field of health. In both cases, potential solutions can be envisioned around three priorities: enhance global governance, correct market failures to regain a form of market rationality, and make sustainable activities profitable through a greater complementarity between private and public investors. The recently created WHO-Europe's Pan-European Commission on Health and Sustainable Development is an excellent opportunity to explore these avenues, following a "OneHealth" approach.

conscience est intervenue, notamment lors des accords de Paris de 2015, mais les déclarations ne sont pas toujours suivies d'effets, soit que certains se soient retirés de l'accord, soit que les actions restent en deçà des promesses. Si la tendance actuelle se poursuit, le total des émissions mondiales devrait atteindre 60 Gt éq-CO₂ en 2030, alors qu'il faudrait les contenir à 25 Gt pour maintenir le réchauffement en dessous de 1,5° C [Pnue, 2019].

L'aveuglement vaut également pour la pandémie de la Covid-19 qui, au début de 2020, a pris la

planète par surprise. Certaines voix avaient pourtant dénoncé les risques aggravés d'épidémies dans un monde ouvert [Destoumieux-Garzón *et al.*, 2018] ; certains épisodes (du SRAS, de la grippe A (H1N1) et du MERS, ou Ebola) auraient dû alerter. Malheureusement, ils n'ont pas suscité de réaction à la hauteur des enjeux, quand ils n'ont pas conforté l'illusion d'être à l'abri.

Les origines du changement climatique et de la pandémie de la Covid-19 présentent des similitudes, au premier rang desquelles figurent la surexploitation de la nature et la courte vue. Alors même que le concept de développement durable a été formalisé à la fin du XX^e siècle [Brundtland, 1987], les émissions de gaz à effet de serre, les défrichements des forêts tropicales et la disparition de la biodiversité ont augmenté depuis lors, comme la sédentarité et l'obésité. En outre, des analogies existent entre la crise sanitaire et celles que pourrait causer le changement climatique. La pandémie a d'ores et déjà montré que l'imprévoyance peut forcer les dirigeants à prendre des décisions qui étaient auparavant inimaginables, telles que l'arrêt quasi total de l'activité économique ou une augmentation brutale de la dette. Nous vivons ainsi actuellement une sorte de *stress test* de la capacité d'adaptation de nos sociétés, fort utile pour envisager la réaction aux chocs climatiques à venir. En sens inverse, la prise en compte croissante, bien qu'encore insuffisante, des risques climatiques par la finance pourrait inspirer des efforts similaires dans le domaine de la santé, consistant, par exemple, à intégrer un nouveau risque sanitaire dans les évaluations de la résilience du système financier.

Enfin, la Covid-19 et le climat, deux urgences vitales, différentes dans leurs manifestations, appellent tous deux une réforme profonde des politiques publiques et des mécanismes de marché ainsi que de la gouvernance mondiale. Elles demandent une coopération internationale radicalement nouvelle, une remise en question des chaînes de valeur actuelles, très efficaces, mais relativement peu résilientes [Pereira da Silva, 2020] ainsi qu'une remise à plat des incitations existantes à la production et à la consommation.

La Commission paneuropéenne sur la santé et le développement durable (2) mise en place à l'été 2020 par l'OMS-Europe, présidée par l'ancien Premier ministre italien Mario Monti, a pour objectif de « repenser les priorités des politiques publiques à la lumière de la pandémie », en utilisant une approche interdisciplinaire, holistique et notamment celle du concept « *One Health* » (ou « une seule santé »). Celui-ci met en relief les interconnexions entre environnement, santé humaine et animale. La solution d'un problème tel que la récurrence de pandémies suppose d'en régler d'autres tels que la perte de biodiversité, elle-même liée au changement climatique, ou encore les défaillances du marché et de la gouvernance internationale.

Il est encore trop tôt pour faire état des travaux de cette commission, mais son caractère interdisciplinaire laisse entrevoir des raisonnements possibles sur les connexions (première partie) et les analogies (deuxième partie) entre les deux sujets qui permettront peut-être, à l'été 2021, d'esquisser quelques pistes de solutions (troisième partie).

Des connexions existent entre risques environnementaux et risques sanitaires

■ Des risques environnementaux aux risques sanitaires

Le changement climatique ne concerne pas seulement « la planète mais aussi la vie animale et la santé humaine » [Giec, 2014]. D'après de nombreux experts de la santé et de l'environnement, la pandémie de la Covid-19 confirme l'existence d'un lien entre la santé humaine et animale ainsi que la situation environnementale [FRB, 2020], même si la prudence reste de mise quant aux origines et à la circulation du virus. En particulier, la destruction de la biodiversité causée par les activités humaines, aggravée par le changement climatique, lui aussi provoqué par l'homme,

est à l'origine de plusieurs maladies animales [Wolfe *et al.*, 2007].

L'Organisation mondiale de la santé (OMS) et d'autres organisations internationales ont reconnu ces liens, et mettent en garde contre l'irruption de virus plus contagieux et plus létaux alors que nous pourrions être entrés dans l'ère des pandémies [IPBES, 2020]. Les précédents du VIH et d'Ebola invitent à prendre ces avertissements au sérieux, que la cause soit la destruction des habitats naturels, la consommation d'animaux sauvages ou des formes intensives d'élevage. À la fin de 2020, des millions de vaches élevées en cage ont été abattues après avoir entraîné des contaminations liées à une forme mutante du virus Covid-19. Ces situations fort différentes ont un point commun : un rapport non durable à la nature.

Le changement climatique pourrait fortement augmenter ces risques environnementaux et sanitaires. La fonte des glaciers et du permafrost pourrait relâcher dans l'environnement des virus enfermés dans la glace depuis des milliers d'années [Legendre *et al.*, 2015], tandis qu'à la faveur des changements de climat, des maladies habituellement tropicales pourraient se développer en Europe [Smith *et al.*, 2014]. Enfin, pour prendre un exemple plus près de nous, le trafic automobile et la pollution industrielle contribuent, par leurs émissions, à des pathologies respiratoires graves [CE Delft, 2020].

Ainsi, ne pas s'occuper du climat et de l'environnement, c'est prendre le risque d'affronter non seulement les conséquences directes de l'élévation des températures (ouragans, inondations, etc.), mais aussi d'exposer l'humanité à des pathologies graves, voire inconnues.

■ Des risques sanitaires aux risques climatiques

La pandémie a contraint de nombreux gouvernements à arrêter l'économie et à prendre des mesures drastiques de restriction des déplacements. Ces décisions ont eu pour effet, un temps, de ralentir la

production de CO₂, mais surtout, elles ont montré l'ampleur des efforts qui restent à accomplir pour respecter les accords de Paris. Même un confinement mondial quasi total, impossible à prolonger, n'a eu qu'un effet limité, les émissions n'ayant baissé que de 6,3 % entre janvier et septembre 2020 par rapport à la même période en 2019 (3).

Dans une crise aussi violente, les politiques de relance des gouvernements, destinées à sauver les entreprises et les emplois, comme les soutiens des banques centrales visant à éviter la déflation, étaient indispensables. Toutefois, le risque serait grand en « sauvant l'appareil productif » d'hier, encore largement carboné, d'empêcher des transitions indispensables. Il ne peut s'agir de perpétuer un modèle condamné.

C'est pourquoi le fonds de relance européen prévoit 30 % au moins de financement pour des projets bénéfiques pour l'environnement. Le plan français de septembre 2020 envisage, quant à lui, d'investir 30 Md€ (sur un total de 100 Md€) dans la transition écologique, dans un horizon de trois ans (dont 11 Md€ pour les transports et 7 Md€ pour la rénovation thermique des bâtiments).

■ *One Planet, One Health*

Il n'y a qu'une seule planète pour une population mondiale encore en expansion d'ici à 2050. Aucun Etat, même le plus puissant, ne peut dissocier son destin et ses responsabilités de ceux des autres, d'où des interactions globales complexes, à des échelles géographiques inconnues auparavant dont nous commençons seulement à prendre conscience [Bolton *et al.*, 2020a].

Un concept semble particulièrement pertinent pour saisir la nature de la crise sanitaire en cours et tenter d'en atténuer les conséquences : celui de « *One Health* ». Ce concept, formulé en 2004 (4), repris à partir de 2008 par plusieurs organisations internationales [FAO, OIE, OMS, Unicef, Unicef et Banque mondiale, 2008] ayant reconnu un caractère de bien public international à la prévention et au contrôle des

maladies émergentes, connaît un vif regain d'intérêt. Il est désormais présenté comme « essentiel pour assurer un futur sain et durable pour la planète » [Amuasi *et al.*, 2020].

L'approche *One Health* invite à aborder l'ensemble des questions qui sont devant nous comme un tout, à faire tomber les nombreuses barrières existant entre disciplines qui conduisent à ignorer certaines connexions ou à en minorer l'importance.

Les changements requis ne sont donc pas des modifications à la marge (par exemple, un changement de taux d'actualisation dans un modèle économique), mais une disruption. Pour prendre un exemple concret, certains spécialistes appellent à décloisonner médecine humaine et médecine vétérinaire.

Les Nations unies ont d'ailleurs identifié dix-sept objectifs nécessaires pour favoriser le développement durable, en vertu desquels le verdissement de l'économie et la préservation de la santé humaine sont indissociables de considérations sociales, d'équité et même de genre. Bien des travaux de la Banque mondiale ou du Fonds monétaire international (FMI) ou d'universitaires [Duflo, 2012] montrent que les politiques de transformation et de développement gagnent à reposer sur les femmes. Le mythe grec punissait Cassandra de s'être refusée à Apollon. Peut-être faut-il – sans boutade – libérer Cassandra de l'emprise patriarcale pour sortir du déni sur le carbone et engager une nécessaire mutation.

Les interdépendances ont un côté positif quand elles facilitent la mise en commun des ressources intellectuelles et matérielles de la planète entière : le partage des données par-delà les frontières permettra de mieux connaître et mesurer les risques ; la coopération de scientifiques éparpillés dans le monde est essentielle à la production de vaccins et de traitements. Au sein de l'Union européenne, le projet d'une « union de la santé » [Commission européenne, 2020] vise à tirer les leçons du printemps 2020, en créant des solidarités, en remédiant aux pénuries et en harmonisant les ripostes.

Dans le domaine de la finance aussi, les interdépendances entre systèmes peuvent devenir positives. En fournissant des ressources aux entreprises et aux ménages, le système financier peut apporter une contribution significative à la transition vers une économie bas-carbone. Limiter le réchauffement à moins de 1,5° C ou 2° C suppose d'assurer la cohérence de nos choix d'investissement et de notre allocation globale du capital avec ces objectifs. A cet égard, l'augmentation de la demande de *green bonds* et des actifs verts sont des nouvelles encourageantes. Sur ce plan, l'Europe (Union européenne et Royaume-Uni) entend jouer un rôle de leader : l'épargne y est abondante et une partie des épargnants demande des investissements pourvus de sens, comme le montre le succès de l'émission d'obligations vertes par l'Allemagne. La classification des activités économiques (taxonomie) adoptée par l'Union européenne constitue une étape clé vers la réallocation massive et rapide de ressources. Le Royaume-Uni a annoncé, au début de novembre 2020, vouloir rendre obligatoire la publication de l'impact climatique de l'activité des entreprises britanniques. Le contenu de cette exigence, comme le degré de contrainte qu'elle comporte, est l'objet de vifs débats sur le plan mondial qui seront au cœur de la COP 26 de 2021 à Glasgow.

Des analogies peuvent permettre d'avancer

Au-delà des connexions et des interdépendances entre finance, environnement, santé humaine, décrites ci-dessus, il est possible d'exploiter certaines analogies entre eux, une partie du chemin parcouru sur le climat pouvant inspirer le secteur de la santé.

■ Où nous en sommes

Les questions climatiques n'ont pas encore trouvé toutes leurs réponses politiques, mais des progrès considérables ont été faits dans l'analyse socioécono-

mique du changement climatique : le rapport de Stern [2006] a permis de sortir de la question de l'opportunité à agir, tandis que les travaux de la Commission mondiale sur l'économie et le climat, présidée par Felipe Calderón et Nicholas Stern de 2014 à 2018, ont permis d'intégrer la question de la transition bas-carbone comme l'une des dimensions d'un agenda de croissance.

Dans la sphère financière, la prise de conscience s'est cristallisée avec le discours du gouverneur Mark Carney sur la tragédie de l'horizon [Carney, 2015]. Les initiatives se sont ensuite multipliées. Tout d'abord, le Financial Stability Board du G20 a lancé un groupe de travail *ad hoc* chargé d'examiner les informations nécessaires à la prise en compte des risques climatiques par le secteur financier (Task Force on Climate-related Financial Disclosure – TCFD) qui, in fine, encourage la publication, par certains secteurs critiques dont le secteur financier, de données relatives à leur impact climatique. Les initiatives ont foisonné aussi dans le secteur privé, avec un contenu plus ou moins substantiel, sous l'impulsion notamment d'investisseurs de long terme tels que les sociétés d'assurance ou les gestionnaires d'actifs.

Naturellement, la responsabilité première pour lutter contre le changement climatique relève, en démocratie, des gouvernements élus, responsables devant les électeurs. L'absence de prix du carbone est une lacune considérable dans le dispositif de lutte pour la transition bas-carbone ; sans être la panacée, un tel pas, dans une économie de marché, paraît souhaitable à l'échelle globale, car il permettrait de faire payer aux pollueurs et aux consommateurs de CO₂, le coût véritable des externalités négatives que génèrent leurs activités [Tirole, 2016 ; Akerlof *et al.*, 2019].

Ceci posé, les banques centrales ont considéré qu'il leur appartenait de prendre leurs responsabilités. Tout en restant dans le cadre de leur mandat, elles se sont penchées sur les connexions entre l'environnement et la stabilité financière (par la modification de la valeur des actifs) ou la formation des prix (liée à la

fluctuation du coût de l'énergie ou de la production alimentaire, par exemple). En 2017, le réseau pour le verdissement du système financier (Network for Greening the Financial System – NGFS) a été créé par une dizaine de banques centrales, dont la Banque de France qui en assure le secrétariat. Ce réseau, désormais mondial (75 membres et 13 observateurs), a établi que les risques liés au climat sont bien des risques pour la stabilité financière [NGFS, 2019].

Son but est de travailler sur les risques, sur l'identification des données et des outils de supervision financière à utiliser pour faire face à ce défi. A travers la supervision des établissements de crédit et des organismes d'assurance, les autorités ont un impact indirect, mais tout à fait significatif sur le financement de l'économie. En veillant à une juste prise en compte des risques, elles permettent ainsi d'éviter l'instabilité, tout en canalisant le capital vers des projets d'avenir [Villeroy de Galhau, 2020].

Enfin, les banques centrales de ce réseau commencent à étudier comment elles pourraient tenir compte des ambitions climat dans leur cœur de métier qu'est la politique monétaire [Villeroy de Galhau, 2018 ; Cœuré, 2018 ; Lagarde, 2020]. Des réflexions émergentes cherchent à évaluer comment le changement climatique pourrait impacter les taux d'intérêt [NGFS, 2020], ou comment le choix des garanties que les banques centrales acceptent de la part des banques (le « collatéral ») pourrait intégrer les risques climatiques [Oustry *et al.*, 2020].

■ Où nous voudrions aller

Certains membres du NGFS, dont la Banque centrale des Pays-Bas [DNB, 2020] et l'OCDE [2019], travaillent sur les risques liés à la perte de biodiversité et de capital naturel. C'est une nouvelle étape, cruciale et délicate car les données et les outils font défaut, mais l'agriculture, par exemple, aide à comprendre que des dégâts en matière de biodiversité (la disparition des abeilles) peuvent avoir des conséquences systémiques pour la production (sans pollinisation, pas de fruits).

D'autres auteurs, à la Banque de France et à la Banque des règlements internationaux (BRI), ont développé le concept de « cygnes verts » qui est défini comme une crise financière systémique liée à des risques environnementaux interconnectés [Bolton *et al.*, 2020b]. Même si cette étude a été publiée avant que l'épidémie de la Covid-19 ne s'étende, le raisonnement présente des similitudes frappantes avec la pandémie, et notamment sur trois caractéristiques [Bolton *et al.*, 2020a] :

- en dépit de certaines incertitudes sur le lieu, le délai et le degré de leur impact, il est à peu près sûr que ces risques se matérialiseront tôt ou tard ;
- les catastrophes que génèrent ces crises ont un caractère existentiel, qui n'entre pas dans les cadres habituels du raisonnement économique, ni dans les modèles financiers existants ;
- un acteur isolé (par exemple, un investisseur) ne peut guère se couvrir individuellement contre de tels risques qui réclament, pour leur gestion, une transformation du système entier. L'épidémie de la Covid-19 montre qu'il est impossible de se prémunir contre toutes ses conséquences. De même, nul ne pourra faire face aux bouleversements induits par un événement climatique extrême déclenchant, par exemple, une migration massive. Dans les deux cas, seule une solution globale, supposant une coordination sans précédent entre de nombreux agents, est efficace.

Avec la Covid-19, des risques considérés comme impossibles à démontrer, intangibles, se sont réalisés avec des conséquences humaines, économiques et sociales qui dépassent l'entendement. Cette expérience invite à agir avec humilité et sens de l'urgence.

Des pistes de solution

Dans le domaine du climat, comme de la santé ou de la biodiversité, ce ne sont pas les déclarations solennelles des responsables politiques qui manquent. En septembre 2020, 78 dirigeants se sont encore engagés à mettre en

œuvre une série d'actions afin de remédier à la perte de biodiversité d'ici à 2030, dans une approche *One Health* [Leaders' Pledge for Nature, 2020]. C'est heureux, mais les promesses déçoivent si elles ne sont pas suivies d'effets d'où le succès de Greta Thunberg et la multiplication des recours en justice pour inaction climatique.

Naturellement, il n'y a pas de solutions évidentes pour une transformation profonde devant toucher tous les secteurs d'activité et tous les pays, mais trois priorités peuvent être évoquées : améliorer la gouvernance globale, redonner aux marchés une rationalité perdue et rendre rentables les activités durables.

■ Améliorer la gouvernance mondiale

Pour sauver « une seule planète » et préserver « une seule santé », le pouvoir politique est fragmenté entre 200 Etats souverains défendant jalousement leurs prérogatives et leurs droits de veto. Les organisations multilatérales ont du mal à faire émerger des consensus. Comment apporter des solutions à un problème urgent, existentiel et irréversible comme le climat (ou aujourd'hui la pandémie) en sacralisant une division des responsabilités manifestement inadaptée ? D'où un foisonnement d'idées, dont nous en donnerons ici quelques-unes à titre d'exemple sans forcément les reprendre à notre compte. Certaines propositions ont été faites de créer des droits de tirage spéciaux « verts » pour financer les mesures destinées à respecter les objectifs climatiques des accords de Paris [Bredenkamp et Pattillo, 2010 ; Aglietta et Coudert, 2019 ; Ocampo, 2019]. D'autres ont imaginé une organisation internationale d'assistance et de protection civile en cas d'événement climatique extrême [Bolton *et al.*, 2018].

Dans le contexte de la pandémie de la Covid-19, des propositions de mécanisme de *swap* ont émergé afin d'identifier une dette spécifique liée aux mesures climat ou défendant la préservation de la nature [par exemple, Akhtar *et al.*, 2020]. L'existence d'une épargne disponible significative y invite.

L'épidémie de la Covid-19 aide à mesurer le changement de paradigme qu'exigent les risques liés au climat : il s'agit d'évolutions exponentielles, sur des périodes de temps assez courtes, de phénomènes de basculement, ou des chocs d'une magnitude telle que notre organisation socioéconomique et parfois nos démocraties sont mal équipées pour réagir [Davies, 2020].

■ Remédier aux failles du marché

De nombreuses activités économiques ne prennent pas en compte les coûts liés aux atteintes qu'elles provoquent à l'environnement et à la santé. Au-delà du capital et du travail, les entreprises utilisent en effet un « capital naturel » qui jusqu'à ce jour a été considéré comme illimité. Ce capital naturel n'est par ailleurs pas substituable à d'autres formes de capital [Rambaud et Richard, 2015]. Cette logique pourrait aussi être étudiée dans le domaine de la santé, le Programme des Nations unies pour l'environnement (Pnue) recommandant ainsi une meilleure comptabilisation des impacts sociaux des maladies émergentes, parmi une série d'autres recommandations visant à prévenir l'émergence d'une nouvelle pandémie [Pnue et Ilri, 2020].

■ Durable et rentable

Enfin, la bataille sera gagnée quand il sera possible de convaincre les entreprises et les investisseurs qu'une activité respectueuse du climat et de la santé peut être rentable. Une tarification du carbone, une meilleure gouvernance internationale et le développement d'une comptabilité tenant compte des effets des activités sur l'environnement et sur l'homme pourront aider à atteindre cet objectif, mais d'autres efforts seront nécessaires pour rendre les horizons temporels des écosystèmes et du système financier compatibles. Une politique fiscale et budgétaire ambitieuse (comme celle visée par le Green Deal européen) permettrait de développer les infrastructures nécessaires à une activité privée dynamique décarbonée [Hepburn *et al.*, 2020]. De même, les banques publiques de

développement auront un rôle à jouer pour combiner soutiens publics et financements privés. En Europe, la BEI est active sur le front du climat comme de la santé.

Conclusion

Sur le climat, le travail technique des financiers, dans les banques centrales, au FMI comme dans le secteur privé, a déjà bien progressé. L'année 2021, avec la COP 26 à Glasgow et deux présidences du G20 (Italie) et du G7 (Royaume-Uni) décidées à traiter ces sujets, ouvre de nouvelles perspectives de mobilisation et d'actions, surtout à l'occasion du changement d'administration aux Etats-Unis. Des rencontres importantes sur la biodiversité sont également prévues à Marseille (One Planet Summit) et en Chine (COP 15).

La pandémie a ouvert les yeux sur des risques déjà identifiés, mais négligés par les responsables et les populations. Le Pape François [2015], auteur de la première encyclique entièrement dédiée au rapport de l'humanité avec la nature (*Laudato si*), a évoqué à cet égard, avec ses mots mais de manière parlante pour tous, la nécessité d'ouvrir un « chemin de conversion ».

Confrontés à des menaces graves, les êtres humains préféreront-ils continuer à les ignorer, comme ils l'ont largement fait jusqu'à ce jour ? Ou seront-ils enfin prêts à les affronter, dans une démarche plus collective et solidaire ? Grâce à la commission paneuropéenne de l'OMS-Europe, des efforts interdisciplinaires sont en cours.

Le système de santé, l'économie et le cadre financier ont indéniablement un rôle à jouer pour préserver la planète et garantir notre santé, mais ces enjeux sont résolument à la croisée de l'action publique et de la responsabilité individuelle. Les efforts globaux ou techniques ne sont rien sans l'implication des personnes, le changement de nos habitudes et de nos certitudes, au risque de déranger.

Notes

1. *L'auteure s'exprime à titre personnel, en n'engageant aucune de ces institutions. Elle remercie Vincent Bignon, Jean Boissinot, Telo Le Bris, Erlan Le Calvar et Romain Svartzman pour leur aide précieuse.*

2. Voir le site de l'OMS-Europe : <https://www.euro.who.int/fr/health-topics/health-policy/european-programme-of-work/pan-european-commission-on-health-and-sustainable-development>

3. *Chiffres du Carbon Monitor, consortium de chercheurs climatiques issus du Laboratoire des sciences du climat et de l'environnement (LSCE), de l'Université de Californie à Irvine, de l'Université Tsinghua (Chine) et de l'Académie chinoise des sciences. Voir le site : <https://carbonmonitor.org/>*

4. *Lors d'un symposium organisé par la Wildlife Conservation Society (WCS). Voir le site : <https://one-worldonehealth.wcs.org/About-Us/Mission/The-Manhattan-Principles.aspx>.*

Bibliographie

AGLIETTA M. ; COUDERT V., "The Dollar and the Transition to Sustainable Development: from Key Currency to Multilateralism", Cepii, Policy brief, n° 2019-26, 2019.

AGLIETTA M. ; ESPAGNE E., "Climate and Finance Systemic Risks, More than an Analogy? The Climate Fragility Hypothesis", Cepii, Working paper, n° 2016-10, 2016.

INGER J. ; WARD J., "Germany Seizes on Demand for Green Debt with \$7.7 Billion Debut", Bloomberg, 2020. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-09-02/germany-to-sell-debut-green-debt-as-it-seeks-to-dominate-market>

AKERLOF G. ; AUMANN R. ; BAILY M. ; BERNANKE B. *et al.*, "Economists Statement on Carbon Dividends", *The Wall Street Journal*, 2019. <https://clcouncil.org/economists-statement/>

AKHTAR S. ; GALLAGHER K. ; GRIFFITH-JONES S. ; HAAS J. ; VOLZ U., "The Need for Debt for Climate Swaps", Project Syndicate, 2020. [https://www.project-](https://www.project-syndicate.org/commentary/debt-for-climate-swaps-by-shamshad-akhtar-2-et-al-2020-08?barrier=accesspaylog)

[syndicate.org/commentary/debt-for-climate-swaps-by-shamshad-akhtar-2-et-al-2020-08?barrier=accesspaylog](https://www.project-syndicate.org/commentary/debt-for-climate-swaps-by-shamshad-akhtar-2-et-al-2020-08?barrier=accesspaylog)

AMUASI J. H. ; WALZER C. ; HEYMANN D. ; CARABIN H. ; HUONG L. T. ; HAINES A. ; WINKLER A. S., "Calling for a Covid-19 One Health Research Coalition", *The Lancet*, vol. 395, 2020.

BOLTON P. ; HUANG H. ; SAMAMA F., "From the One Planet Summits to the Green Planet Agency", Working Paper, 2018.

BOLTON P. ; DESPRÉS M. ; PEREIRA DA SILVA L. A. ; SAMAMA F. ; SVARTZMAN R., « Penser la stabilité financière à l'ère des risques écologiques globaux. Vers de nouveaux arbitrages entre efficacité et résilience des systèmes complexes », *Revue d'économie financière*, n° 138, 2020a.

BOLTON P. ; DESPRÉS M. ; PEREIRA DA SILVA L. A. ; SAMAMA F. ; SVARTZMAN R., "The Green Swan, Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change", Bank of International Settlements et Banque de France, 2020b.

BREDENKAMP H. ; PATTILLO C., "Financing the Response to Climate Change", IMF Staff Position Note, 2010.

BRUNDTLAND G. H., « Notre avenir à tous », Commission mondiale sur l'environnement et le développement, 1987.

CALDERÓN F. ; STERN P. ; BONDE I. *et al.*, « Une meilleure croissance, un meilleur climat », Commission mondiale sur l'économie et le climat, 2014.

CARNEY M., "Breaking the Tragedy of the Horizon, Climate Change and Financial Stability", Speech at Lloyd's of London, 2015.

CE DELFT, "Health Costs of Air Pollution in European Cities and the Linkage with Transport", 2020. <https://epha.org/wp-content/uploads/2020/10/final-health-costs-of-air-pollution-in-european-cities-and-the-linkage-with-transport.pdf>

CFTC, "Managing Climate Risk in the US Financial System", Climate-related Market Risk Subcommittee, Commodity Futures Trading Commission, 2020.

CŒURÉ B., "Monetary Policy and Climate Change", Speech at a Conference on "Scaling Up Green Finance: the Role of Central Banks", 8 novembre 2018.

- Commission européenne, « Construire une union européenne de la santé », communiqué de presse, 2020.
- DESTOUMIEUX-GARZÓN D. ; MAVINGUI P. ; BOETSCH G. ; BOISSIER J. ; DARRIET F. ; DUBOZ P. ; FRITSCH C. ; GIRAUDOUX P. ; LE ROUX F. ; MORAND S. ; PAILLARD C. ; PONTIER D. ; SUEUR C. ; VOITURON Y., “The One Health Concept: 10 Years Old and a Long Road Ahead”, *Frontiers in Veterinary Science*, vol. 5, n° 14, 2018.
- DAVIES G., “Democracies that Failed the Covid Test Will Struggle on Climate Change”, *Financial Times*, 2020. <https://www.ft.com/content/794eda4e-8195-4263-9ccd-8b87fcb74440>
- DNB, “Indebted to Nature: Exploring Biodiversity Risks for the Dutch Financial Sector”, Planbureau voor de Leefomgeving, 2020.
- DUFLO E., “Women Empowerment and Economic Development”, *Journal of Economic Literature*, vol. 50, n° 4, 2012, pp. 1051-1079.
- FAO, OIE, OMS, Unis, Unicef et Banque mondiale, “Contributing to One World, One Health. A Strategic Framework for Reducing Risks of Infectious Diseases at the Anima-Human-Ecosystems Interface”, Consultation Document, 2008. <https://www.oie.int/doc/ged/D5720.PDF>
- FRB, « Mobilisation de la FRB par les pouvoirs publics français sur les liens entre Covid-19 et biodiversité », Fondation pour la recherche sur la biodiversité, 2020.
- Giec, Climate Change 2014: Synthesis Report, Contribution of Working Groups I, II and III to the Fifth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change, IPCC, 2014.
- Giec (Masson-Delmotte V. ; Zhai P. ; Pörtner H. O. ; Roberts D. ; Skea J. ; Shukla P. R. ; Pirani A. ; Moufouma-Okia W. ; Péan C. ; Pidcock R. ; Connors S. ; Matthews J. B. R. ; Chen Y. ; Zhou X. ; Gomis M. I. ; Lonnoy E. ; Maycock T. ; Tignor M. ; Waterfield T.), “Global Warming of 1.5 ° C.”, an IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5° C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty, IPCC, 2018.
- HEPBURN C. ; O’CALLAGHAN B. ; STERN N. ; STIGLITZ J. ; ZENGHELIS D., “Will Covid-19 Fiscal Recovery Packages Accelerate or Retard Progress on Climate Change?”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 36, n° S1, 2020.
- IPBES, IPBES Workshop on Biodiversity and Pandemics, Workshop Report, 2020.
- LAGARDE C., “The Monetary Policy Strategy Review: some Preliminary Considerations”, Speech at the “ECB and Its Watchers XXI” conference, Frankfurt am Main, 30 septembre 2020.
- Leaders’ Pledge for Nature, “Leaders’ Pledge for Nature. United to Reverse Biodiversity Loss by 2030 for Sustainable Development”, 2020.
- LEGENDRE M. ; LARTIGUE A. ; BERTAUX L. ; JEUDY S. ; BARTOLI J. ; LESCOT M. ; ALEMPIC J. M. ; RAMUS C. ; BRULEY C. ; LABADIE K. ; SHMAKOVA L. ; RIVKINA E. ; COUTE Y. ; ABERGEL C. ; CLAVERIE J. M., “In-Depth Study of Mollivirus sibericum, a New 30,000-y-Old Giant Virus Infecting Acanthamoeba”, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 112, n° 38, 2015, E5327-E5335.
- LIU Z. ; CIAIS P. ; DENG Z. *et al.*, “Near-Real-Time Data Captured Record Decline in Global CO2 Emissions due to Covid-19”, 2020. <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/2004/2004.13614.pdf>
- NGFS, “Climate Change and Monetary Policy. Initial Takeways”, NGFS Technical Document, 2020.
- NGFS, “A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk”, NGFS First comprehensive Report, 2019.
- OCAMPO J. A., « Le moment pour une vraie monnaie mondiale », Project Syndicate, 2019. <https://www2.project-syndicate.org/commentary/imf-special-drawing-right-global-currency-by-jose-antonio-ocampo-2019-04/french?barrier=accesspaylog>
- OCDE, “Biodiversity: Finance and the Economic and Business Case for Action”, Report prepared for the G7 Environment Ministers’ Meeting, 5-6 mai 2019.
- OUSTRY A. ; ERKAN B. ; SVARTZMAN R. ; WEBER P. F., “Climate-Related Risks and Central Banks’ Collateral Policy: a Methodological Experiment”, Banque de France, Working Paper, (à paraître).

PAPE FRANÇOIS, Lettre encyclique « Laudato Si » du Saint-Père François sur la sauvegarde de la maison commune, Le Saint-Siège, 2015.

PEREIRA DA SILVA L., “Green Swan 2. Climate Change and Covid-19: Reflections on Efficiency versus Resilience”, Speech based on remarks at the OECD Chief Economist Talk Series, Paris, 23 avril 2020, and a Research Webinar at the BIS, 13 mai 2020.

Pnue, Emissions Gap Report 2019, United Nations Environment Programme, 2019.

Pnue et Ilri, “Preventing the Next Pandemic: Zoonotic Diseases and How to Break the Chain of Transmission”, United Nations Environment Programme and International Livestock Research Institute, 2020.

RAMBAUD A. ; RICHARD J., “The ‘Triple Depreciation Line’ Instead of the ‘Triple Bottom Line’: Towards a Genuine Integrated Reporting”, *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 33, 2015, pp. 92-116.

SMITH K. R. ; WOODWARD A. ; CAMPBELL-LENDRUM D. *et al.*, “Human Health: Impacts, Adaptation and Co-Benefits”, *in* Field C. B. ; Barros V. R. ; Dokken D. J. ; Mach K. J. ; Mastrandrea M. D. ; Bilir T. E. ; Chatterjee M. ;

Ebi K. L. ; Estrada Y. O. ; Genova R. C. ; Girma B. ; Kissel E. S. ; Levy A. N. ; McCracken S. ; Mastrandrea P. R. ; White L. L. (éd.), *Climate Change 2014: Impacts, Adaptation and Vulnerability. Part A: Global and Sectoral Aspects. Contribution of working group II to the fifth assessment report of the Intergovernmental panel on climate change*, Cambridge University Press, 2014, pp. 709-754.

STERN N., *The Economics of Climate Change: the Stern Review*, Cambridge University Press, 2006.

TIROLE J., *Économie du bien commun*, Presses universitaires de France, 2016.

VILLEROY DE GALHAU F., « La finance verte. Une nouvelle frontière pour le XXI^e siècle », Conférence internationale des superviseurs sur le risque climatique, Amsterdam, 6 avril 2018.

VILLEROY DE GALHAU, F., « Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19 », *Revue d'économie financière*, ce numéro, 2020.

WOLFE N. ; DUNAVAN C. ; DIAMOND J., “Origins of Major Human Infectious Diseases”, *Nature*, vol. 447, 2007, pp. 279-283.

LE DÉVELOPPEMENT DURABLE APRÈS LA CRISE DE LA COVID-19

Bertrand Badré

Président, Blue Like an Orange Sustainable Capital

Ex-directeur général, Banque mondiale

■ Cinq ans après les engagements solennels de 2015 à Addis-Abeba sur le financement du développement, à New York sur les objectifs du développement durable et à Paris sur le climat, le compte n'y est pas. La Covid-19 sans être causée par un défaut du capitalisme ou une crise de la mondialisation vient poser le débat dans de nouveaux termes. Saurons-nous, malgré le choc brutal auquel nous faisons face, être à la hauteur des ambitions posées ? Saurons-nous, malgré ou grâce peut-être à l'adversité, faire le choix sérieux d'un modèle inclusif et résilient ? A quelles conditions ? C'est l'objet du livre que je publie en cette rentrée intitulé *Voulons-nous (sérieusement) changer le monde ?* (Editions Mame), et dont je me permets de partager quelques extraits ci-dessous.

L'ambition de cet ouvrage est de pouvoir dire : ce que nous avons à surmonter est difficile et demande un changement profond, y compris de chacun de nous. Nous ne pouvons plus nous contenter de cosmétique. C'est à notre portée sans mettre le monde à feu et à sang. Mais il nous faut être sérieux. Ni complaisance ni procrastination, mais audace et détermination. Nous avons beaucoup parlé ces derniers mois de changement, de monde d'après, de renouveau. Ce n'est pas la première fois. Je crois pourtant que parler ne suffit

■ SUSTAINABLE DEVELOPMENT AFTER THE COVID-19 CRISIS

Five years after the solemn commitments of 2015 in Addis Ababa on financing for development, in New York on sustainable development objectives and in Paris on climate, the result is not there. The Covid-19, without being caused by a defect in capitalism or a crisis of globalisation, has set the debate in new terms. Will we be able, despite the brutal shock we are facing, to live up to the ambitions that have been set? Will we be able, despite or perhaps thanks to adversity, to make the serious choice of an inclusive and resilient model? Under what conditions? This is the subject of the book I am publishing this autumn entitled Do we (seriously) want to change the world? (Editions Mame), of which I am sharing a few excerpts below.

plus. Que nous ne pouvons plus nous cacher derrière de beaux exemples et le volontarisme de certains. L'esprit des pionniers ouvre la voie. Il ne suffit plus. Si nous ne faisons pas l'effort de commencer à regarder ce qui ne fonctionne pas dans notre système et à procéder à des ajustements systématiques et généralisés, nous nous illusionnons. Si, en revanche, nous faisons l'effort de prendre nos outils, clés et tournevis, et procédons pour de vrai aux réglages de notre moteur, une perspective nouvelle s'ouvre. Si nous abandonnons l'approche cosmétique – voire le maquillage –

pour un travail en profondeur sur notre système et sur nous-mêmes, alors – et peut-être alors seulement – notre siècle pourra être équitable et durable. Humain.

« Nous sommes ainsi passés subrepticement de l'espoir d'avoir résolu la crise au spectacle d'un monde profondément transformé et inquiet. Grand amateur d'aphorisme, le milliardaire Warren Buffet aime à répéter que « ce n'est que quand la marée baisse que l'on voit qui se baigne sans maillot »... Pour poursuivre avec cette image, nous pouvons dire que la marée a baissé durant la crise de 2008, et nous avons vu dans quel état était le système. Puis elle est remontée et nous nous sommes sentis un peu mieux. Et maintenant, elle redescend de nouveau. Et c'est une grande marée. Le plus grand coefficient jamais vu. Et nous réalisons que le paysage n'est plus le même, que des rochers ont été déplacés, que des courants se sont transformés et, finalement, qu'il nous faut cartographier cette nouvelle réalité afin de pouvoir nous y déplacer sans risques. Et cela, c'est très angoissant, car nous sommes devant une *terra* en grande partie *incognita*.

Néanmoins il y a un mouvement qui s'amorce. Il repose encore largement sur la bonne volonté d'un certain nombre d'institutions, facilitée parfois par le fait qu'il n'y a pas vraiment de normes obligatoires, juste des « labels ». Le secteur passe actuellement par ce moment un peu particulier d'essais et de tests, avant l'émergence de standards internationaux. Dans le pire des cas, ce foisonnement ouvre la porte à des détournements cyniques, ce qu'on appelle le *washing*, un procédé de marketing ou de relations publiques utilisé dans le but de se donner une image de responsabilité écologique (*greenwashing*) ou de développement durable (*rainbow washing*, aux dix-sept couleurs de l'arc-en-ciel des objectifs de développement durable). Et là réside un vrai risque d'une nouvelle perte de confiance dans le système. Le grand public, en découvrant telle ou telle manœuvre, peut se dire de nouveau qu'il est trompé par un système basé sur le mensonge.

Pour construire cette confiance, il faut développer tout un travail de définition, de mesure, d'audit. Il y a donc tout un secteur qui se met en place : une

industrie de conseil, une industrie de mesure et, de plus en plus, une industrie d'évaluation. Cela devient en réalité un métier, quelque chose qui a de l'intérêt économique. Il suffit de voir la stratégie des grands acteurs anglo-saxons de la notation ou les *proxys*, les « agences de conseil en vote », qui, tous, ont réalisé des acquisitions en Europe. Ils ont compris qu'il y avait une opportunité qu'il leur fallait saisir. Comme l'avait dit un investisseur : pendant la ruée vers l'or, les plus intelligents vendaient des barbelés et des pioches plutôt que d'aller chercher l'or... C'est probablement un bon investissement que de s'occuper de la définition de ces sujets : les nouvelles générations en veulent, alors apportons-leur ce qu'elles veulent. Mais il faut bien veiller à ce que cette définition par le marché plus que par la norme ne nous détourne pas de ce que nous souhaitons vraiment en termes d'économie de développement durable, en termes d'économie plus solidaire. Celle dont on a besoin aujourd'hui. Il faut aider le marché à placer la barre au bon niveau. Les défis E, S et G (environnementaux, sociaux et de gouvernance) ne sont pas des défis pour rire ou se faire plaisir. Ils ne sont pas une opportunité marketing. Les relever de manière appropriée conditionne notre prospérité collective au XXI^e siècle. Le travail commence juste. Et nous sommes encore dilettantes. C'est maintenant qu'il faut passer à l'étape suivante. Nous nous intéressons pour l'instant plus souvent à la couleur de la peinture. Si cela a l'air vert, nous sommes tentés de nous en satisfaire. Et même quand nous allons au-delà, nous nous arrêtons encore trop aux seules intentions. C'est un début. L'étape décisive sera la mesure du résultat. Cette étape est devant nous.

Les ambiguïtés du profit et de sa nature sont au cœur des limites de notre modèle aujourd'hui. Le profit est l'objet de l'entreprise. L'investisseur attend un retour qui soit commensurable avec le risque pris à court, moyen ou long terme. En soi, ce n'est pas absurde. Mais les biais et les risques de détournements sont multiples. Le biais est en fait double. D'une part, le court terme, dans sa version la plus caricaturale (« *Take the money and run* », « Prends l'oseille et tire-toi ») est privilégié, plus encore en période d'aversion au risque. Et la « soutenabilité » dans la durée, sans

être évidemment interdite, est absente. D'autre part, la détermination de ce profit est exclusivement financière, calculée sur la base des revenus et des coûts au sens strict, en ignorant en particulier nombre d'externalités, comme le prix de la pollution, du carbone, de la santé – comme on l'a redécouvert avec la crise du coronavirus – ou, demain, de la nature. En outre, ce profit est réparti de manière disproportionnée entre gagnants et perdants du système, contribuant à accroître les inégalités et, au-delà, la colère et les frustrations.

Par ailleurs, le recours à la dette et à l'effet de levier est encouragé. Et la crise financière n'a qu'à peine modifié la trajectoire. Et les taux d'endettement n'ont cessé de croître depuis. Ce profit n'est pas naturellement et intrinsèquement pérenne. Il ne peut pas l'être. Comment donc transformer notre approche en pérennisant le profit et en faisant qu'il ne résulte pas de « je profite des problèmes de la planète », mais de « je profite des solutions que j'apporte aux problèmes de la planète » ? Il s'agit en quelque sorte de réenraciner le profit et, ce faisant, avec de nouvelles racines profondes, de le structurer dans la durée en renforçant sa légitimité.

Si nous y parvenons, ce sera un mouvement extrêmement important. Dans leur version financière, l'économie de marché et le capitalisme ont connu une dérive systématique que nous pourrions appeler le « capitalisme Excel » ou « PowerPoint », du nom de ces outils bureautiques qui permettent de présenter les perspectives de manière normée et convaincante. Ils sont devenus en quelque sorte un capitalisme sur ordinateur, grâce auquel nous traçons des courbes et actualisons à l'infini. Ils sont devenus d'une certaine manière hors-sol, à un moment où, précisément, le sol et ceux qui vivent dessus se rappellent à notre bon souvenir.

Dans mon livre précédent [2016], je parlais de « réenchâtement de la finance », en lointain écho au « désenchâtement du monde » de Max Weber. Comment aujourd'hui aller plus loin en réenracinant le capitalisme ? Comment relier le fonctionnement

de nos modèles économiques et financiers aux besoins des habitants – tous les habitants, pas seulement une minorité – de notre planète – pas d'une autre, il n'y en a pas encore ? La prise de conscience est difficile. Jusqu'ici, les angoisses climatiques et sociales n'avaient que marginalement fait bouger le curseur. Mais la crise sanitaire a changé la donne : nous avons vu, senti et touché les limites de notre modèle. Enfin !

Jusqu'au début de 2020, nous étions préoccupés chaque jour par une possible crise financière. A chaque choc, nous nous faisons très peur en nous disant : « Et si c'était pour aujourd'hui ? » Et le virus a frappé, inattendu, inimaginable, impensable. Et nous avons vécu la plus grave crise économique de notre histoire. Pourtant – et même si cela est difficile à entendre alors que nous n'avons pas fini de panser nos plaies –, nous n'en avons pas encore fini. Il ne faudrait pas que l'arbre de la crise financière – que l'on agitait devant nous avant le virus et que l'on agitera sans doute bientôt de nouveau – nous cache plus longtemps la forêt de la crise environnementale et la jungle de la crise sociale. Recréer l'indispensable confiance, celle qui permet d'économiser notre temps et notre énergie, sera impossible si nous ignorons ces sujets, si nous n'ouvrons pas nos yeux. Si la finance ne s'occupe que de la prochaine crise financière, que d'elle-même, nous n'allons pas recréer la confiance, ce capital qui est parti en fumée ces dernières années. Nous ne rassurerons pas les gens sur le fait que le système est à leur service.

Il nous faut retrouver un système qui serve le bien commun, qui serve une forme d'harmonie, une forme de vivre ensemble. Dire cela, ce n'est pas être naïf, ce n'est pas condamner la propriété ou le profit. C'est adapter profondément le système. Nous le savons bien : si nous ne l'adaptions pas, le risque est que ce système soit renversé et qu'on passe à autre chose. Nous sommes là au cœur de toutes les tensions et contradictions qui se sont construites depuis cinquante ans. Ces questions sont sur la table. Elles sont difficiles à trancher, alors que la tentation du retour « à la normale » est partout présente. Et ne

nous leurrions pas : si nous parvenons à les trancher, les prescriptions seront difficiles à mettre en œuvre dans un monde en fragmentation.

Nous pouvons faire une analogie avec ce que l'on appelle en informatique le « système d'exploitation » (*operating system*) d'un ordinateur : l'ensemble des programmes qui pilotent ses différents composants (disque dur, écran, processeur, mémoire, etc.) et lui permettent donc de fonctionner. Il est désormais habituel de changer totalement le système d'exploitation de son PC, sans modifier quoi que ce soit à son aspect extérieur. Ce qui fait tourner nos ordinateurs aujourd'hui n'a plus grand-chose à voir avec ce qui les faisait fonctionner à l'origine. Opérer une telle mise à jour de notre organisation économique et financière est évidemment beaucoup plus compliqué. Parce que son système d'exploitation résulte d'une série de réglementations et de procédures profondément enracinées dans nos pratiques au quotidien, au point que nous ne nous en rendons même plus compte. Nous les suivons parce que nous pensons avoir toujours fait comme ça. Ces règles nous paraissent éternelles. Et les faire évoluer signifie ouvrir le capot et se plonger dans le moteur de notre économie, sans peur de se salir les mains. Ce n'est pas nécessairement grandiose ni excitant.

Peu de gens en ont conscience : les normes comptables sont l'un des principaux réglages de ce « système d'exploitation ». Elles définissent la manière dont nous prenons en compte et traduisons dans des chiffres les actes de gestion des entreprises et des organisations publiques. Nous avons tendance à considérer ces questions très techniques, souvent rebutantes, comme de « l'intendance », la conséquence subsidiaire de décisions politiques ou stratégiques, considérées, elles, comme plus nobles. Et pourtant, elles sont essentielles dans la manière dont nous envisageons l'économie, dont nous gérons nos entreprises et nos administrations : dis-moi ce que tu mesures et comment tu le mesures, et je te dirai qui tu es et d'où tu viens. Jacques Chirac en avait conscience. Quand je travaillais à l'Élysée, je me souviens de l'avoir entendu s'émouvoir du fait que l'Union européenne avait

abdiqué sa capacité à définir les normes comptables en confiant celle-ci à la fondation IFRS, d'origine anglo-saxonne. Il avait mille fois raison.

Car les normes IFRS reposent en particulier sur le principe de la comptabilisation « à la valeur de marché », en anglais *mark to market*. En clair, on valorise un actif à la valeur que le marché lui donne au moment où on le valorise. Cette façon de traduire l'activité d'une entreprise dans les chiffres est d'ailleurs très cohérente avec la décision de Nixon de laisser flotter le dollar en 1971 : il est impossible de fixer un prix aux choses, car ce dernier ne cesse de fluctuer en fonction de l'offre et de la demande. Cette conception n'est d'ailleurs pas complètement erronée. Dans le cas d'un marché très fluide, cela a du sens.

Mais cela rend les choses très incertaines et compliquées. J'ai été directeur financier pendant plusieurs années. A ce poste, l'une des tâches importantes est d'arrêter les comptes à intervalles réguliers : tous les trimestres, les semestres, ou les ans, selon les entreprises. Cela signifie à chaque fois d'adopter cette valeur de marché pour valoriser l'activité et les actifs de l'entreprise. Et donc raisonner comme si l'on allait le lendemain, de fait, mettre en vente l'entreprise – pour ne pas dire la liquider. Je force bien sûr le trait : se caler sur la valeur de marché force à la discipline et à la transparence. Mais reconnaissons aussi qu'à la longue, ce type de raisonnement imprègne votre mentalité. Comment voulez-vous vous projeter mentalement à dix, quinze ou vingt ans si, tous les trimestres, vous devez raisonner à la « valeur de marché » du jour ? Surtout si cela se combine avec l'obligation de donner aux investisseurs des perspectives positives pour le trimestre suivant. Cela introduit un biais fondamental en faveur du court terme.

Tout pousse en effet les managers à raisonner en ce sens. C'est le cas de l'obligation qui leur est faite d'opérer en permanence des remontées d'informations en interne à leur entreprise (reporting) et de comparer les performances financières de cette dernière avec celles des concurrents (benchmark). Des contraintes renforcées par un partage quasi instantané de l'infor-

mation à l'échelle mondiale. Selon une étude récente, près de neuf dirigeants sur dix ressentent une forte pression pour démontrer une solide performance financière de leur entreprise dans les deux ans. Il sera d'ailleurs intéressant de voir dans la durée si le confinement – le « mode pause » auquel nous avons été contraints – aura poussé les managers à appréhender différemment le temps.

Il est clair que si l'on ne touche pas à ces questions, si l'on ne fait pas évoluer fondamentalement ces normes, le changement restera fragile du fait qu'il dépend de la bonne volonté de quelques entreprises, de quelques institutions, de quelques individus. Reste à savoir si l'entrée en force des géants américains dans ce domaine est de bon augure. Il est triste de voir l'Europe, pionnière sur ces questions, dépossédée et dépassée – comme souvent en matière d'industrialisation financière – par une machine américaine marquée par l'efficacité et le sens des attentes du marché.

Alors que faire ? Si nous ne faisons rien, nous, Etats, entreprises, acteurs du tissu économique et social, associations, et chacun d'entre nous, si nous ne profitons pas de cette crise pour changer nos comportements, et si cette crise, après la crise financière, ne permet pas d'empêcher une crise environnementale et une crise sociale, alors nous pourrions peut-être nous interroger sur le « patient zéro » et nous demander de quel Sarajevo Wuhan aura été le nom. Un mort à l'origine d'une crise mondiale sans fin. Nous devons nous rappeler les paroles extrêmement fortes que l'ancien dissident soviétique Alexandre Soljenitsyne avait prononcées à l'université de Harvard, aux Etats-Unis, en 1978, quatre ans après son expulsion d'Union soviétique. Elles portent sur trois points importants.

Le premier est celui de notre rapport à la vérité. Celle-ci nous échappe dès que nous cessons de la rechercher. Nous ne pouvons être complaisants avec les failles de notre modèle. Nous ne pouvons ignorer les avertissements répétés.

Le deuxième est celui de notre rapport à la transcendance. Eliminer celle-ci de notre réflexion et de

notre action nous handicape. Reconnaissons que quelque chose nous dépasse. Et que nous n'avons pas encore fait le tour de l'humain.

Et le troisième, qui résonne encore aujourd'hui, c'est le diagnostic du « déclin du courage ».

La question posée n'est donc pas : « Que faire ? » Nous savons, au fond, que faire. Les listes de « mesures » et de « solutions » abondent. Elles témoignent de notre inventivité et de notre enthousiasme. Pas encore de notre capacité à bouger ensemble. Il faut le faire. En avoir le courage. Et se mettre en mouvement.

Nous pouvons résumer cette révolution par le passage de la valorisation des actifs à la valeur de marché (*mark to market*) à ce que j'ai appelé le *mark to planet* (la valorisation des actifs en fonction de la planète). C'est évidemment une image. Il est difficile de valoriser ses actifs par rapport à la planète, au sens strict du terme. Mais cela exprime bien l'idée que nous devons arrimer nos bilans, notre activité économique et financière à cette planète, à un monde fini, dont les ressources sont limitées, et où les habitants vivent ici et maintenant. Il n'y a pas de planète B.

Derrière ces réflexions, il y a l'idée d'abandonner le capitalisme hors-sol, de le réenraciner. Nous avons eu le génie, pendant tout le XX^e siècle, de sophistication la gestion des entreprises. De faire de cette pratique ou de cet art une quasi-science. Les financiers ont su généraliser un indicateur extrêmement fort : le taux de rendement interne (TRI, « *internal rate of return* » en anglais). Il est devenu la pierre angulaire du raisonnement financier et de la décision en matière d'investissement, car il permet de résumer en un chiffre la rentabilité d'un projet. Et de la comparer au niveau de risque pris. Pour les professionnels concernés, le TRI paraît extrêmement simple. Mais il est en réalité très sophistiqué. Résultant de travaux de modélisation, il doit prendre en compte un grand nombre d'hypothèses. Rien n'empêche de le sophistication davantage, en lui faisant prendre en compte toute une série de contraintes, notamment ce que les économistes appellent les « externalités », par exemple le

coût du carbone ou le coût d'utilisation de la nature et de la biodiversité.

Ce qui m'amène aux deux derniers points essentiels pour commencer à dessiner ensemble, dès aujourd'hui, les termes d'un contrat social et d'un modèle de développement qui soient l'un et l'autre inclusifs, résilients, équitables et durables.

Tout d'abord, le changement, répétons-le encore et encore, nous le devons aux plus jeunes. Je le dois à mes enfants, à qui ce livre est dédié. Le développement durable, au fond, qu'est-ce ? Selon les Nations unies, c'est « un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la possibilité, pour les générations à venir, de pouvoir répondre à leurs propres besoins ». C'est donc permettre à la génération qui vient de disposer des mêmes actifs et de pouvoir faire des choix similaires à ceux que nous avons faits. Donc de leur donner, d'une certaine manière, les mêmes chances que celles dont nous avons bénéficié. Après, nous espérons qu'ils feront la même chose pour les générations suivantes, et ces dernières de même.

Aujourd'hui, qu'avons-nous fait ? Nous avons endetté la planète pour traverser cette crise, comme nous l'avions déjà fait lors de la crise précédente. Et, finalement, comme me l'a dit un soir ma fille : « Papa, merci, vous nous laissez une dette à rembourser et pas de perspectives... » La remarque était cruelle. Mais pas illégitime. Nous laissons aux générations futures une dette financière, qu'ils devront régler d'une manière ou d'une autre. Mais la vraie dette est celle potentiellement colossale que nous contractons à leur égard, celle de l'explosion du chômage et des inégalités, des tensions politiques, du manque d'ambition face au changement climatique, pas celle que nous leur laissons en catimini pour couvrir nos écarts. Le montant final de cette dette dépendra de notre capacité ou non à leur laisser une planète où ils pourront s'épanouir, et faire des choix comme nous les avons faits. Cette dette, je ne crois pas que nous puissions en faire abstraction. Comme le dit Saint-Exupéry : « Nous n'héritons pas de la Terre de nos parents, nous l'empruntons à nos enfants. »

Et, finalement, avant de rentrer dans le « que faire ? », il faut reconnaître que nous n'y arriverons pas si les idées que nous émettons sont juste des recettes. Cela ne marchera que si nous changeons nous-mêmes, que si nous prenons ces principes non pas comme une liste de prescriptions dont on ne retient que celles qui nous arrangent, mais comme quelque chose qui nous oblige à nous dire : « Mais au fond, dans quel monde voulons-nous vivre ? Qu'est-ce que cela suppose comme changement profond à mon niveau personnel, au niveau de mon entreprise, de mon organisation, de mon Etat ? » Nous ne changerons les choses que si nous acceptons de changer nous-mêmes. C'est probablement le défi le plus important à relever.

Il est important de garder ces principes à l'esprit. Ils peuvent apparaître naïfs. Et sans doute le sont-ils aussi. Ils viennent nous aider à tenir ferme le cap et à garder notre compas. Accepter les compromis sans la compromission. Ils sont d'un mode d'emploi difficile. Il va falloir être humble, pragmatique et regarder au cas par cas. Il est facile de dire : « Il n'y a qu'à faire telle ou telle chose », « Il faut qu'on préserve l'emploi, qu'on soit dans le durable »... Mais les choses ne sont pas simples et les contraintes peuvent être fortes : des individus peuvent être contraints financièrement dans leur consommation ou leur recherche d'emploi ; certains chefs d'entreprise peuvent être contraints de poser des choix douloureux simplement pour la préservation de leur entreprise ; les contraintes financières de certains Etats ne peuvent pas être ignorées... Il y a donc un gros travail d'éthique de la décision à entreprendre. En gardant à l'esprit que le coût de l'inaction est plus élevé que celui de l'action, qu'il est plus facile de corriger une erreur en étant en mouvement qu'en étant immobile, et qu'il vaut mieux au final se préparer au futur que de regarder vers le passé. Il ne s'agit pas de punir, mais d'accompagner. Aussi difficile et exigeant cela soit-il.

Les pages qui précèdent ont été écrites à Washington entre quarantaine et couvre-feu, dans la capitale d'un pays divisé et ébranlé, d'un pays dont le leadership a tant donné au monde et qui manque au monde aujourd'hui.

Ce n'est pas la première fois que ce pays traverse une crise. Je crois à l'Amérique. À ce qu'elle peut apporter au monde. J'ai relu l'histoire des crises qui ont précédé celle-ci. J'ai redécouvert Roosevelt ou plutôt « les » Roosevelt : le plus connu des deux en France, Franklin Delano (FDR), trente-deuxième président des Etats-Unis, en fonction de 1933 à 1945 – celui de la station de métro parisienne –, et son lointain oncle, Theodore, vingt-sixième président, en poste de 1901 à 1909. L'un et l'autre ont présidé aux destinées de ce pays à un moment critique. Le *New Deal* de Franklin Delano est enseigné dans nos écoles.

Nous connaissons moins l'importance de Théodore, dont j'ai découvert avec surprise, je l'avoue, que sa gigantesque tête sculptée figurait aux côtés de celles de George Washington, Thomas Jefferson et Abraham Lincoln dans la falaise du mémorial présidentiel des Etats-Unis du Mont Rushmore, dans le Dakota du Sud (rendu célèbre par le film *La Mort aux trousses* d'Alfred Hitchcock). Plus jeune président de l'histoire des Etats-Unis, il a promu un *Square deal* destiné à aider les classes moyennes, qui est passé par les « trois C » : conservation des ressources naturelles, contrôle des corporations, et protection du consommateur. Il n'a pas tout réussi mais il a été actif. Il incarne ce que les manuels ont appelé l'« ère progressiste ». « Je ne préconise rien de révolutionnaire, disait-il, mais d'agir pour empêcher quoi que ce soit de révolutionnaire. »

Au fond, c'est bien de cela qu'il s'agit. Comme à la fin du XIX^e siècle, nous faisons face à une situation difficile qui va bien au-delà de la seule crise sanitaire : crise sociale, crise environnementale, crise économique, absence de confiance. Nous pourrions nous décourager. Comment participer à l'avènement de cette société juste, durable, inclusive et résiliente ? Comment y croire ? En commençant par nous référer à Franklin Delano Roosevelt et aux mots fameux prononcés lors de son discours d'investiture, le 4 mars 1933, alors que, plus que jamais, les Etats-Unis étaient en plein doute dans les suites de la crise de 1929 : « La seule chose dont nous devons avoir peur est de la peur elle-même. »

Ce livre est un appel à l'action. Je n'ignore pas les difficultés. Ni la crise elle-même. Ni l'ampleur des défis sociaux et environnementaux. Ni la fragmentation mondiale et la défaillance du leadership. Ni la difficulté à ouvrir le capot et à procéder aux réglages. Cela ne doit pas nous arrêter, mais plutôt nous encourager.

Nous n'avons jamais disposé collectivement d'autant de ressources financières, techniques et technologiques. Nous le voyons avec les recherches sur le vaccin : nous n'avons jamais été capables de mobiliser autant d'intelligence sur un sujet. Je ne suis pas sûr qu'il manque une pièce à notre puzzle. Et il paraît même que le confinement a renforcé notre talent à ce petit jeu. Je ne peux imaginer que nous n'y arrivions pas. Il n'y a pas de baguette magique qui nous transporte sans effort et sans peur dans le monde d'après. Il y a notre volonté. J'ai la faiblesse de croire qu'elle peut beaucoup. Et que nous en avons une réserve infinie.

Nous le devons à nos enfants. Nous le devons aux plus faibles. Rappelons-nous ces mots de Nelson Mandela, qui a passé vingt-sept années de sa vie dans les prisons de l'apartheid sud-africain avant de devenir le premier président noir du pays et l'artisan de la réconciliation de la nation arc-en-ciel, multiethnique et pleinement démocratique : « Personne ne peut prétendre connaître vraiment une nation, à moins d'avoir vu l'intérieur de ses prisons. Une nation ne doit pas être jugée selon la manière dont elle traite ses citoyens les plus éminents, mais ses citoyens les plus faibles. »

Ce n'est pas par hasard que je souhaite laisser le dernier mot à un Africain. La finance ne se réinventera pas en vase clos. Nous devons poser les termes d'un consensus qui ne soit plus celui de Washington, ou même de Beijing ou de Bruxelles, mais celui de la planète. De toute la planète.

Nous n'avons pas utilisé autant que nous l'aurions pu l'opportunité offerte par la crise financière il y a dix ans. Les circonstances mondiales étaient pourtant plus favorables. Malgré la dégradation du multilatéralisme et la montée des murs, il est pourtant temps de poursuivre et, qui sait, d'achever le travail.

Proclamer le développement durable était une étape. Nécessaire. Mais très loin d'être suffisante. Nous ne pouvons plus faire semblant, ni nous contenter du « *lip service* » selon la terrible image en anglais. L'Europe commence à montrer le mouvement. Restons déterminés.

Bibliographie

BADRÉ B., *Voulons-nous (sérieusement) changer le monde ?*, Mame Editions, 2020.

BADRÉ B., *Money Honnie. Et si la finance savait le monde ?*, Edition Débats publics, coll. « Sens », 2016.

CRISE DE LA COVID-19

LE RETOUR DES RELIQUES BARBARES

Philippe Chalmin (1)

Professeur, Université Paris-Dauphine

Président, CyclOpe

■ Le monde vient de subir le choc économique négatif le plus violent qu'il ait connu depuis les années 1930. Par le passé, de pareils soubresauts macroéconomiques prenaient une dimension encore plus spectaculaire sur les marchés de matières premières – et plus largement de commodités – qui exerçaient une fonction de révélateur de toutes les tensions en jeu, qu'elles soient géopolitiques ou économiques. Ainsi, en 1929, la déprime des marchés agricoles sur fond de surproduction mondiale a largement précédé le krach boursier. En 1974, l'ultime étincelle de la crise fut le premier choc pétrolier qui embrasa l'ensemble des marchés durant le reste de la décennie. En 2008, un choc majeur sur les marchés (avec notamment le prix record du pétrole à 147 dollars le baril) précéda de quelques semaines la crise des *subprimes*. Rien de tel en 2020. Les marchés ont bien sûr subi un choc de demande et cela dans un contexte plutôt marqué au coin de la surproduction : en avril-mai 2020, la plupart des marchandises ont touché des points bas (voire négatifs dans le cas exceptionnel du pétrole aux Etats-Unis) avant de rebondir grâce à la perspective de la reprise économique chinoise. Au total, les matières premières ont été peu affectées directement par la Covid-19 et les perspectives de l'automne 2020 ne tranchent pas vraiment sur celles déjà bien anciennes remontant à janvier 2020. Entre-temps, deux « reliques barbares » se sont illustrées, l'or grâce aux taux négatifs et le fer grâce à la demande chinoise : l'or et le fer qui ont fait presque oublier les frasques pétrolières.

■ RAW MATERIALS AND COMMODITY MARKETS DURING AND AFTER COVID: GOLD AND IRON RATHER THAN OIL

The world has just experienced the most violent negative economic shock since the 1930s. In the past, such macro-economic disorders took on an even more spectacular dimension in the raw materials markets – and more broadly in the commodity markets – which acted as a revelation of all the tensions at play, whether geopolitical or economic. Thus, in 1929, the depression of agricultural markets against a backdrop of global overproduction largely preceded the stock market crash. In 1974, the final spark of the crisis was the first oil shock that set all the markets ablaze for the rest of the decade. In 2008, a major shock on the markets (with the record price of oil at \$147 a barrel) preceded the subprime crisis by a few weeks. Nothing like that in 2020. The markets have of course suffered a demand shock, and this in a rather marked context of overproduction: in April-May 2020, most commodities hit low points (even negative in the exceptional case of oil in the United States) before rebounding thanks to the prospect of the Chinese economic recovery. All in all, raw materials were little directly affected by Covid and the outlook for autumn 2020 does not really contrast with the longstanding outlook dating back to January 2020. In the meantime, two “barbaric relics” have stood out, gold thanks to negative rates and iron thanks to Chinese demand: gold and iron, which have almost made us forget the oil follies.

Des perspectives mitigées avant la Covid-19

Au début de janvier 2020, alors qu'à Wuhan la Covid-19 faisait probablement ses premières victimes, l'exercice de prévision auquel se livraient la plupart des analystes de marché de la planète ne tranchait pas par son originalité. Un peu partout, l'heure était aux surproductions et aux excédents. Ainsi le 8 janvier 2020, nous écrivions ⁽²⁾ : « Ainsi, sauf aléas climatiques, sanitaires et géopolitiques, les marchés de commodités devraient globalement rester déprimés en 2020. » L'indicateur CycLOpe-Rexecode des prix des matières premières, qui avait perdu 8 % en 2019, aurait encore perdu 2 % en 2020. Les principaux aléas évoqués étaient d'ordre géopolitique, les matières premières se trouvant en première ligne de la plupart des fronts ouverts par l'irascible Donald Trump : le pétrole pour l'Iran et le Venezuela, le soja pour la Chine, le vin pour la France, sans oublier les métaux stratégiques et la viande de porc affectée par la peste porcine africaine en Chine. Cela étant, le 15 janvier 2020, les Etats-Unis et la Chine avaient signé une sorte de paix des braves, un accord dit de « phase 1 » dans lequel la Chine s'engageait à un rattrapage quelque peu démesuré de son excédent commercial avec les Etats-Unis. Le texte avait été négocié en décembre, mais au moment de la signature solennelle à la Maison Blanche, les Chinois disposaient d'une information qu'ignorait la partie américaine : dès le 7 janvier, le comité permanent du bureau politique (le saint des saints autour de Xi Jinping) avait tenu une réunion entière autour de l'épidémie de Wuhan. Les dirigeants chinois savaient alors à quoi s'en tenir et ce que serait la « force majeure » qui les empêcherait de tenir leurs engagements. La preuve, à la fin de juillet 2020, sur 36,5 Md\$ de promesses d'importations de produits agricoles américains, la Chine n'en avait réalisé que 8,5 Md\$.

Les tensions pétrolières étaient aussi à leur comble avec la frappe « yéméno-iranienne » sur le cœur des installations pétrolières d'Aramco en septembre 2019, puis avec la mort du général iranien Qassem Soleimani

tué à Bagdad par un drone américain au début de janvier 2020. Cela étant, dans l'un et l'autre cas, qui, en d'autres temps, eussent déclenché un nouveau choc pétrolier, les marchés étaient restés d'une sagesse exemplaire à peine au-delà des 70 dollars le baril.

Non, vraiment, rien en février 2020 ne transpirait sur les marchés de la vague qui allait submerger l'économie mondiale. La seule inquiétude venait de Chine avec la prolongation des vacances du Nouvel An chinois. Ces dernières années, la Chine a pris une telle importance en tant que premier consommateur – et en général importateur – de matières premières et secondaires à l'état brut ou semi-transformé que les marchés mondiaux sont pratiquement à l'arrêt durant les deux semaines qui entourent le Nouvel An. En 2020, alors que s'ouvrait l'année du cochon, l'arrêt a été beaucoup plus long.

Les effets de la Covid-19

■ Un choc de demande

Au plus fort de la crise, entre mars et mai 2020, la demande mondiale en énergie et matières premières industrielles a globalement diminué d'au moins 30 %. Ainsi pour le pétrole dont la demande était en temps normal de l'ordre de 100 millions de barils/jour (mbj), elle était tombée en avril, d'après les chiffres de l'Agence internationale de l'énergie à 77 mbj. Par contre, pour les produits alimentaires de base, la baisse de la demande a été peu marquée. Tel n'a pas été le cas pour certains produits plus festifs ou événementiels, des vins aux fruits secs, sans parler même des fleurs : 70 % des roses produites au Kenya pour l'exportation ont dû être détruites faute de demande (et aussi d'avions pour les transporter). Le confinement a aussi perturbé les habitudes de consommation : le monde de l'habillement a perdu au moins une « saison » (l'été 2020) et cela s'est répercuté sur la demande de matières premières textiles comme le coton. La baisse de la consommation de bière a eu un impact notable sur la demande d'orges de brasserie.

La baisse de la demande a commencé par la Chine, mais au fond elle a duré assez peu et dès le mois de mai, le rythme d'importations chinoises était redevenu presque normal. Sur le premier semestre 2020, les importations chinoises de pétrole ont augmenté de 9,9 %, celles de gaz naturel de 3,3 %, celles de cuivre de 25 %, de minerai de fer de 9,6 %... et pour des raisons liées à l'épidémie de 142 % pour la viande porcine ! Premier pays occidental à être touché, puis confiné, l'Italie a drastiquement réduit ses importations de laine ou de cuir. Par la suite, la baisse de la demande s'est généralisée à tous les pays avancés, mais aussi émergents : l'Inde a ainsi diminué de manière sensible ses importations de charbon.

Au début de l'automne, à l'exception de la Chine, aucun pays n'avait retrouvé son niveau de production industrielle d'avant la crise : la demande mondiale de pétrole restait de 5 à 7 mbj inférieure à celle de 2019, plombée par la véritable panne que subissait le transport aérien.

Au total, la baisse de la demande au début de l'été était estimée pour 2020 à 11 % pour le coton, 9 % pour le pétrole, 6 % pour l'acier, 5 % pour le cuivre, 4 % pour le gaz naturel, 3 % pour l'huile de palme.

Du côté de l'offre, la Covid-19 n'a eu qu'une importance limitée en termes de production : quelques mines – surtout en Amérique latine – ont dû réduire leur activité. Certaines productions agricoles ont souffert de l'absence de travailleurs saisonniers du fait des quarantaines : en Malaisie, des plantations d'huile de palme ont dû recourir à des prisonniers de droit commun faute de main-d'œuvre immigrée en provenance du Bangladesh ou d'Indonésie. Tout cela n'a pas pesé bien lourd dans les grands équilibres de marchés marqués en général par d'importants excédents.

■ Des marchés excédentaires

Avant la Covid-19, les « fondamentaux » de la plupart des marchés étaient donc excédentaires, et cela malgré l'accumulation des tensions géopolitiques : le

marché du pétrole était excédentaire de 1 à 2 mbj et cela malgré les embargos américains qui éliminaient pratiquement le Venezuela et l'Iran de la scène internationale et malgré le chaos qui régnait en Libye. Parmi les métaux, même ceux qui profitaient de la demande pour les véhicules électriques comme le cobalt, le lithium et, dans une moindre mesure, le nickel souffraient d'excédents récurrents (au point d'amener le numéro un mondial du cobalt, Glencore, à fermer sa principale mine en République démocratique du Congo).

Sur le plan agricole, les conditions climatiques étaient presque optimales et le sont restées pendant tout le printemps 2020. Le monde s'acheminait vers des productions record de céréales, d'oléagineux de sucre, mais aussi de café et de cacao. Finalement, on eut seulement à déplorer un peu de sécheresse en Argentine, en Ukraine et en France, quelques tempêtes aux États-Unis et en Chine. La mousson en Inde aura été excellente permettant une augmentation de 14 % des emblavements. La seule ombre au tableau reste donc la peste porcine africaine en Chine, mais aussi dans le reste de l'Asie et même un peu en Europe avec quelques cas en septembre dans l'Est de l'Allemagne.

On ne s'étonnera donc pas que dans le contexte déprimé des mois de mars et d'avril, les grands marchés de commodités aient connu une évolution assez comparable à celles des Bourses de valeur, avec un décrochement des prix de l'ordre de 10 % à 30 % selon les produits. Un produit toutefois a connu une histoire plus complexe, plus spectaculaire aussi, en partie « hors Covid-19 ». Il s'agit bien sûr du pétrole.

■ Quand le prix du pétrole était négatif

Un soir donc, à la clôture du contrat à terme de New York, le baril de pétrole brut américain, le West Texas Intermediate, termina en négatif : il fallait payer 37,63 dollars pour pouvoir livrer un baril de pétrole au point de livraison du marché, à Cushing dans l'Oklahoma. C'était le 20 avril 2020. La nouvelle fit le tour du monde et suscita l'incompréhension. En

réalité, il s'agissait là d'une manipulation technique, d'un « étranglement » mené par quelques opérateurs contrôlant les capacités de stockage de Cushing et empêchant les spéculateurs qui étaient restés en position dans les derniers jours du contrat de prendre livraison de leur pétrole faute de stockage. A ce petit jeu, des fonds d'investissement, surtout chinois, auraient perdu plus de 3 Md\$. Au-delà de ce qui reste une anecdote, la réalité des marchés physiques était marquée par une véritable abondance pétrolière et des prix au cœur des zones de production, comme le Texas, inférieurs à 10 dollars le baril. Au plus bas, le baril de Brent toucha un plancher de 16,50 dollars le 21 avril 2020. La Covid-19 était passée par là, mais... pas que !

Au début de mars 2020 en effet, l'Arabie saoudite déclencha un premier séisme en dénonçant les accords Opep+ ⁽³⁾ avec la Russie qui avaient permis dans une certaine mesure de limiter les excédents pétroliers, alors que la production américaine de pétrole de schiste ne cessait d'augmenter. Le prince héritier d'Arabie saoudite, Mohammed Ben Salmane (MBS), avait en 2019 mis tout son orgueil dans la mise sur le marché d'un faible pourcentage de la compagnie pétrolière nationale, Aramco. Il avait même rêvé d'une capitalisation boursière de 2 000 Md\$ (ce qu'Apple réalisa durant l'été 2020). Mais pour tenir le cours de bourse d'Aramco (et aussi pour financer les rêves plutôt dispendieux de MBS), il fallait maintenir le prix du baril au-dessus de 60 dollars. L'Arabie saoudite proposa donc à la fin de février 2020 de réduire encore un peu plus le quota de production de l'Opep+. La Russie refusa tout net estimant à juste raison que c'était là faire un cadeau aux producteurs américains. La discussion s'envenima et MBS décida alors de claquer la porte, de pomper et d'exporter tout le pétrole possible. L'Arabie saoudite ayant les coûts de production les plus faibles au monde et disposant quand même de substantielles réserves financières, cette stratégie de la terre brûlée aurait pu, en d'autres temps, donner quelques résultats. Mais malheureusement, il y eut la Covid-19 et un peu partout à partir du milieu de mars 2020, le grand confinement des économies occidentales. La

consommation s'effondra de 20 mbj au moins, alors même que les producteurs augmentaient leur offre de plus de 3 mbj. Les prix s'effondrèrent bien en deçà de la zone de confort des pétroliers américains. Cela incita Donald Trump à intervenir et à faire l'intermédiaire entre Poutine et MBS. Il en résulta, le 10 avril 2020, un accord de réduction de production de l'Opep+ de 9,7 mbj à compter du mois de mai 2020. Dans un premier temps les marchés ne réagirent pas tant les stocks accumulés un peu partout (y compris du stockage flottant) étaient importants. C'est alors que se produisit l'incident du prix négatif.

Par la suite, l'Arabie saoudite, probablement sous la pression américaine, augmenta de manière unilatérale ses engagements de coupure de production. Avec une légère reprise de la consommation, le marché du pétrole se rééquilibra grâce aux sacrifices des producteurs. Le prix remonta pour terminer l'automne autour de 40 dollars le baril, un prix qui semble devoir être un plafond pour les mois à venir tant les stocks demeurent importants et que des pans entiers de la demande comme l'aviation restent fragiles. Et encore, doit-on signaler que ce cours de 40 dollars qui correspond au coût de production marginal des pétroles de schiste américains et qui est inférieur au point d'équilibre fiscal (*fiscal breakeven*) de pratiquement tous les producteurs n'est possible qu'avec la mise hors marché de deux pays qui furent longtemps parmi les plus importants producteurs mondiaux, l'Iran et le Venezuela (membres fondateurs de l'Opep, il y a soixante ans).

Ainsi la Covid-19 a aggravé les tourments pétroliers sans en être pour autant responsable. Mais si le pétrole a monopolisé l'attention, les évolutions des marchés du gaz naturel ont été aussi fort instructives.

■ Gaz naturel et charbon : les nouveaux équilibres énergétiques

En effet, pendant que le pétrole faisait la une de l'actualité, les deux autres grandes énergies fossiles connaissaient des conjonctures difficiles pour des

raisons cependant bien différentes. Pour le charbon, dont les échanges sont relativement limités par rapport à une production largement autoconsommée en Chine et en Inde, la baisse des importations asiatiques (de 454 millions de tonnes à 421 mt au cours des sept premiers mois de 2020 par rapport à 2019 pour les quatre grands importateurs asiatiques, Chine, Inde, Japon et Corée du Sud) a provoqué une baisse des prix de 32 % de janvier à juillet 2020 pour passer en dessous de la barre des 50 dollars la tonne (fob Australie). Ce pourrait être le signe d'une désaffection pour le charbon, mais malheureusement, on peut craindre qu'à de tels prix, le charbon ne reste longtemps la source d'énergie la moins chère pour produire de l'électricité. Faut de prix du carbone suffisamment élevé (malgré la hausse récente des prix européens) et surtout de prix universels, la compétitivité du charbon reste malheureusement intacte.

Toutefois, les évolutions récentes, un peu amplifiées par la Covid-19, ont renforcé la position du gaz naturel. L'effondrement des prix a été en effet spectaculaire. Il n'existe pas à proprement parler de prix mondial du gaz naturel. La cotation du marché de New York donne un prix américain au carrefour de gazoducs, le Henry Hub. Le gaz y est coté à l'état gazeux en dollars, le million de *british thermal unit* (mbtu) (on peut grossièrement multiplier par six le prix du baril de pétrole en dollars pour avoir l'équivalent). Le marché européen dispose de plusieurs cotations, mais la plus représentative est le TTF néerlandais. Enfin, en Asie, l'agence Platt's fournit le « Japan Korea Marker », mais cette fois-ci pour du gaz naturel liquéfié, sachant que la chaîne du gaz naturel liquéfié (GNL) – liquéfaction, transport, regazéification – coûte 3 dollars au moins le mbtu. C'est en fait le prix du GNL en Asie qui est devenu la référence la plus pertinente des tendances du marché. Alors qu'au moment de la catastrophe de Fukushima, le GNL avait atteint les 20 dollars le mbtu, on était à l'automne 2019, en un moment qui correspond à un pic de la demande, à peine au-dessus de 6 dollars, ce qui permettait quand même de rentabiliser les exportations américaines. Au début de mai 2020, le marché spot était tombé à 1,85 dollar. Sur les marchés continentaux, le Henry

Hub était à 1,40 dollar et le TTF européen à peine au-dessus de 1 dollar ! Il y avait là certes la conséquence de la baisse de la demande (-4 % sur l'ensemble de 2020), mais surtout l'arrivée massive de nouvelles capacités de GNL à bas coût en Australie, au Qatar, aux Etats-Unis et bientôt au Mozambique. A l'approche de l'automne 2020, les prix se sont raffermissés (5 dollars en Asie, 4,50 dollars en Europe), mais par sa disponibilité, le gaz naturel a incontestablement marqué des points comme la grande énergie de transition du XXI^e siècle. Le développement du GNL explique aussi la plus grande fermeté allemande vis-à-vis de la Russie dans l'affaire du gazoduc Nord Stream II dont les derniers kilomètres seront bien difficiles à poser ! Enfin, n'oublions pas que, pour certains pays, le gaz joue un rôle plus important que le pétrole dans leurs recettes d'exportation : c'est le cas de l'Algérie, du Qatar, dans une moindre mesure de la Russie et des Etats-Unis. Et en 2020, la rente gazière a bien souffert. Mais les errances pétrolières ont aussi perturbé les marchés agricoles.

■ Pas de crise alimentaire, au contraire !

Dans les premiers jours de la crise économique provoquée par la pandémie de Covid-19, nombre d'analystes, filant la comparaison avec 2008, ont évoqué la menace d'une crise alimentaire (en réalité la flambée des prix agricoles avait alors précédé de plusieurs mois la crise financière). Il n'en fut rien en 2020 et l'abondance fut au rendez-vous. Le décrochage des prix agricoles mondiaux fut toutefois limité à l'exception justement des produits ayant une forte sensibilité énergétique du fait de leur transformation en biocarburants : le maïs, le sucre et l'huile de palme dont les prix au plus bas étaient 24 %, 30 % et 36 % respectivement inférieurs à leurs cotations du début de janvier 2020, mais cela sur des marchés – répétons-le – marqués au coin d'excédents liés un peu partout à d'excellentes récoltes et à de bonnes perspectives pour 2020.

Dans les premiers jours de la crise, on a pu constater des comportements au fond assez identiques entre les

ménages se ruant sur les linéaires de leurs supermarchés et ceux de certains pays importateurs désireux de couvrir leurs besoins (souvent en prévision du ramadan). Cela put donner une impression de pénurie d'autant plus que quelques exportateurs (Russie, Vietnam, Thaïlande, etc.) limitèrent leurs exportations pour protéger leur marché national. D'autres pays (Inde, Brésil) souffrirent de problèmes logistiques liés au confinement. Tout cela ne dura guère et le monde n'a souffert en 2020 d'aucune pénurie alimentaire.

Durant l'été, grâce à quelques doutes climatiques et surtout à l'importance des achats chinois (soja, maïs, viandes, etc.), les prix agricoles mondiaux ont légèrement rebondi tout en restant inférieurs à leurs niveaux de la fin de 2019 à la notable exception du soja. Au-delà des grains et des produits animaux, il faut souligner la situation difficile des marchés des principaux produits tropicaux avec des excédents de café Arabica, de cacao, de sucre et même de thé (dans ce dernier cas, la situation de l'Iran, l'un des principaux importateurs mondiaux, n'arrange rien).

■ Mais des crises industrielles !

L'industrie mondiale a été touchée de plein fouet par la pandémie de Covid-19. Nombre d'établissements industriels ont dû fermer ou au moins réduire leur activité. Première touchée, la Chine, l'atelier du monde, a prolongé les vacances du Nouvel An chinois et a réduit ses importations de métaux tout comme de matières premières agricoles. Cela étant, la reprise d'activité en Chine a été sensible dès le mois de mai 2020 et les marchés des métaux ont très vite « acheté » la reprise chinoise. Entre le début de l'année et leur point le plus bas en mars, les six grands métaux non ferreux cotés sur le London Metal Exchange ont perdu 15 % de leur valeur. Ils en ont récupéré depuis (à la fin de septembre) 22 % et le cuivre, le nickel et le zinc se trouvaient alors au-dessus de leurs niveaux de janvier 2020. La Covid-19 était bien oubliée !

Mais deux produits aux antipodes l'un de l'autre ont tenu le haut du pavé, alors même que la Covid-19 faisait encore rage : l'or et le fer !

Pour l'or, la chose peut se comprendre. La « relique barbare » que Keynes voulait enterrer définitivement a fait preuve au fil des décennies d'une étonnante résilience. L'or est resté une valeur de fond de portefeuille... ou de coffre-fort ! Ces dernières années, l'investissement en or est devenu plus facile avec le développement des ETF (*exchange-traded fund*) (4), de l'or « papier », mais s'appuyant sur de véritables stocks. Mais surtout, avec des taux négatifs, l'achat d'or est devenu une alternative crédible à celui de bons du Trésor suisses ou allemands. Et puis, on sait que l'or garde un symbole de valeur refuge en période géopolitique troublée. Enfin, en Chine et en Inde, l'or garde la faveur des petits épargnants méfiants – souvent avec raison – à l'égard de leur système bancaire. La saison des mariages en Inde est un moment essentiel du calendrier aurifère surtout si la mousson est bonne, et cette année, elle a été excellente !

Tous ces éléments ont joué en 2020 et l'or a brisé ce qui longtemps s'était dérobé en d'autres périodes haussières, la barre des 2 000 dollars l'once. Les achats des ETF (899 tonnes entre janvier et juillet 2020 pour atteindre un stock total de 3 785 tonnes d'une valeur alors de 239 Md\$) ont été l'élément déterminant. Après avoir culminé à 2 050 dollars, le marché a repris son souffle et à la fin de septembre, l'once d'or oscillait entre 1 850 dollars et 1 950 dollars.

Dans son sillage, l'or a entraîné l'argent dont le prix a doublé, de 12 dollars à 24 dollars l'once entre le creux de mars et la fin de septembre 2020. Mais l'argent a une vraie dimension industrielle et profite de l'essor des nouvelles technologies. C'est aussi le cas dans une moindre mesure des platinoïdes, le palladium plus que le platine et puis surtout le rhodium, le métal le plus cher de tous à près de 15 000 dollars l'once, tous utilisés dans l'industrie automobile pour les pots catalytiques.

A l'inverse, signalons la forte chute de la demande de diamants. Le confinement est quand même passé par là ! Les deux acteurs majeurs du secteur, le Sud-Africain De Beers et le Russe Alrosa, ont été contraints de baisser leurs prix.

Si la flambée de l'or peut se comprendre, que dire de celle du minerai de fer, alors même que dans le monde occidental la production d'acier diminuait et que fermaient des hauts fourneaux : certes, mais pas en Chine ! La production d'acier en Chine a légèrement diminué en février-mars 2020 avant une nette reprise et de nouveaux records. La Chine produit plus de la moitié de l'acier mondial et importe l'essentiel de son minerai de fer sur de gigantesques navires (plus de 300 000 tonnes pour les plus importants) d'Australie et du Brésil. La cotation mondiale de référence du minerai de fer est « cf port chinois » (souvent Qingdao) et il y a même à Tianjin un marché à terme portant sur un contrat de minerai de fer (en yuan). A l'été 2018, le minerai de fer était tombé à peine au-dessus de 60 dollars la tonne. En janvier 2019, à la suite d'un accident dans une mine au Brésil, il avait culminé à plus de 120 dollars la tonne et par la suite, y compris au début de la pandémie, il était resté dans la zone des 80 dollars à 90 dollars. En août 2020, la tonne de minerai était revenue au-dessus de 120 dollars, un prix remarquable quand on sait que les producteurs australiens dans la région de Pilbara (Rio Tinto, BHP, Fortescue) ont des coûts de production probablement inférieurs à 30 dollars ! La raison de cette hausse est bien sûr à chercher en Chine qui, sur les huit premiers mois de 2020, a produit 689 millions de tonnes d'acier (+3,7 %) et en août un record de 94,85 mt (+8,4 %). En Chine, tout le monde a parié sur l'impact des mesures de relance décidées par le gouvernement pour permettre à l'Empire du milieu d'être le premier à sortir de la crise. Et en Chine, qui dit relance, dit grands travaux et donc acier, ce qui entraîne les importations de minerai de fer (près de 550 mt au premier semestre, soit une hausse de 9,6 % par rapport à 2019).

L'impact chinois joua aussi sur les métaux non ferreux : sur les huit premiers mois de 2020, la production chinoise des dix métaux non ferreux majeurs a été de 40 mt (+3,3 %), dont 24,3 mt d'aluminium (+23 %), là aussi plus de la moitié de la production mondiale. Ceci s'est traduit par une augmentation des importations de minerais, de demi-produits et même de métaux, ce qui explique le rebond des cota-

tions au London Metal Exchange (LME). En effet, le LME (propriété de la Bourse de Hong Kong, elle-même contrôlée par des banques publiques chinoises) reste le marché le plus liquide et le plus actif et il attire des « investisseurs » (c'est-à-dire des spéculateurs) à la recherche de corrélation entre le prix des métaux et l'économie réelle : ne parle-t-on pas de manière un peu exagérée de « Dr Copper » ?

Parmi les matières premières agricoles et forestières, on retrouve la même évolution et le même rebond avec un peu comme pour l'or et le fer un produit exceptionnel et inattendu : le bois d'œuvre (*lumber*) pour la construction aux Etats-Unis. Là aussi, il s'agit d'un marché essentiellement nord-américain qui reflète la place qu'occupe le bois dans la construction de maisons aux Etats-Unis. Après avoir fortement chuté en mars, le confinement arrêtant nombre de chantiers, les prix à Chicago ont bondi de 77 % pour atteindre un niveau record historique. La raison en est simple : anticipant une baisse de la demande, les exploitations forestières américaines et canadiennes avaient réduit leur activité. Mais au contraire, le bâtiment a profité de l'importance du premier plan de relance américain (3 000 Md\$) et la demande s'est envolée. Il ne s'agit là que d'un marché régional (l'Amérique-du-Nord) même si par le biais des importations la hausse s'est un peu transmise en Europe et en Asie.

L'industrie textile a été une des grandes victimes de la crise perdant au moins une « saison » et un pays majeur du monde de la mode (habillement et chaussures) touché parmi les premiers : l'Italie dont la demande en laine et en cuir s'est effondrée pendant plusieurs mois. Pour le coton, le marché est excédentaire avec des stocks représentant un an de consommation. Cela étant, l'importance des achats chinois de coton américain en septembre (au-delà même de la réalité de leurs besoins) a contribué à soutenir les cours sur le marché de New York. La situation reste plus difficile pour la laine, les relations entre la Chine et l'Australie étant particulièrement tendues : on anticipe une baisse moyenne des prix de la laine australienne de 17 % pour la campagne 2020-2021.

■ Un impact globalement limité

Etant donné l'ampleur du recul économique provoqué par la pandémie de Covid-19 (et sans même parler d'une éventuelle – mais probable – deuxième phase en Europe), il faut convenir que son impact sur les marchés de matières premières et de commodités a été assez limité, surtout si l'on prend en compte le fait que le pétrole a suivi sa propre histoire et que pour de très nombreux marchés – agricoles en particulier –, les tensions géopolitiques sont rapidement revenues au premier plan. Ce n'est au fond pas étonnant sur le plan alimentaire (il faut bien manger, même si les modèles ont pu changer avec l'arrêt de la restauration hors foyer), mais cela reste un peu surprenant sur le plan industriel et énergétique. Deux facteurs en fait ont joué. Le premier est d'ordre monétaire : la Covid-19 a en effet enfin provoqué une baisse du dollar américain, ce qui apparaît assez logique au vu de la politique de la FED (Federal Reserve) en matière de taux et des déficits publics liés au plan de relance. Historiquement, les cours des matières premières sont liés aux évolutions du dollar par une corrélation inverse qui se vérifie tout particulièrement dans les moments de rupture (juillet 2008 en fut ainsi un superbe exemple). Cela est lié au comportement des investisseurs pour lesquels les commodités peuvent être un véhicule d'arbitrage monétaire. La chute du dollar en 2020 se retrouve donc dans la hausse des matières premières à partir d'avril.

L'autre facteur – le plus important – est bien sûr chinois. En deux décennies, la Chine est devenue le véritable pivot des marchés mondiaux, importateur, transformateur, consommateur. Ce fut le cas à l'origine dans le domaine industriel, mais la Chine est devenue le premier importateur mondial de pétrole, mais aussi de charbon et le sera demain de gaz naturel. Et même dans le domaine alimentaire, malgré ses objectifs affichés d'autosuffisance, la Chine est aujourd'hui le véritable détenteur de l'« arme alimentaire », celle du principal importateur solvable que courtisent des producteurs ployant sous le fardeau de leurs excédents. Or les marchés ont d'autant plus « acheté » la reprise chinoise que les chiffres de l'économie « réelle » l'ont confirmé, qu'il s'agisse de la production (on l'a vu

pour l'acier et les métaux), des importations, mais aussi de la consommation. Les seuls marchés à avoir vraiment souffert et dont les perspectives restent médiocres sont ceux pour lesquels la Chine ne joue qu'un rôle secondaire comme le café et le cacao !

Les marchés dans l'après-Covid

Peut-on déjà penser un après-Covid ? Sur les questions sociétales et économiques, ce serait là bien ambitieux. Mais en ce qui concerne les marchés mondiaux de matières premières et de commodités, on peut avancer non des certitudes, mais quelques pistes.

La première concerne l'accélération de la transition énergétique, ce qui peut apparaître paradoxal étant donné la baisse générale des prix des énergies fossiles à laquelle on a assisté. Mais c'est que la Covid-19 a amplifié des tendances déjà à l'œuvre en matière d'énergies renouvelables et de décarbonation. Peut-être avons-nous assisté au *peakoil* non pas comme autrefois on le craignait en termes de production, mais en ce qui concerne la demande : il est de moins en moins certain que le niveau des 100 mbj sera franchi et s'il l'est, ce pourrait n'être que de manière temporaire. Dans la hiérarchie des énergies fossiles, la baisse des prix favorise désormais le gaz naturel qui sera le « chaînon manquant » avant le développement de la deuxième génération d'énergies renouvelables à l'image de l'hydrogène. Mais pour l'instant, c'est le gaz naturel qui tient la corde : CMA-CGM vient de lancer le premier une série de porte-conteneurs géants fonctionnant au GNL. Le gaz naturel est déjà au cœur de nombre de tensions géopolitiques, que ce soit en Méditerranée orientale ou autour de l'achèvement du gazoduc Nord Stream II, sans oublier les projets transafricains du Nigeria au Maroc.

La période de la Covid-19 a été aussi marquée par une extrême volatilité des marchés. En soi, cela n'est pas nouveau et il faut rappeler que c'est pour gérer

cette instabilité historique que furent « inventés » au XIX^e siècle les premiers marchés à terme d'abord pour les produits agricoles, puis pour les métaux. Ce furent les modèles sur lesquels se développèrent dans les années 1970 les marchés à terme financiers (*financial futures*) et plus largement ce que nous connaissons aujourd'hui sous le terme générique de marchés dérivés dont les matières premières ne constituent plus qu'un compartiment mineur. Aucun des efforts de stabilisation ou de cartellisation des dernières décennies n'a vraiment abouti et la période de la Covid-19 n'a pas échappé à cette règle. La volatilité de ces derniers mois a augmenté les risques sur les marchés. Si les grandes maisons de *trading* ont pu en profiter, on a constaté une plus forte « mortalité » sur des places comme Singapour. Cela a entraîné le retrait d'un certain nombre de banques qui jusque-là assuraient le financement de ces opérations (*commodity trade finance*) et cela ne manquera pas d'avoir des conséquences sur l'activité du négoce international.

Mais au-delà, la période de la Covid-19 a cruellement illustré ce que l'on peut qualifier de « malédiction des matières premières ». Trop de pays dans le monde dépendent encore, pour l'essentiel, de leurs ressources, de l'exportation de l'une ou l'autre des matières premières, à commencer bien sûr par l'énergie et les métaux. Comment imaginer un processus de développement sur le long terme, alors même que les prix mondiaux peuvent varier du simple au double comme cela a été le cas en 2020 ? La Covid-19 a fragilisé des filières entières et il faudra savoir en tirer les leçons. Que dire d'ailleurs aussi de son impact sur les matières « secondaires » issues de la récupération et du recyclage où les prix négatifs aux origines ont été souvent la règle !

L'après-Covid restera enfin encore marqué de conflits géopolitiques dans lesquels les matières premières continueront à occuper la première place. La Chine sort de la crise avec une place encore renforcée par son poids sur les marchés et la place que commencent à occuper ses marchés à terme avec toutefois le bémol de leur cotation en yuan. Mais que dire aussi du pétrole avec le Venezuela et l'Iran, du gaz naturel déjà évoqué, de nombre de métaux stratégiques (ceux justement de la transition énergétique), des produits agricoles mêmes à l'image de la viande porcine, du soja ou même de l'orge. De ce point de vue, rien n'a vraiment changé depuis ce que Marx et Engels avaient écrit dans leur *Manifeste* : « Les matières premières sont une question de vie ou de mort pour les nations civilisées dont les industries travaillent non plus des matières premières indigènes, mais des matières premières appartenant aux régions les plus lointaines et dont les produits sont consommés à la fois dans les pays d'origine et dans toutes les parties du monde. » Marx avait vu juste, mais il n'est pas certain qu'il pensait alors à la Chine !

Notes

1. Cet article a été rédigé le 1^{er} octobre 2020.
2. Lettre de CyclOpe, janvier 2020.
3. Organisation des pays exportateurs de pétrole + Russie.
4. Fonds négocié en Bourse.

COVID-19, LA BEI ACCÉLÈRE SA TRANSFORMATION EN BANQUE EUROPÉENNE DU CLIMAT

Ambroise Fayolle

Vice-président, Banque européenne d'investissement (BEI)

■ Dès la fin de l'année 2019, la Banque européenne d'investissement (BEI) a annoncé une ambition très forte dans le domaine climatique reposant en premier lieu sur une augmentation significative de plus de 50 % de son activité pour les investissements verts d'ici à 2025. Cette ambition repose également sur la mobilisation de 1 000 Md€ de financements par an en faveur du climat pour la prochaine décennie. La BEI alignera également l'ensemble des opérations avec les objectifs de l'accord de Paris d'ici la fin de l'année 2020. A titre d'exemple, la BEI a décidé de mettre fin au financement des projets énergétiques qui recourent aux énergies fossiles, y compris le gaz. En novembre 2020, le conseil d'administration de la banque a approuvé à l'unanimité sa feuille de route pour le climat marquant ainsi une étape décisive dans la mutation de la BEI en une banque européenne du climat. Cette feuille de route met en exergue la manière avec laquelle la BEI va soutenir la relance verte dans ce contexte de crise liée à la Covid-19, à l'appui du pacte vert pour l'Europe et des objectifs de développement durable (ODD) au niveau mondial.

Plus que jamais, la Banque européenne d'investissement (BEI) doit assumer son rôle contracyclique face à la crise, tout en confirmant sa marche en avant dans la lutte contre le changement climatique et la dégradation environnementale. Loin de s'opposer, ces objectifs convergent : la croissance de demain repose sur la compétitivité de nos entreprises et de nos territoires qui, pour être résiliente, doit s'inscrire dans une dynamique de transition

■ COVID-19, THE EIB FASTENS ITS TRANSFORMATION AS A CLIMATE BANK

At the end of 2019, the EIB announced its following ambitious commitments. First, the EIB will increase support for climate action and environmental sustainability to more than 50% of annual lending by 2025. Second, the EIB Group aims to support €1 trillion of green investment over the critical decade ahead. And the EIB Group will align all financing with the goals of the Paris Agreement by the end of 2020. For example, the EIB will stop financing unabated fossil fuel energy projects, including natural gas. Then in November this year, our Board unanimously approved our Climate Bank Roadmap. It is an important milestone in our transformation to become Europe's fully fledged climate bank. The roadmap outlines how the EIB Group will support a green recovery from the Covid-19 crisis, back the European Green Deal and support the Sustainable Development Goals around the world.

énergétique et écologique. La BEI, qui a pour ambition de confirmer son rôle de « banque européenne du climat », doit être l'accélérateur de cette transformation, en utilisant son levier de financement de projets poursuivant un objectif de politique publique européenne prioritaire.

Cet article vise à expliquer les enjeux de la transformation de la BEI en banque européenne du climat

et de montrer que loin d'être interrompue par la crise, l'urgence de cette transformation a été admise par tous les Etats membres qui viennent d'en valider à l'unanimité la feuille de route.

L'ambition d'une banque européenne du climat

L'environnement fait partie des quatre objectifs prioritaires de la BEI, au même titre que le financement des infrastructures, de l'innovation et des PME qui, pour ces dernières, s'opère principalement par sa filiale, le Fonds européen d'investissement (FEI). Cet objectif recouvre de nombreuses dimensions comme le traitement des eaux, l'isolation thermique des bâtiments, la biodiversité, les mobilités, les sources d'énergie renouvelable. La BEI y consacre en moyenne, chaque année, un quart de son activité globale, soit, au cours des dernières années, un volume proche de 16 Md€.

En développant dès 2007 le marché des obligations vertes (*green bonds*), en affirmant un objectif d'au moins 25 % du total de ses financements dédiés au climat et en étendant cet objectif à 35 % dans son activité à l'extérieur de l'Union européenne (UE), la BEI se positionnait dès la COP 21, au moment des accords de Paris, comme le premier acteur public de financement de la lutte contre le changement climatique, avec une ambition chiffrée de 100 Md\$ US investis entre 2016 et 2020. Et cet acteur est porté par l'Europe !

Les débats autour des élections européennes de 2019 ont reflété le besoin d'aller plus loin : l'urgence climatique portée par un élan populaire et par l'ambition du président de la République française a fait apparaître le besoin d'une meilleure coordination des efforts et d'une augmentation des moyens à l'échelle européenne. C'est le sens du projet politique du Green Deal porté par Ursula von der Leyen pour doter l'Europe d'une réelle capacité d'intervention dans le financement de la lutte contre le changement climatique.

La BEI s'est donc lancée dans la révision de sa politique de financement de l'énergie, en associant les experts de l'institution et les représentants des Etats membres dans une démarche d'ouverture à la société civile et aux porteurs de projets. Cette révision de la politique de financement de l'énergie, adoptée à une très large majorité par le conseil d'administration de la BEI en novembre 2019, a forgé le premier pilier de la nouvelle stratégie climat de la BEI.

Ainsi, les projets énergétiques qui recourent aux combustibles fossiles sans être assortis de dispositions de réduction des émissions – avec un seuil fixé à 250 g de CO₂ par KWh produit – ne pourront plus être financés par la BEI (1). Ce seuil permet de continuer à financer des projets de méthanisation ou de biogaz. C'est un signal très fort puisque pour la première fois une banque publique affichait une ambition claire quant à la fin du financement des énergies fossiles.

Fort de la validation de sa politique de financement de l'énergie, la BEI a complété son ambition en faveur du climat et de l'environnement de deux annonces stratégiques à la fin de 2019 décrites ci-après :

- en volume tout d'abord avec un engagement d'augmenter de façon drastique les investissements dédiés à l'action climatique et environnementale, et passer ainsi de 25 % minimum (dans les faits, environ 30 %) à l'heure actuelle à 50 % du volume de financements annuels à l'horizon 2025. A volume d'activité constante, cela représente un passage de 15-18 Md€ à 30 Md€ de financements annuels en faveur du climat et de l'environnement. Or, puisque la BEI ne finance jamais seule un projet, elle a un effet catalytique. En effet, un financement de la BEI est le gage d'un processus d'instruction rigoureux qui envoie un signal positif sur les marchés et permet d'attirer d'autres financiers. En moyenne, la BEI finance 30 % du montant des projets qui lui sont présentés. On peut donc avancer le chiffre de 100 Md€ de financements mobilisés par an, soit un engagement de 1 000 Md€ sur une décennie. C'est le sens de l'engagement pris par la BEI qui servira le programme volontariste de la présidente de la Commission européenne,

Ursula von der Leyen, en faveur du Green Deal européen ;

- en qualité : être un acteur responsable de la lutte contre le changement climatique et la dégradation environnementale, c'est aussi s'assurer que toute l'activité n'a pas d'impact négatif sur le climat et l'environnement. C'est ainsi que la BEI a tenu dès la fin de 2020 à s'engager à être 100 % alignée avec les objectifs des accords de Paris. Cet engagement, c'est la garantie que les projets accompagnés par la banque européenne du climat n'auront pas d'impact négatif sur le climat et s'inscriront dans les trajectoires définies par les Etats (NDC, *nationally determined contributions*) en préparation de la COP 21, et revues à la hausse en préparation de la COP 26. Cet engagement repose sur la taxonomie européenne pour définir les activités économiques qui contribuent de manière significative à l'action climatique et environnementale, et tout particulièrement l'application du principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » (« *do no significant harm* ») au vu des critères à respecter en la matière.

La BEI terminait l'année 2019 sur une dynamique très positive en faveur du climat et de l'environnement. La crise sanitaire allait l'amener cependant à prendre des mesures d'urgence pour répondre aux besoins immédiats et tenter d'éviter la crise économique.

Les réponses de la BEI face à la crise

Face aux crises, la BEI a toujours su jouer un rôle contracyclique, sous l'impulsion des Etats membres, de la Commission européenne et des propositions formulées depuis son siège au Luxembourg. En 2009-2010, elle finançait massivement les secteurs touchés par la crise économique et mettait ensuite en œuvre le plan de relance par l'investissement, appelé « plan Juncker », pour rattraper les niveaux d'investissements dans les secteurs stratégiques pour l'UE. Face à la crise migratoire, elle

proposait des solutions de financement de projets clés dans ce domaine.

Face à la crise sanitaire, la BEI a eu trois niveaux d'intervention qui s'ajoutent à son soutien au secteur de la santé, que ce soit auprès des établissements hospitaliers – comme le financement du programme Hôpital Avenir en France depuis 2013 – ou auprès des acteurs de la medtech ou de la biotech, avec de nombreuses pépites en France qu'elle a soutenues. Elle a cherché à favoriser un écosystème de la santé européenne, en finançant notamment la recherche et c'est dans ce cadre qu'elle a financé, grâce au plan Juncker, l'entreprise BioNtech en juin 2020 avec un prêt de 100 M€ destiné à développer les programmes de recherche face au risque épidémiologique et qui allait aboutir aux essais prometteurs de vaccins avec les laboratoires Pfizer.

Dès mars 2020, le groupe BEI réagissait et lançait un programme de 28 Md€ pour soutenir les PME. Ces fonds ont été immédiatement mis en œuvre, déployés à travers le réseau des banques commerciales, partenaires traditionnels de la banque de l'UE, et ont permis de drainer des liquidités dans les marchés à très court terme et d'éviter ainsi tout risque de rationnement du crédit qui aurait été très dommageable aux économies européennes.

Le deuxième niveau de réponse de la BEI a consisté à constituer un fonds de garantie de 25 Md€ pouvant garantir jusqu'à 200 Md€ de prêt sur le continent européen. Cette dynamique faisait partie de la réponse globale de l'UE. Cette réponse coordonnée d'un montant global de 540 Md€ comprend trois piliers : le premier pour le marché du travail, le deuxième pour les Etats (via le Mécanisme européen de stabilité – MES) et le troisième pour l'économie « réelle », dont est chargée la BEI. Validé par le conseil d'administration en mai et mis en œuvre dès le mois d'octobre, ce Fonds européen de garantie, (European Guarantee Fund – EGF), propose différents outils qui s'adressent aux PME, ETI, grandes entreprises ou entités du secteur de la santé, et qui complètent les dispositifs nationaux qui ont été déjà mis en œuvre par les Etats

membres. Ce sont en particulier des garanties de portefeuille et des outils de partage de risque. Il s'appuie sur les contributions des Etats membres qui constituent une garantie à première perte. Il vise ainsi à démultiplier les efforts nationaux et accélérer le financement des entreprises avec une période de déploiement très courte, jusqu'en décembre 2021. Les premières opérations se mettent en œuvre avec déjà quatre opérations approuvées en octobre 2020.

Convaincue de l'importance d'une gestion mondiale de la crise, la BEI a cherché également à apporter des réponses à l'extérieur des frontières de l'UE. Elle s'inscrit ainsi dans la réponse de la « Team Europe » mise en place sous l'impulsion de la Commission européenne et a annoncé dans ce cadre un soutien de 6,7 Md€, notamment dans les secteurs de la santé et pour soutenir les économies, notamment les PME.

Ces éléments ont forgé la réponse rapide de la BEI qui a été en dialogue constant avec la Commission européenne et les Etats membres. Lors de l'accord du 21 juillet 2020 du Conseil européen visant à mettre en place un plan sans précédent de 750 Md€ s'appuyant sur une mutualisation de la dette, un choix a été pris de confier aux Etats la responsabilité de sa mise en œuvre. La BEI n'est donc pas directement bénéficiaire de cette nouvelle ressource. Néanmoins, et c'est le sens de sa mission, elle travaille avec chacun des gouvernements pour afficher sa disposition à augmenter le levier des plans nationaux pour en accroître l'impact réel. Ainsi, en France, dès le discours de politique générale du Premier ministre, la BEI a fait valoir son expertise sur les secteurs identifiés comme prioritaires par le gouvernement et qui allaient se retrouver dans France Relance.

Il y a en effet une convergence entre les objectifs prioritaires du plan de relance français et les priorités de politique publique telles que mises en œuvre par la BEI en Europe et particulièrement en France. Financer avant tout la transition écologique et énergétique : la BEI y consacrait déjà 47 % de ses financements en France en 2019 ! Le deuxième pilier concerne l'innovation et la compétitivité des entreprises qui reste une

priorité de la BEI. Enfin, la cohésion et l'approche sociale font aussi partie des priorités et des projets financés par le groupe européen. Aussi, les financements de la BEI doivent-ils être perçus comme réellement additionnels et viennent compléter et augmenter l'impact du plan France Relance.

Loin de s'opposer, les réponses à la crise sanitaire viennent accélérer l'ambition en faveur du climat des programmes de financement européens et confortent la BEI dans sa mutation en banque européenne du climat. En novembre 2020, le conseil d'administration, à sa première lecture et à l'unanimité, a adopté la feuille de route pour la banque du climat, traduisant concrètement l'ambition stratégique annoncée moins d'un an plus tôt. Loin d'être érodée par la crise sanitaire, cette ambition se confirme et l'unanimité obtenue dans cette validation traduit la prise de conscience collective de l'urgence climatique et environnementale et le levier d'action que peut représenter la banque de l'UE.

Vers une mutation accélérée et confortée

La prise de décision unanime du conseil d'administration est un marqueur important du soutien des Etats membres à cette transformation en banque européenne du climat pour la période 2021-2025. Les représentants des Etats membres ont ainsi approuvé la feuille de route du groupe BEI – qui regroupe la BEI elle-même et sa filiale, le Fonds européen d'investissement – dans son rôle de banque européenne du climat. Celle-ci expose en détail la manière dont le groupe BEI entend soutenir les objectifs du pacte vert pour l'Europe (European Green Deal) et de développement durable en dehors de l'UE.

Ce résultat est le fruit d'un dialogue avec les experts, la société civile, les administrations, nourri de plus de 200 contributions écrites adressées à la BEI. Cette feuille de route permet d'aligner la stratégie en

matière d'action climatique sur l'objectif consistant à contenir l'élévation des températures mondiales à 1,5° C par rapport à l'ère pré-industrielle. Cinq ans après les accords de Paris, c'est une accélération rendue nécessaire par l'urgence de la dégradation environnementale. Cette feuille de route guidera les activités de la BEI pour les cinq prochaines années. Elle étend la question climatique à une approche plus large en faveur de l'environnement, incluant notamment les questions de biodiversité, de traitement des eaux et des ressources naturelles.

En devenant la première banque multilatérale alignée sur les objectifs des accords de Paris, la BEI va apporter une contribution décisive à la relance verte, même avec une crise de la Covid-19 qui perdure. En Europe, cela se traduira par le soutien aux objectifs du European Green Deal et l'intégration notamment d'une transition juste pour les régions, les communautés et les entreprises tributaires d'activités à forte intensité carbone, ou particulièrement vulnérables aux effets néfastes du changement climatique. A l'échelle mondiale, cela passera par le soutien aux activités de développement durable. C'est le sens de l'engagement européen pour favoriser une convergence des économies européennes et mondiales vers une ambition décarbonée.

La feuille de route concrétise ainsi les engagements pris onze mois plus tôt et se concentre sur quatre domaines clés de la transition :

- accélérer la transition : la banque européenne du climat va soutenir les domaines prioritaires définis dans le pacte vert pour l'Europe, depuis le renforcement de la résilience jusqu'à la lutte contre les changements climatiques en passant par la protection de la nature. Elle permettra de renforcer le dialogue avec les Etats membres de l'UE, ainsi qu'avec les pays en développement et les pays émergents, et de façonner le développement des activités et l'innovation en matière de produits. Le groupe BEI dispose d'une expertise reconnue pour apporter son soutien à toute la palette de l'innovation technologique : du capital d'amorçage à un stade de développement très précoce jusqu'à la

dette de premier rang pour les technologies parvenues à maturité. En 2021, la BEI présentera un plan de soutien à l'adaptation aux changements climatiques et une nouvelle politique de prêt dans le secteur des transports en lien avec les travaux de la Commission européenne ;

- assurer une transition juste pour tous : le soutien à la cohésion comptait parmi les principes fondateurs qui ont présidé lors de la création de la BEI en 1958. Il figure toujours parmi les objectifs de premier ordre – et la banque du climat veillera donc à ce qu'aucun citoyen, ni aucun lieu ne soient laissés de côté sur le chemin de la transition. Le mécanisme pour une transition juste est la pierre angulaire de la réponse de l'UE à ce défi de l'accompagnement social de la transition. La BEI présentera un plan détaillé pour une transition juste en 2021, une fois que le mécanisme pour une transition juste de l'UE aura été adopté. A l'échelle mondiale, la BEI accroît ses efforts dans des domaines clés qui sont au cœur du développement social, de la durabilité environnementale et de l'action en faveur du climat : l'égalité entre les hommes et les femmes ainsi que les conflits, les Etats fragiles et les migrations ;

- soutenir les opérations conformes aux objectifs des accords de Paris : la banque européenne du climat met en œuvre sur le plan opérationnel le concept d'alignement sur les objectifs et les principes des accords de Paris pour le groupe BEI. Des critères clairs sont présentés pour différents secteurs, interprétés et appliqués dans le contexte de l'ensemble des produits de la banque. Parmi les exemples d'investissements spécifiques que le groupe BEI ne soutiendra plus, citons les projets d'expansion des activités agricoles dans des zones contenant des stocks de carbone élevés, les projets d'expansion des capacités aéroportuaires et les nouvelles usines grandes consommatrices d'énergie conventionnelle. Par ailleurs, la banque du climat a revu à la hausse le coût carbone associé aux projets, ce qui importe en particulier pour les projets routiers ; cette démarche n'aura de sens que si elle s'inscrit dans une dynamique identique des contreparties. La banque travaillera en ce sens ;

- renforcer la cohérence stratégique et la responsabilité : la banque du climat est soucieuse de mettre en place une politique qui réponde aux besoins identifiés. Elle restera donc à l'écoute pour définir et ajuster sa politique, en toute transparence, pour s'assurer de la viabilité sociale et environnementale de sa démarche et de son alignement à la taxonomie européenne. Un travail sera mené en 2021 sur le cadre de durabilité environnementale et sociale de l'institution.

Conclusion

A travers cette feuille de route, le groupe BEI s'est donné les moyens pour réussir sa mutation et se conformer aux engagements pris à la fin de 2019. Cette transformation de la BEI fait suite à une première grande réforme menée dans le cadre de la mise en place du plan Juncker entre 2015 et 2020 qui a permis de mobiliser en cinq ans 500 Md€ de financement additionnel en faveur des investissements stratégiques en Europe. Cette dynamique prise dans un temps très court traduit à la fois l'urgence de la situation climatique et environnementale, qui impose des financements massifs à mettre en œuvre dès aujourd'hui, et la confiance renouvelée dans une institution qui a acquis une crédibilité technique et une légitimité

institutionnelle au cours des dernières décennies. La dimension européenne pour initier cette impulsion est indispensable à la poursuite de ce projet de décarbonation et d'adaptation aux changements climatiques. En s'engageant à mobiliser 1 000 Md€ d'investissements dans la prochaine décennie à l'appui de l'action pour le climat et l'environnement, en réaffirmant son soutien aux marchés des capitaux verts, en s'alignant sur les objectifs des accords de Paris tout en garantissant une transition juste, la BEI confirme sa transformation en banque européenne du climat, donnant une nouvelle dimension au rôle structurant de l'Europe.

Note

1. Afin d'opérer ce changement sans heurt, la BEI continuera d'approuver potentiellement des projets liés aux infrastructures gazières qui sont déjà officiellement en cours d'instruction – y compris des projets présentant de l'intérêt pour la Communauté de l'énergie et ceux figurant sur la liste des projets d'intérêt mutuel – jusqu'à la fin de 2021. En outre, au cours de cette période, la BEI pourra approuver tout projet d'infrastructures gazières figurant sur la quatrième liste des projets d'intérêt commun cofinancés par le budget de l'UE.

5.

Politiques macroéconomiques

■ Emmanuel Moulin

Endettement des Etats et crise de la Covid-19

■ Robert Ophèle

Endettement des entreprises françaises et crise de la Covid-19

■ Olivier Guersent

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

■ Klaas Knot

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

■ Benoît Cœuré

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

■ Michel Aglietta et Sabrina Khanniche

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

■ Patrick Artus

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

■ Bertrand Jacquillat

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

ENDETTEMENT DES ETATS ET CRISE DE LA COVID-19

Emmanuel Moulin

Directeur général du Trésor

■ La crise de la Covid-19 a conduit à une réponse exceptionnelle de la part des Etats sur le plan budgétaire, qui devrait mener à une hausse historique de l'endettement public. Ce choc s'inscrit dans une tendance haussière de plusieurs décennies de l'endettement public. La montée de l'endettement mondial coïncide avec l'affaiblissement historique des taux d'intérêt. A court terme, la faiblesse du coût de la dette publique plaide en faveur de la poursuite d'un soutien de la politique budgétaire à l'activité et à l'emploi. Cependant les risques associés à une dette publique élevée demeurent importants, notamment de moindres marges budgétaires pour lutter contre d'éventuels futurs retournements de conjoncture et une vulnérabilité au retournement des conditions de marché. C'est pourquoi il demeure essentiel d'assurer la soutenabilité à long terme.

L'ampleur et la nature de la crise de la Covid-19 ont conduit à une réponse exceptionnelle sur le plan budgétaire : les mesures discrétionnaires représenteraient environ 12 % du PIB mondial en 2020 selon le Fonds monétaire international [FMI, 2020b]. Le soutien à l'économie de la politique budgétaire a été particulièrement important dans les économies développées. La palette des mesures mises en place a été large : soutien direct par la dépense publique, dégrèvements, prise de participation, prêts ou garanties. Elle reflète les multiples dommages de la crise sur le secteur privé et les ménages auxquels les Etats ont dû répondre. Le choix des mesures de soutien a varié d'un pays à l'autre, reflétant à la fois les différences de marges budgétaires des Etats, l'ampleur des stabilisateurs automatiques et les objectifs de leur politique

■ PUBLIC DEBT AND COVID-19 CRISIS

In response to the coronavirus crisis, governments have taken unprecedented fiscal measures, which is expected to lead to an historic increase in public debt. This increase will occur against a backdrop of a decades-long upward trend in public debt. The rise in global indebtedness coincides with a historic weakening of interest rates. In the short term, the low cost of public debt argues in favor of continued fiscal policy to support activity and employment. However, the risks associated with a high level of public debt remain significant, in particular reduced fiscal space to counter possible future economic downturns and a vulnerability to a reversal in market conditions. Therefore, ensuring long-term debt sustainability remains key.

économique de crise. En Europe, la protection des revenus des ménages a essentiellement reposé sur les mesures de chômage partiel qui ont permis de limiter les destructions d'emploi, tandis que les Etats-Unis ont privilégié des mesures de transferts directement vers les ménages [Philippon *et al.*, 2020] compte tenu des filets de protection sociale moins développés.

Ces politiques de réponse à la crise, ainsi que celles de relance de l'activité encore largement à venir, conduisent à une forte augmentation de la dette publique, déjà élevée avant la crise. Si la réflexion sur l'impact d'une dette publique élevée était déjà engagée depuis quelques années en raison de la faiblesse des taux d'intérêt, cette forte augmentation de l'endettement public liée à la Covid-19 a ravivé les débats sur les effets et les risques associés à un niveau d'endettement public élevé, potentiellement durable.

La situation d'avant-crise

La crise de la Covid-19 constitue un choc économique d'une ampleur exceptionnelle et devrait conduire à une hausse historique de l'endettement. Pour autant, ce choc s'inscrit dans une tendance haussière de plusieurs décennies.

Portée par des conditions financières très accommodantes, la dette mondiale publique et privée (hors secteur financier) a connu une forte augmentation au cours des dernières décennies, pour atteindre un niveau historique d'environ 240 points de PIB à la fin de 2019. En particulier, la hausse du stock de dette, rapportée au PIB, a été particulièrement rapide au sommet de la crise de 2008-2009. Une hausse comparable a été progressivement accumulée depuis le pic de la crise à la fin de 2009.

La hausse de l'endettement n'est pas l'apanage des administrations publiques et a été observée dans tous les secteurs. Ainsi, la dette des ménages a connu une phase d'accumulation continue au cours des années 2000, avant de se stabiliser après la crise de 2008. Du côté des entreprises, la crise de 2008 a conduit à une phase de consolidation, mais dès la fin de 2011, leur ratio de dette est reparti à la hausse.

Lors de la crise de 2008, et au cours de la décennie qui a suivi, l'endettement souverain s'est accéléré de façon remarquable, prenant le relais du secteur privé mis à mal par la crise. Ainsi, l'endettement public mondial est passé de 72 % du PIB en 2007 à 105 % du PIB en 2019 dans les économies développées, et de 36 % du PIB en 2007 à 52 % du PIB en 2019 dans les économies émergentes. Des phases de stabilisation, voire de repli très modéré, ont régulièrement alterné avec des épisodes de forte augmentation de la dette publique, comme ce fut le cas durant la crise de 2008 et désormais avec la crise de la Covid-19 en 2020.

Si la tendance à l'endettement souverain a été très claire dans les pays avancés, cela n'a pas forcément

été le cas dans les autres économies. Au début des années 2000, un découplage a eu lieu entre les économies émergentes et en voie de développement, d'une part, où l'endettement public a diminué, et les économies développées, d'autre part, où l'endettement public a continué à progresser. L'initiative PPTE (pays pauvres très endettés) avait permis de faire baisser le niveau de dette publique des pays les plus pauvres, qui ont toutefois connu un nouveau cycle d'endettement qui a accru leurs vulnérabilités avant même la crise liée à l'épidémie de la Covid-19 [FMI, 2020a]. Dans les économies émergentes, l'écart entre taux de croissance et taux d'intérêt a été particulièrement favorable à une baisse de la dette durant les années 2000 [Escolano *et al.*, 2011]. L'amélioration des soldes publics des pays exportateurs de matières premières a également favorisé la baisse de la dette publique.

La montée de l'endettement mondial coïncide avec l'affaiblissement historique des taux d'intérêt. Sur les dettes publiques considérées comme les plus sûres, les taux longs souverains sont historiquement faibles (Etats-Unis), voire négatifs (Allemagne, France, Pays-Bas). Ainsi, en France, malgré la hausse de l'endettement public, la baisse des coûts de financement a permis de faire diminuer la charge de la dette publique, qui est passée de près de 3 % du PIB en 2008 à moins de 1,5 % du PIB en 2019 (1).

Dans un contexte de hausse de l'endettement, la baisse des taux d'intérêt peut sembler paradoxale. L'affaiblissement des taux d'intérêt a été particulièrement marqué sur la période récente, mais sa temporalité et ses déterminants sont difficiles à identifier. Les mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre depuis 2008 et la pénurie d'actifs sûrs ont pu contribuer à la baisse des coûts de financement. En théorie, une hausse de l'endettement devrait conduire à une hausse des taux d'intérêt, et ce d'autant plus que le niveau d'endettement est élevé (risque de soutenabilité et risque de dégradation de la notation crédit). Cependant, depuis la dernière crise financière, la politique monétaire durablement expansionniste et la demande mondiale en actifs sûrs pourraient, en maintenant les taux très bas, avoir

rompu les effets du niveau de dette publique sur les coûts d'endettement, comme le suggère une étude sur le cas des Etats-Unis de Gamber et Seliski [2019].

Des facteurs plus structurels sont également avancés dans la littérature économique. Les partisans de la théorie de la stagnation séculaire défendent la thèse d'une baisse durable des taux neutres, mesure théorique du niveau des taux d'intérêt qui permet à l'économie d'atteindre son potentiel. Le vieillissement de la population pourrait favoriser la hausse du niveau d'épargne et donc une baisse des taux neutres, car les personnes âgées détiennent davantage d'épargne que les personnes jeunes, et l'allongement de l'espérance de vie pousse les personnes jeunes à davantage épargner [Lisack *et al.*, 2019]. Les inégalités favoriseraient également la montée de l'épargne du fait que la propension à épargner des ménages riches est plus élevée [Mian *et al.*, 2020]. La baisse de l'intensité en capital de nouvelles activités, essentiellement technologiques, à haute valeur ajoutée [Summers, 2014], ou la baisse des prix relatifs des biens d'investissement pourraient également participer à la baisse des taux neutres en faisant diminuer la demande d'investissement. Il est difficile d'identifier dans quelle mesure chacun de ces facteurs entre en jeu. De plus, même sur une longue période, la temporalité de ce mouvement de baisse des taux est difficile à mettre en évidence : de nombreux auteurs pointent une tendance à l'œuvre sur les quatre dernières décennies, mais certaines recherches évoquent la possibilité d'une tendance pluriséculaire [Schmelzing, 2020].

Des débats préexistants sur la hausse de l'endettement public

Traditionnellement, le recours à la dette est justifié pour financer les dépenses dont le rendement permettra à terme de la rembourser. Une grande partie des dépenses publiques est acyclique, c'est-à-dire qu'elle ne dépend

pas de la situation conjoncturelle de l'économie. Elle vise à répondre aux besoins courants, comme la protection sociale et l'éducation, et aux besoins d'investissements collectifs. Le financement de ces dépenses peut s'effectuer par l'impôt ou par l'endettement, traditionnellement utilisé lorsque les recettes sont temporairement insuffisantes, ou quand le rendement des dépenses permettra leur remboursement ultérieur. Par exemple, les politiques d'investissement dans la recherche publique ou les dépenses d'éducation ont un retour sur investissement potentiellement élevé, même s'il peut se matérialiser à plus ou moins longue échéance. De même, les dépenses d'investissement dans des biens d'équipements publics permettent d'augmenter le capital public, ou les dépenses qui permettent de préserver le capital humain des effets d'hystérèse d'une hausse du taux de chômage sont bénéfiques sur la croissance et ont donc une rentabilité économique potentiellement élevée. En revanche, lorsque le rendement d'une dépense financée par de l'endettement est trop faible pour permettre son remboursement ultérieur, son financement correspond à un remboursement par l'impôt futur. Dans cette configuration, il est nécessaire que la dépense soit socioéconomiquement désirable car elle ponctionne les agents privés d'une partie de leur revenu futur.

De façon plus conjoncturelle, l'endettement public peut aussi servir à lisser les effets du cycle économique. Ainsi, en période de ralentissement ou de crise, lorsque les recettes budgétaires se réduisent, l'endettement peut permettre de maintenir, voire d'augmenter, les dépenses publiques. En période de crise, l'impact positif d'une expansion budgétaire sur l'activité est d'ailleurs plus important selon la littérature économique. De ce fait, le recours à la dette publique en période de crise peut limiter le ralentissement de l'économie, et donc augmenter les capacités de désendettement à long terme [Koo, 2010]. Sur ce point, le danger de mener trop rapidement une politique de désendettement est probablement plus consensuel depuis la crise de 2008.

Pour autant, cet endettement en période de bas de cycle devrait être compensé par un désendettement en période de haut de cycle. En haut de cycle, une

orientation expansionniste de la politique budgétaire peut induire une éviction de la demande privée dans une situation de plein-emploi des facteurs de production. Dans ces conditions, la reconstitution des marges budgétaires est possible et même souhaitable. Sur la période récente, la politique budgétaire a été insuffisamment contracyclique en haut de cycle pour permettre une décrue de l'endettement public, conduisant à une hausse tendancielle de l'endettement. En effet, il est généralement difficile d'identifier en temps réel la position dans le cycle, et donc la nécessité pour un Etat de mener une politique budgétaire restrictive. Le diagnostic économique est ainsi crucial pour mener une politique budgétaire cohérente avec la position dans le cycle.

La dépendance de la croissance à l'endettement est une autre explication potentielle à l'endettement régulier des Etats. Il est possible que la hausse de l'endettement public réponde à une nécessité macro-économique de résorber l'excès d'épargne privée et le déficit de demande pour atteindre le plein-emploi, ou tout au moins s'en approcher. Le déficit de demande du secteur privé est particulièrement aigu en bas de cycle, lorsque les agents se désendettent, ou en période d'incertitude, qui conduit les agents à augmenter leur épargne de précaution. La dépense publique peut alors prendre le relais. Certains économistes suggèrent que même en haut de cycle, certains facteurs comme la montée des inégalités, la baisse des gains de productivité ou la concentration sectorielle pourraient également favoriser un équilibre de basse croissance et de sous-emploi. Ainsi, Summers et Rachel [2019] suggèrent que les comportements privés auraient généré un équilibre de basse croissance durant les dernières décennies, dont seule l'intervention de la politique budgétaire, par exemple via des mesures visant à renforcer la protection sociale, aurait permis d'en limiter les effets.

Le secteur public est généralement bien placé pour s'endetter afin de soutenir la demande. Toutefois, la politique économique pourrait également faire reposer le soutien de la demande en partie sur le secteur privé. Des mesures visant à renforcer la

consommation et l'investissement et à diminuer l'épargne du secteur privé pourraient ainsi être mises en place, comme le suggèrent Blanchard et Tashiro [2019]. Le développement de la protection sociale, comme l'assurance chômage ou la couverture santé, ou des mesures visant à modifier la distribution des revenus, par exemple la part du travail (dont les revenus sont moins inégalitaires que le capital) dans le partage de la valeur ajoutée, pourraient ainsi diminuer le taux d'épargne sans effet sur les soldes publics. Ces mesures incitant à la consommation et à l'investissement et désincitant à l'épargne du secteur privé doivent toutefois entraîner le moins de distorsions possible pour le système productif.

Pour autant, un niveau d'endettement public élevé comporte toujours des risques. En premier lieu, les pays qui ont un niveau de dette publique élevée disposent de moindres marges budgétaires pour lutter contre d'éventuels futurs retournements de conjoncture. Les pays qui auraient ainsi un niveau élevé de dette publique et un risque de défaut plus important ne seraient donc pas en mesure de mener une politique budgétaire contracyclique [Bianchi *et al.*, 2019]. La littérature économique met également en évidence une possible corrélation négative entre taux de croissance et dette publique [Checherita et Rother, 2010 ; Kumar et Woo, 2010], bien que ces résultats soient discutés [Egert, 2013]. Les effets d'une dette publique élevée passeraient par plusieurs canaux. La hausse du coût de financement de la dette publique peut se répercuter sur les coûts de financement du secteur privé et entraîner une éviction des dépenses privées d'investissement productif. Un autre canal est possible, lorsque les agents privés adaptent leurs comportements : la hausse du niveau de dette publique peut dans ce cas conduire les ménages à épargner davantage, en prévision des hausses d'impôts à venir pour rembourser la dette (comportements dits « ricardiens »). Toutes choses égales par ailleurs, la hausse de la dette publique entraîne une hausse du solde primaire stabilisant, ce qui peut provoquer, à plus ou moins brève échéance, un besoin de consolidation. Cet impératif de consolidation peut provenir d'un retournement des conditions de marché, ainsi que l'on a pu l'observer en zone euro pendant la crise

des dettes souveraines, l'équilibre entre le coût de la dette publique et le niveau de la dette publique étant instable.

Le débat n'est pas tranché sur les seuils à partir desquels la dette publique a un effet négatif sur la croissance. En 2019, dans un article qui a été très commenté, Olivier Blanchard a rouvert le débat sur le coût de la dette publique [Blanchard, 2019a]. Cet article a participé au renouvellement des termes du débat qui consistait jusqu'alors majoritairement à préconiser une consolidation budgétaire pour baisser les ratios d'endettement. Il part notamment du constat qu'historiquement, aux Etats-Unis, le niveau des taux d'intérêt a été la plupart du temps inférieur à celui de la croissance nominale. Dans cette situation, il est possible de refinancer sa dette et de diminuer le ratio d'endettement même avec un déficit public primaire. Dans une publication ultérieure ⁽²⁾ qui résume son article initial, Olivier Blanchard rappelle d'ailleurs que la dette publique est « mauvaise, mais pas catastrophique. Elle peut être utilisée, mais elle doit l'être à bon escient ».

La crise de la Covid-19 et ses conséquences probables

Face à l'épidémie de la Covid-19, les pouvoirs publics, en France et dans le monde, ont réagi résolument. En conséquence, l'endettement public devrait connaître une augmentation historique et synchronisée au niveau mondial. Cette augmentation est particulièrement importante dans les économies développées, où le taux d'endettement public devrait, selon le FMI, atteindre environ 125 points de PIB en 2020 (+20 points en un an). Si le rebond de l'économie durant les prochains trimestres devait permettre une stabilisation du ratio d'endettement en 2021, l'environnement économique demeurerait très incertain.

Lors de l'écllosion de la crise, le soutien à l'économie était nécessaire pour éviter une destruction de l'appareil

productif et soutenir les revenus des ménages, notamment les plus fragiles. Lors de la phase de réouverture, les mesures d'accompagnement de la reprise restent également primordiales pour soutenir la demande et accompagner le relâchement progressif des contraintes pesant sur l'offre, qui restent importantes avec la persistance de la circulation du virus. Pour les pays qui disposent de marges budgétaires, la crise de la Covid-19 est une opportunité d'investir dans des dépenses de transformation durable du système productif et dans la décarbonation de l'économie, alors que la situation conjoncturelle crée un besoin de soutien de la demande.

En France, dès le début de la crise, les pouvoirs publics ont immédiatement pris des mesures sanitaires fortes, notamment de confinement, pour limiter la propagation du virus et renforcer les capacités de lutte contre l'épidémie. Parallèlement, le gouvernement a mis en œuvre un plan d'urgence exceptionnel afin de soutenir la liquidité des entreprises, protéger le revenu et l'emploi des ménages et limiter les risques de persistance des effets de la crise sur l'appareil productif et les compétences. Ce plan incluait des mesures avec un impact sur le solde public (dépenses sanitaires, activité partielle), des mesures de trésorerie des entreprises (reports d'échéances fiscales et sociales) et des mesures visant à intervenir dans les entreprises en difficulté (dotation en fonds propres ou quasi-fonds propres via le compte d'affectation spéciale « participations financières de l'Etat »), auxquelles s'ajoutent des dispositifs de garantie (prêts garantis par l'Etat). Dans une deuxième phase, durant le processus de réouverture de l'économie, les dispositifs d'urgence ont été ajustés afin d'inciter à la reprise de l'activité et favoriser les réallocations sectorielles, tout en continuant de soutenir les secteurs les plus affectés, par la mise en place de plans de soutiens spécifiques (automobile, aéronautique, tourisme, technologies, commerces de proximité). Dans leur ensemble, ces mesures d'urgence ont représenté un montant de l'ordre de 470 Md€.

Pour compléter ces mesures d'urgence en ancrant durablement la reprise et pour transformer l'économie

française, le plan « France Relance » a été annoncé au début de septembre. D'un montant de 100 Md€ engagés sur deux ans (2021-2022), France Relance permettra non seulement de stimuler l'activité et l'emploi à court terme, notamment en soutenant le pouvoir d'achat des ménages et en déployant des investissements publics ambitieux, mais également de préparer la croissance de la prochaine décennie, en accélérant les transformations de notre économie vers un modèle plus compétitif, plus innovant et plus respectueux de l'environnement.

Conséquence de mesures de soutien comparables dans la plupart des économies avancées, la forte hausse de l'endettement public en 2020 a relancé le débat sur les risques liés à un niveau d'endettement public durablement élevé. Au regard du seul niveau d'endettement public, étalon traditionnel de la situation financière des administrations, les marges de manœuvre sur le plan budgétaire apparaissent très réduites dans la plupart des économies. Toutefois, il apparaît dans le même temps que le coût de la dette publique a fortement diminué en raison de l'affaiblissement des taux d'intérêt, ce qui augmente les marges budgétaires des Etats.

Dans un contexte d'endettement élevé, le principal risque pour la soutenabilité des finances publiques réside dans la remontée des coûts de financement, qui auraient des effets d'autant plus importants sur la charge de la dette publique que le niveau d'endettement est élevé. Pour autant, Blanchard et Ubide [2019] estiment que les risques associés à un tel scénario pourraient être plus limités si la remontée des taux était due 1. à une hausse de la productivité qui générerait des recettes publiques ; ou 2. à une baisse de la prime de risque sur les marchés financiers qui bénéficierait à l'investissement ; ou 3. à une hausse de l'inflation qui faciliterait le remboursement de la dette.

A court terme, outre la faiblesse du coût de la dette publique, plusieurs arguments plaident en faveur de la poursuite d'un soutien de la politique budgétaire à l'activité et à l'emploi [Krugman, 2020]. Tout d'abord, comme le suggère la faiblesse des

taux d'intérêt naturels évoquée plus haut, les seuls comportements de demande privée ne suffisent pas pour permettre à l'économie d'atteindre durablement le plein-emploi. Ensuite, lorsque le taux d'intérêt est à sa borne inférieure, une politique budgétaire accommodante aurait des effets multiplicateurs particulièrement élevés, dans la mesure où la capacité d'ajustement des taux d'intérêt est réduite. Enfin, une politique budgétaire de dépenses d'investissement pourrait permettre de générer des gains de productivité, et des dépenses pour un système de protection sociale plus protecteur pourraient également permettre de réduire l'épargne de précaution des ménages.

Pour autant, les risques associés à une dette publique élevée demeurent, ce qui requiert d'assurer la soutenabilité à long terme. Tout d'abord, il est difficile de prévoir l'évolution future du coût de la dette. Si historiquement, le niveau des taux d'intérêt a été la plupart du temps inférieur à celui de la croissance nominale, ce qui permet de diminuer le ratio d'endettement sans réduire le déficit, cet écart entre taux d'intérêt et taux de croissance a toutefois été volatil. Ainsi, le coût de la dette publique pourrait augmenter brusquement, en cas de dégradation durable des perspectives de croissance ou de hausse des primes de risque sur les taux souverains. De plus, l'équilibre entre le coût de la dette publique et son niveau est potentiellement instable, puisque le coût de la dette n'est pas indépendant du niveau de dette publique. Une remontée de la prime de risque pourrait entraîner un effet boule de neige sur la trajectoire d'endettement, où la hausse des coûts de financement et du niveau de dette s'auto-alimenterait. La politique budgétaire ne peut donc pas s'affranchir des enjeux de soutenabilité de l'endettement public et des risques financiers qui en découlent. Cette situation plaide pour un recours raisonné à la dette publique, en ciblant les mesures les plus rentables et les plus désirables socioéconomiquement, et à un retour progressif à une politique budgétaire prudente dès que les conditions économiques le permettront. Celle-ci est seule à même de restaurer des marges de manœuvre permettant de faire face à l'éventualité d'une nouvelle crise.

Notes

1 Voir <https://www.fipeco.fr/fiche/La-charge-dint%C3%A9r%C3%AAts-de-la-dette-publique>

2. « Public debt is bad, it's not catastrophic. It can be used but it should be used right », *extrait de Blanchard [2019b]*.

Bibliographie

BIANCHI J. ; OTTONELLO P. ; PRESNO I., “Fiscal Stimulus under Sovereign Risk”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 26307, 2019.

BLANCHARD O., “Public Debt and Low Interest Rates?”, *American Economic Review*, 2019a.

BLANCHARD O., “Public Debt: Fiscal and Welfare Costs in a Time of Low Interest Rates”, Peterson Institute For International Economics, Policy Brief, 2019b.

BLANCHARD O. ; Tashiro T., “Fiscal Policy Options for Japan”, Peterson Institute For International Economics, Policy Brief, n° 19-7, 2019.

BLANCHARD O. ; Ubide A., “Why Critics of a More Relaxed Attitude on Public Debt Are Wrong”, Peterson Institute For International Economics, Realtime Economic Issues Watch, 2019.

CHECHERITA C. ; ROTHER P., “The Impact of High and Growing Debt on Economic Growth, an Empirical Investigation for the Euro Area”, European Central Bank, Working Papers Series, n° 1237, août 2010.

EGERT B., “The 90% Public Debt Threshold: the Rise & Fall of a Stylised Fact”, University of Michigan, William Davidson Institute, Working Papers Series, n° wp1048, 2013.

ESCOLANO J. ; SHABUNINA A. ; WOO J., “The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate. Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?”, FMI, Working Paper, n° 11/260, 2011.

FMI, “The Evolution of Public Debt Vulnerabilities in Lower-Income Economies”, Policy Paper, n° 20/003, Fonds monétaire international, février 2020, 2020a.

FMI, “Fiscal Policies to Address the Covid-19 Pandemic”, chapitre 1, Fiscal Monitor, Fonds monétaire international, octobre 2020, 2020b.

GAMBER E. ; SELISKI J., “The Effect of Government Debt on Interest Rates”, Congressional Budget Office, Working Paper Series, 2019.

KOO R. C., “The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure and Politics”, Nomura Research Institute, *Real-World Economics Review*, n° 58, 2010.

KRUGMAN P., “The Case for Permanent Stimulus”, VoxEu, 2020.

KUMAR M. S. ; WOO J., “Public Debt and Growth”, FMI, Working Paper, n° WP/10/74, 2010.

LISACK N. ; SAJEDI R. ; THWAITES G., “Les impacts macro-économiques du vieillissement de la population”, Banque de France, document de travail, n° 745, 2019.

MIAN A. ; STRAUB L. ; SUFI A., “The Saving Glut of the Rich”, septembre 2020.

PHILIPPON T. ; BLANCHARD O. ; PISANI-FERRY J., “A New Policy Toolkit Is Needed as Countries Exit Covid-19 Lockdowns”, Peterson Institute, Policy Brief, n° 20-8, juin 2020.

SCHMELZING P., “The Supra-Secular Stagnation”, VoxEu et CEPR, 2020.

SUMMERS L. H., “US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound”, National Association for Business Economics, *Business Economics*, vol. 49, n° 2, 2014.

SUMMERS L. H. ; RACHEL L., “On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy and the Risk of Secular Stagnation”, Brookings Papers, mars 2019.

ENDETTEMENT DES ENTREPRISES FRANÇAISES ET CRISE DE LA COVID-19

Robert Ophèle

Président, Autorité des marchés financiers (AMF)

■ La transmission des décisions de politique monétaire à l'économie française a été, ces dernières années, conforme aux attentes ; avec une politique monétaire très accommodante, l'endettement des agents économiques privés a augmenté rapidement avec une baisse significative de son coût ; les banques françaises ont compensé par un effet volume l'incidence sur leur produit net bancaire de l'écrasement de leur marge d'intérêts. Cette trajectoire, largement similaire chez les ménages et chez les sociétés non financières (SNF), est cependant restée singulière dans la zone euro, l'endettement des agents économiques français augmentant de façon significative. S'agissant des sociétés non financières, le recours à l'endettement a été particulièrement prononcé, même si ce mouvement s'est accompagné d'un accroissement de la détention de liquidités. La crise sanitaire a accentué ces tendances. Cette accélération ponctuelle crée un potentiel élevé de refinancement des dettes et de transfert des risques par la titrisation. Elle rend aussi particulièrement sensible la question du rééquilibrage nécessaire du financement des entreprises françaises entre endettement et fonds propres. Dans ce contexte, les fonds de *private equity*, qui disposent de liquidités à investir très importantes, pourraient jouer un rôle important dans la sortie de crise.

L'adoption par la Banque centrale européenne de mesures de politique monétaire très accommodantes à partir de 2014, à travers notamment la mise en œuvre de programmes d'achat d'actifs et de taux directeurs négatifs, s'est rapidement traduite par une diminution des coûts de financement des entreprises françaises et par une augmentation de leur endettement. Cette

■ INDEBTEDNESS OF FRENCH COMPANIES AND THE COVID-19 CRISIS

The transmission of monetary policy decisions to the French economy in recent years has been in line with expectations; with a very accommodating monetary policy, the indebtedness of private economic agents has risen rapidly with a significant fall in its cost; French banks have offset the impact on their net banking income of the squeeze on their interest margins with a volume effect. This trend, which was broadly similar among households and non-financial corporations (NFCs), remained however singular in the euro zone, with the debt of French economic agents increasing significantly. In the case of non-financial corporations, recourse to debt was particularly pronounced, even though this trend was accompanied by an increase in the holding of cash. The health crisis accentuated these trends. This one-off acceleration creates a high potential for refinancing debt and transferring risk through securitisation. It also makes the question of rebalancing the financing of French companies between debt and equity all the more sensitive. In this context, private equity funds, which have very significant cash to invest, could play an important role in the exit from the crisis.

tendance de moyen terme a été accentuée par la crise sanitaire, entraînant une fragilisation de leur situation financière. La gestion du risque d'insolvabilité et le soutien à l'investissement des entreprises rendent nécessaire le renforcement de leurs fonds propres et, du côté des investisseurs, de l'attractivité des produits d'épargne en actions, qu'elles soient cotées ou non.

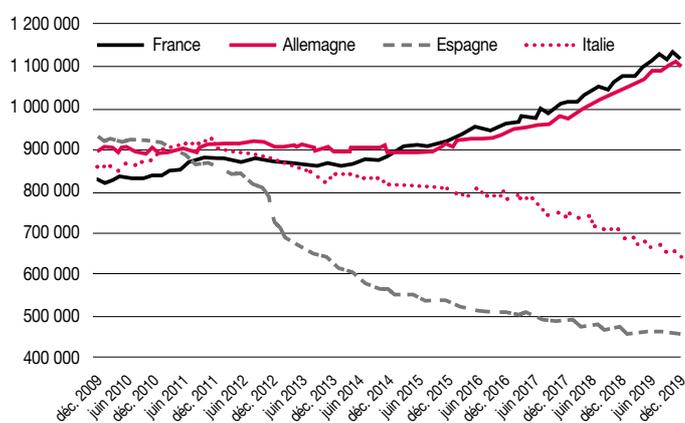
La crise a accentué les déséquilibres des structures financières des sociétés

■ Un taux d'endettement élevé

En France, les entreprises du secteur non financier sont entrées dans la crise avec un niveau d'endettement élevé, après avoir, dans un contexte de taux d'intérêt favorable, intensifié leur recours au crédit (bancaire et obligataire) au cours de la dernière décennie pour financer des opérations de croissance organique et externe et accroître leur détention de liquidités. La progression de l'endettement des SNF françaises a été significativement plus rapide que dans les autres pays de la zone euro, stimulée par des conditions de financement exceptionnellement favorables avec un taux d'intérêt moyen de l'endettement bancaire plus bas que dans le reste de la zone euro (voir graphiques 1a et 1b).

La dette brute des SNF françaises rapportée au PIB a ainsi augmenté très rapidement au cours de la dernière décennie passant de 60 % à 73 %, niveau sans équivalent dans les grands pays développés. L'endettement net a, quant à lui, progressé de manière modérée, mais régulière, passant de 26 % en 2010 à 33 % à la fin de 2019.

Graphique 1a - Crédits aux SNF au bilan des banques de la zone euro (en M€)



Sources : BCE, calculs AMF.

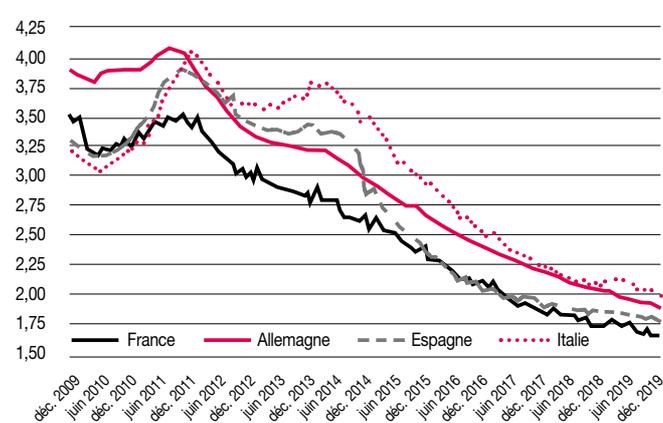
Cette trajectoire distingue la France de la plupart des autres pays développés, et notamment européens. Hormis la France, seule la dette des entreprises américaines s'établit à un niveau plus élevé que celui qui était constaté avant la crise des *subprimes*.

Cette évolution est surtout imputable aux entreprises de grande taille et a en grande partie servi à financer des opérations de croissance externe. Le ratio de levier (dette nette rapportée aux fonds propres de ces entreprises) a ainsi atteint en 2017 son plus haut niveau depuis 2007, tandis que, dans le même temps, le coussin de liquidité constitué après la crise s'est réduit. Cette singularité française avait d'ailleurs amené le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) en 2018 à limiter à 5 % de leurs fonds propres éligibles les expositions des banques systémiques françaises sur les grandes entreprises les plus endettées afin de renforcer la résilience du système financier (voir graphique 2 p. 237).

■ Les trajectoires de dette observées dans le passé se sont poursuivies avec la crise

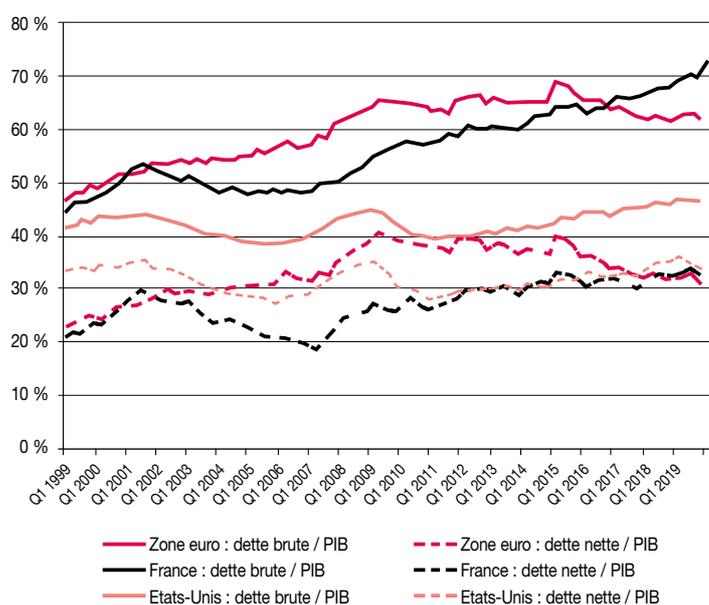
Cette tendance de long terme s'est poursuivie depuis le début de la crise. Pendant et au sortir de la phase de confinement, les plans de soutien gouvernementaux, par le biais notamment des mesures de report des échéances sociales et fiscales (2,9 Md€ au

Graphique 1b - Taux moyen de l'encours des crédits bancaires aux SNF (en %)



Sources : BCE, calculs AMF.

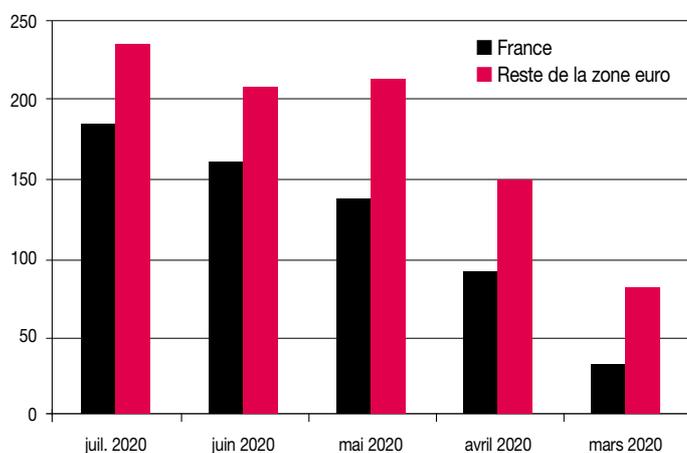
Graphique 2 - Dette brute et dette nette consolidées des SNF, en % du PIB valeur



Sources : BCE, Banque de France, Federal Reserve (FED), calculs AMF.

début de septembre 2020 pour environ 75 000 entreprises aidées) et des prêts garantis par les Etats, ont, avec le recours accru à l'endettement, permis d'amortir le choc initial en préservant la liquidité des entreprises à très court terme. La dette brute a ainsi progressé de 178 Md€ entre mars et août 2020, dont 120 Md€ sous la forme de crédit bancaire [Banque de France, 2020].

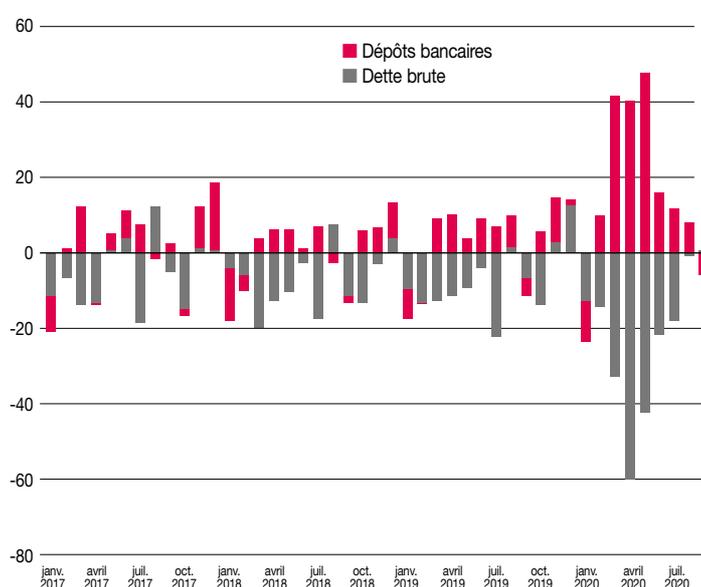
Graphique 3 - Flux nets cumulés de dettes des SNF de mars à juillet 2020, en Md€



Sources : BCE, calculs AMF.

Parallèlement, la hausse de la trésorerie des SNF s'établit à près de 170 Md€, de sorte que la dette nette financière des entreprises n'augmente que faiblement (de moins de 6 Md€ sur la même période). Pour autant, les entreprises ayant accumulé de la trésorerie ne sont pas nécessairement celles qui ont le plus recouru à l'endettement durant cette période. La vision globale rassurante cache donc une hétérogénéité de situations et des entreprises se trouvent dans une situation d'endettement préoccupante (voir graphique 4).

Graphique 4 - Sociétés non financières : flux de dépôts et de dette brute (crédits et titres), en Md€



Note : les flux de dettes apparaissent en signe inversé.
Source : Banque de France.

S'agissant plus spécifiquement de la dette de marché, la correction boursière observée à partir du milieu de février 2010 s'est traduite à Paris, comme sur la plupart des autres places européennes, par une fermeture du marché primaire à court et long terme, mais qui est restée très temporaire grâce aux interventions massives des banques centrales et des Etats, sauf pour le segment de la dette spéculative (*high yield*).

◆ Un marché de la dette court terme particulièrement impacté

Au début de la crise, le marché européen des titres négociables à court terme (NEU CP, *Negotiable*

European Commercial Paper), dont le marché français représente une part prédominante (1), a connu d'importantes perturbations du fait :

– des rachats importants dans les fonds monétaires (46 Md€ en mars) qui ont augmenté les besoins de liquidité de ces fonds exerçant ainsi une pression significative sur le marché des NEU CP pour lequel les fonds sont d'importants acheteurs (2) ;

– une absence d'animation du marché par les institutions financières qui ont été peu présentes à l'émission et peu enclines à racheter de la dette, ou à des prix jugés très dégradés, non seulement sur le segment des dettes émises par les *corporates*, mais aussi sur leurs propres titres.

Ce contexte a conduit les principales banques centrales au milieu de mars 2020 à rendre éligibles au programme d'achat d'actifs les titres de dettes de court terme de qualité de crédit suffisante. Au 31 juillet 2020, les encours de NEU CP émis par les SNF atteignaient ainsi un montant de 71 Md€, contre 58 Md€ à la fin de janvier 2020.

◆ L'activité sur les marchés primaires obligataires diversement affectée

L'intervention des banques centrales a également permis dès le milieu de mars 2020 une baisse des coûts de financement et un important rebond des émissions obligataires quelle que soit la zone géographique considérée, les sociétés cherchant principalement à maintenir un niveau de trésorerie suffisant pour faire face à une fermeture éventuelle des marchés. Les montants levés par les entreprises françaises ont ainsi avoisiné 76 Md€ au premier semestre, soit près de 90 % des montants levés sur l'ensemble de l'année 2019 (88 Md€).

Cette tendance globale a en revanche été observée surtout pour les émetteurs les mieux notés : s'agissant du marché du *high yield* en effet, les émissions se sont taries jusqu'à l'été, alors qu'aux Etats-Unis, elles avaient retrouvé dès le mois d'avril leur niveau d'avant-

crise. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2020, les émissions d'entreprises françaises étaient ainsi en baisse de 50 % par rapport à la même période de l'année précédente.

◆ La qualité de la dette s'est détériorée

De manière générale, la compétition entre prêteurs pour initier de nouveaux crédits aux entreprises a conduit à un fort allègement des covenants et à une augmentation du levier moyen des SNF. L'augmentation des encours des *leverage loans* et des prêts *cov-lite*, ainsi que des produits de titrisation associés (CLO) a suscité de nombreuses analyses inquiètes de la part des autorités nationales et internationales.

La fragilisation de la situation financière des entreprises s'est traduite par une augmentation des dégradations de notation externe par les agences de notation de crédit. Déjà perceptible en 2019, cette tendance s'est accélérée sur les premiers mois de 2020. Dès le mois d'avril, le nombre de dégradations réalisées par Standard & Poor's (S&P) et Moody's dépassait déjà celui observé sur l'ensemble de l'année 2019 en Europe comme aux Etats-Unis. Ce mouvement s'est ralenti à l'été, mais à la fin de juin 2020, un tiers des entreprises européennes était placé sous surveillance négative par S&P, soit un doublement par rapport à la fin de 2019 [S&P Global Ratings, 2020] (voir tableau 1 p. 239).

Si l'ampleur des dégradations de crédit a été finalement modérée, le nombre d'anges déchus sur les six premiers mois de 2020 a atteint un point haut depuis 2005, représentant plus de 300 Md\$ de dettes notées par Standard & Poor's (voir graphique 5 p. 239). Or la baisse de la qualité du crédit est susceptible d'entraîner une augmentation des coûts de financement, voire un rationnement du crédit, notamment pour les anges déchus dont les contrats de prêts ou les émissions sont assortis de clauses contingentes (*trigger clauses*) et qui ne bénéficient pas du soutien explicite des Etats. De manière plus générale, les dégradations de notation peuvent être à l'origine de ventes forcées et engendrer des pertes significatives

Tableau 1 - Dégradations de notes de crédit à long terme par Moody's et S&P, données au 16 décembre 2020

	Moody's						S&P					
	Europe de l'Ouest		Etats-Unis		France		Europe de l'Ouest		Etats-Unis		France	
	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019
T1	141	32	293	109	8	4	137	39	415	179	19	5
T2	201	69	409	129	20	10	203	41	570	154	28	2
T3	65	56	102	107	8	5	76	53	145	167	15	1
T4	95	60	56	121	4	4	71	52	158	177	7	6
Total	502	217	860	466	40	23	487	185	1 288	677	69	14

Source : Bloomberg.

pour l'ensemble du système financier, selon les évaluations du Conseil européen du risque systémique publiées en juillet 2020 – au moins 150 Md€ [ESRB, 2020].

◆ Le financement par actions reste atone...

...alors que les questions relatives à la solvabilité deviennent centrales. L'instabilité financière a particulièrement pesé sur le marché des introductions en Bourse, renforçant le risque d'attrition de la cote.

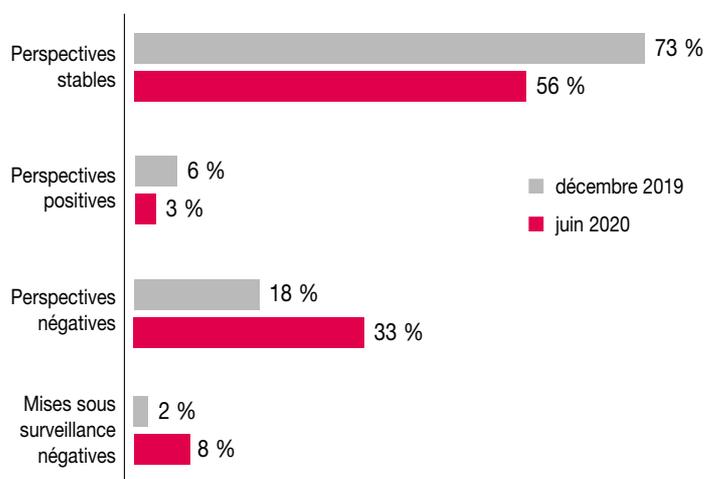
Depuis la crise financière de 2007-2008, le nombre de sociétés cotées en Bourse a connu une diminution régulière en Europe. Avant le déclenchement de la

crise, un ralentissement sensible était déjà perceptible sur le marché des introductions en Bourse dans la plupart des zones géographiques, l'Asie émergente faisant figure d'exception. La brutale dégradation de l'environnement macrofinancier du fait de la crise sanitaire s'est traduite par la fermeture du marché des introductions en Bourse à partir de la fin de mars. En Europe, les capitaux levés ont tout juste dépassé 5 Md€ sur les six premiers mois de l'année, soit une baisse de moitié par rapport à la même période de l'année précédente. A Paris, sur les huit premiers mois de l'année, seules quatre opérations ont été recensées au cours de cette période (contre huit en 2019 et une vingtaine en 2017 et 2018), pour un montant de capitaux levés d'à peine 150 M€. La faiblesse du nombre d'introductions en Bourse pourrait, si elle persiste, renforcer le risque d'attrition de la cote limitant ainsi le rôle des marchés financiers dans le financement par actions de l'économie (voir graphique 6).

S'agissant des émissions d'actions par les sociétés déjà cotées, l'activité est apparue mieux orientée, bien que là aussi limitée. Compte tenu de la forte volatilité du marché, les émissions d'obligations convertibles et les placements accélérés ont été privilégiés par rapport à des augmentations de capital avec droits préférentiels de souscription.

L'activité primaire sur les marchés d'actions a été fortement pénalisée par l'incertitude entourant l'évaluation des effets de la crise sur les sociétés. A la fin du premier semestre 2020, les trois quarts des sociétés du

Graphique 5 - Perspectives de notation des entreprises non financières européennes



Source : S&P Global Ratings, données de fin de trimestre.

SBF 120 publiant habituellement des recommandations avant la crise estimaient ainsi ne pas pouvoir maintenir ou donner au marché une information concernant leur niveau d'activité et de résultats sur l'année 2020 dans le contexte de la crise de la Covid-19. A l'issue de la période de publication des résultats semestriels, cette proportion s'est réduite, mais restait en septembre 2020 encore significative (la moitié des sociétés).

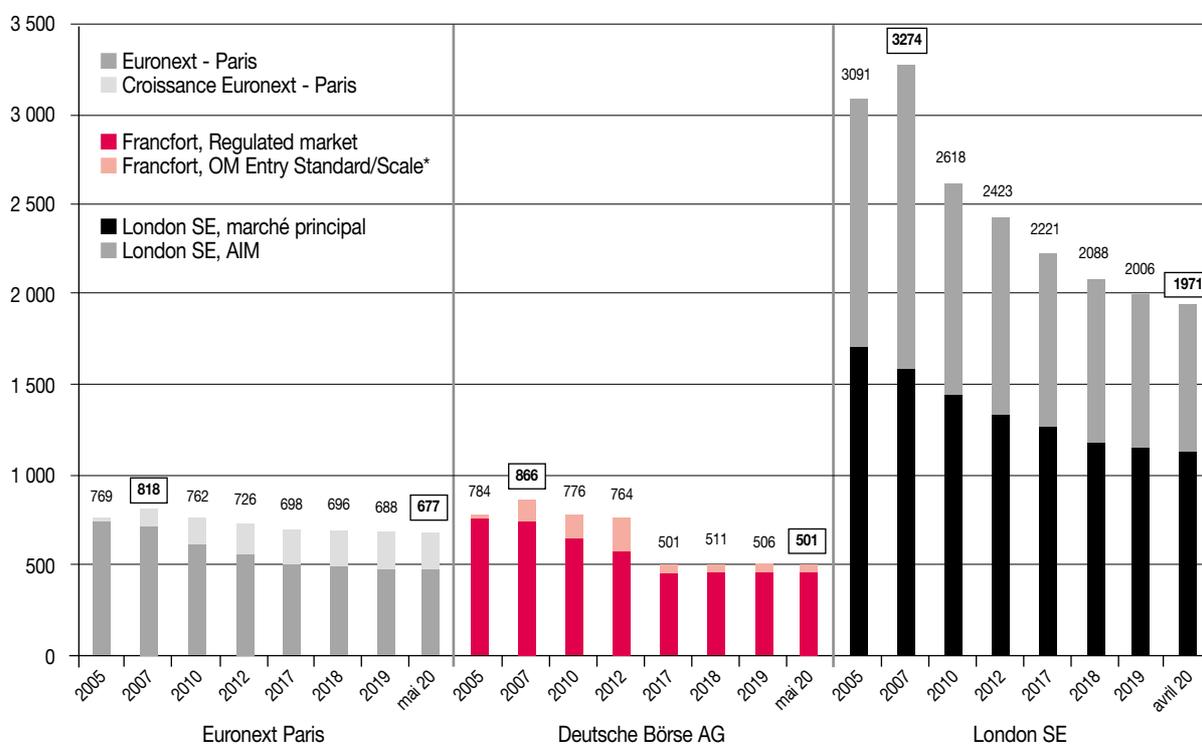
– règlement des dettes fournisseurs, des charges sociales et fiscales, des loyers et des charges de personnel. Ce renforcement des besoins de financement peut engendrer à terme des problèmes de solvabilité pour nombre d'entre elles, notamment lorsque prendront fin les dispositifs d'aides et les subventions générales, sectorielles voire individuelles, mises en place par les gouvernements pour accompagner la relance de l'économie – près de 2 millions d'entreprises ont bénéficié du fonds de solidarité pour un montant distribué de près de 6 Md€.

Le renforcement du financement en fonds propres, enjeu majeur de la relance

Durant une phase de reprise de l'activité, les besoins en fonds de roulement des entreprises s'accroissent nécessairement, du fait de l'augmentation des décaissements

Au niveau mondial, l'agence de notation Moody's a d'ailleurs revu à la hausse en mai 2020 la proportion de défaillances attendues entre 4 % et 10 % en 2020, selon le scénario économique retenu. En France, l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) a évalué le taux de défaillance à 3,2 % à la fin de 2020 (contre 1,8 % dans le scénario hors Covid-19), cette proportion étant plus marquée dans

Graphique 6 - Evolution du nombre de sociétés cotées, données de fin d'année



* Créé en mars 2017, Scale est un système multilatéral de négociation dédié aux PME et aux valeurs de croissance en remplacement de l'OM Entry Standard.

Sources : Euronext, Deutsche Börse AG, London SE.

certains secteurs, comme l'hôtellerie et la restauration (12 %) ou les services aux ménages (9 %) [OFCE, 2020].

L'augmentation du risque d'insolvabilité apparaît particulièrement marquée pour les PME et TPE, notamment celles ayant bénéficié des prêts garantis et des reports de charges si ces créances sur les Etats ne sont pas effacées ou converties en actions. Le montant des prêts de trésorerie bénéficiant de la garantie de l'Etat (PGE) dépassait ainsi 120 Md€ au milieu de septembre 2020, dont 75 % octroyés à près de 550 000 TPE et PME.

Les entreprises pourraient par ailleurs être incitées, pour ménager leur trésorerie, à réduire leurs investissements et amplifier l'impact négatif de la crise. De fait, les prévisions d'investissement des chefs d'entreprises de l'industrie manufacturière n'ont cessé de se détériorer depuis le début de 2020 pour atteindre -11 % en juillet 2020 [Insee, 2020].

■ D'importants besoins de recapitalisation à venir

La gestion du risque d'insolvabilité et le soutien à l'investissement vont rendre nécessaire à très court terme le renforcement de la structure financière des entreprises, notamment celles qui étaient déjà très endettées même avant le déclenchement de la crise et/ou qui ont été particulièrement pénalisées par les mesures de confinement et/ou qui le seront du fait de la reprise très partielle de l'activité. Ces opérations de recapitalisation peuvent prendre la forme d'émissions de nouvelles actions ordinaires ou privilégiées (fonds propres), mais également de titres de capitaux hybrides, tels que des titres subordonnés, des titres participatifs ou des obligations convertibles (quasi-fonds propres).

Les apports en fonds propres et quasi-fonds propres devraient être soumis à deux contraintes délicates, à savoir d'une part, la minimisation du coût de ces opérations pour les finances publiques et d'autre part, la recherche de la maximisation du bénéfice économique. Ces contraintes devraient conduire à une sélectivité

des opérations, mieux à même d'aboutir à terme à une amélioration de la qualité du tissu économique. Or l'environnement de taux bas a participé au cours de la dernière décennie à la survie d'entreprises zombies⁽³⁾, dont le nombre a augmenté dans les grandes économies développées de manière ininterrompue depuis 2008⁽⁴⁾ ; leur poids étant plus élevé dans certains pays d'Europe du Sud (Italie, Espagne) et secteurs d'activité tels que l'immobilier, le commerce, le transport, l'hébergement et la restauration, aujourd'hui particulièrement affectés par la crise [Ben Hassine *et al.*, 2019].

Anticipant ces besoins de recapitalisation, la Commission européenne a d'ailleurs, au début du mois de mai 2020, assoupli les règles en matière d'aides des Etats afin de permettre à ces derniers, d'ici le milieu de 2021, de prendre temporairement des participations dans les entreprises touchées par la crise. Ces autorisations sont toutefois soumises à conditions. En particulier, seules sont éligibles les entreprises qui n'étaient pas en difficulté financière avant la crise et ne sont pas en mesure de lever des capitaux sur les marchés dans des conditions satisfaisantes, ce qui exclut notamment les entreprises zombies du dispositif. De plus, les entreprises bénéficiaires sont soumises à une interdiction de versement de dividendes et se doivent de respecter les objectifs communautaires relatifs au climat et au numérique. Par ailleurs, afin de limiter le coût de ces opérations pour les finances publiques, les prix d'achat et de revente des titres sont encadrés.

En France, la loi du 25 avril 2020 de finances rectificative pour 2020 a prévu à la fin d'avril 2020 un plan de recapitalisation de 20 Md€ pour les entreprises stratégiques en difficulté, y compris des PME. Le fonds d'investissement aéronautique (Ace Aéro Partenaires) a ainsi été créé avec un montant initial de 650 M€, dont près d'un tiers (200 M€) proviennent d'un apport de l'Etat. Des investissements en fonds propres sont également prévus dans le cadre du Fonds d'avenir pour l'automobile, à hauteur de 600 M€. Au niveau européen, la Banque européenne d'investissement (BEI) a également créé, en avril 2020, le Fonds de garantie paneuropéen,

dont le quart de la dotation, qui s'élève à 25 Md€, sera consacré au renforcement des fonds propres des entreprises, principalement des PME.

Dans sa proposition de cadre financier pluriannuel 2021-2027, la Commission européenne prévoit de fournir 38 Md€ de garanties prises sur le budget européen à plusieurs institutions financières (principalement, la BEI) pour mobiliser 650 Md€ de financement à l'économie dans le cadre du programme InvestEU. Ce programme pourrait se voir fixer un objectif de financement en fonds propres ou quasi-fonds propres pour prendre le relais des prêts aux entreprises garantis par les Etats membres. En France, 3 Md€ (sur les 100 Md€) du plan de relance seront consacrés au renforcement des fonds propres des TPE, PME et ETI sous la forme de garanties publiques accordées à des placements financiers labellisés « France relance » et à l'octroi par les banques de prêts participatifs (10 à 20 Md€ prévus) partiellement conservés par celles-ci afin de favoriser un alignement d'intérêt pour la sélection des entreprises bénéficiaires.

De nouvelles opportunités pour le *private equity* et la titrisation

■ Vers un renouveau de la titrisation ?

Au terme d'une baisse drastique des encours après la grande crise de 2008-2009, les émissions de titrisation avaient timidement redémarré en 2016 en Europe, portant les encours à 1 500 Md€ en mars 2020, mais ce mouvement a été interrompu par la crise. La reprise de la titrisation avait été plus marquée en France, mais les encours (248,4 Md€ à la fin du premier trimestre 2020) restent relativement faibles. Ces véhicules refinancent surtout des dettes financières (CDO, *collateralized debt obligations*), du crédit résidentiel (RMBS, *residential mortgage backed-securities*),

et des ABS (*asset-backed securities*), dont les actifs incluent des prêts à la consommation, du financement automobile et par cartes de crédit.

Malgré ses vulnérabilités potentielles, la titrisation permet un transfert des risques aux secteurs non bancaires et la réduction des coûts de financement de l'économie. Sa relance, avec le label STS, est donc un objectif important de l'Union des marchés de capitaux (UMC). Les émissions de dette massives liées à la crise de la Covid-19 créent un potentiel élevé de refinancement des dettes et de transfert des risques par ce moyen.

Des incitations en ce sens sont d'ailleurs données, par exemple, par la *Cosme Loan Guarantee Facility* du Fonds européen d'investissement, qui vise à soutenir l'offre de 8 Md€ de crédits aux PME par l'octroi d'un milliard de garanties aux tranches mezzanine de titrisations émises dans ce cadre. De son côté, le High Level Forum on CMU créé en 2019 par la Commission européenne dans le cadre du nouveau plan d'action pour l'UMC a formulé en juin 2020 des orientations pour renforcer les financements de marché, et spécifiquement la titrisation. Certaines d'entre elles concernent des allègements réglementaires (en matière de capital réglementaire ou de transparence notamment). L'équilibre à trouver entre promotion de la titrisation et gestion des risques nécessitera une coordination internationale, afin de minimiser les risques d'arbitrage réglementaire.

■ La finance privée : un rôle croissant dans le financement de l'économie

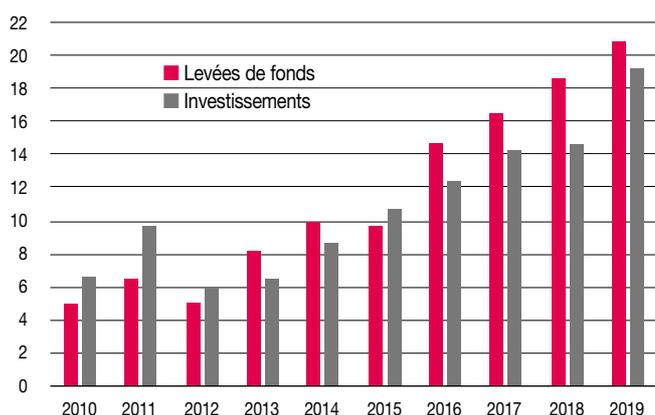
La finance privée ⁽⁵⁾ joue un rôle croissant dans le financement de l'économie. Les encours mondiaux ont triplé en dix ans, pour atteindre un pic historique de 6 500 Md\$ au milieu de 2019, dont plus de la moitié correspond à des fonds de *private equity*.

Il convient de noter qu'en Europe, où les levées de fonds se sont accélérées à 110 Md€ en 2019, le LBO (*leveraged buy-out*) est prépondérant et participe donc à la hausse de l'endettement des sociétés cibles.

La crise de la Covid-19 a et aura des impacts directs sur ce secteur, notamment sur le refinancement de l'endettement de certaines sociétés cibles et de certains fonds, voire sur la solvabilité de certains d'entre eux. Plusieurs facteurs semblent cependant favorables. D'une part, en dehors des segments les plus risqués du capital-risque, il semble relativement sous-exposé aux secteurs économiques les plus fragilisés par la crise. D'autre part, les fonds disposent de liquidités à investir (*dry powder*) très importantes (2 300 Md\$ au milieu de 2019, dont 1 400 Md\$ pour les fonds et mégafonds de *private equity*) qui devraient les conduire à jouer un rôle important dans la sortie de crise.

S'agissant du capital-investissement français, on observe un très fort dynamisme (voir graphique 7).

Graphique 7 - Les flux dans le capital-investissement en France



Source : France Invest Grant Thornton.

■ Rendre les produits d'investissement en fonds propres plus attractifs

En préambule, il faut souligner que la crise a marqué le retour des investisseurs particuliers sur les marchés d'actions. Une étude de l'AMF a ainsi montré que 150 000 nouveaux investisseurs ont fait leur entrée sur le marché pour la première fois depuis janvier 2018.

Néanmoins, d'une manière générale, l'épargne financière en France reste très peu investie en actifs risqués : 1 500 Md€ investis en produits de fonds propres sur un total de 5 200 Md€. Après trois années

Tableau 2 - Evolution des encours des fonds de capital-investissement de droit français

	Nombre de fonds Décembre 2019	Encours (NAV, en M€) Décembre 2019	Variation d'encours annuelle (en %)
Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)	296	10 337	46,4
Fonds d'investissement de proximité (FIP)	364	2 848	-16,0
Fonds capital-risque (FCPR)	1 371	59 755	6,6
Total	2 031	72 939	9,7

Source : AMF.

de hausse consécutives, le taux d'épargne des ménages français a avoisiné 15 % en 2019 avant de bondir à 27,4 % au second trimestre 2020, à l'issue de la période de confinement qui a engendré une épargne forcée dont 19,4 % au deuxième trimestre pour l'épargne financière (soit un niveau qui n'avait plus été atteint depuis la fin des années 1970). Au total, 85 Md€ ont été accumulés entre mars et juillet 2020, dont 22 Md€ sur le livret A, 110 Md€ si l'on intègre les comptes courants.

Dans ce contexte, le développement d'une épargne de long terme intermédiée semble donc une solution naturelle permettant de faciliter le financement de l'économie tout en assurant une mutualisation des risques pour les investisseurs.

Des opportunités pourraient être envisagées au travers de fonds d'investissement dédiés au financement en fonds propres des entreprises, s'appuyant sur les régimes existants ou à partir d'un régime juridique exceptionnel, et bénéficiant de garanties publiques, de co-investissements publics ou de conditions fiscales/prudentielles avantageuses pour les investisseurs. Des ajustements au régime des fonds européens d'investissement de long terme (Eltif) sont, par exemple, clairement envisagés par le nouveau plan d'action de l'UMC publié par la Commission européenne en septembre 2020. Celui-ci est opérationnel depuis 2016, mais peu utilisé (à peine une vingtaine de fonds en Europe). L'élargissement du champ des actifs éligibles dans les fonds Eltif, par exemple, pourrait davantage aider le financement des PME non cotées.

Remerciements : l'auteur remercie Anne Demartini, économiste au sein de la direction de la régulation et des affaires internationales, pour sa large contribution à cette publication.

Notes

1. *Le marché français représente environ 75 % du segment corporate du marché européen des NEU CP.*

2. *En temps normal, les fonds monétaires arrivent à honorer leurs rachats avec les liquidités générées par les titres arrivés à échéance.*

3. *Une entreprise zombie est définie comme une société âgée d'au moins dix ans dont la rentabilité n'a pas été suffisante pour couvrir les intérêts associés à sa dette pendant au moins trois années consécutives [McGowan et al., 2017].*

4. *Leur proportion serait ainsi passée en moyenne de 8 % à plus de 12 % entre 2008 et 2016 [Banerjee et Hofmann, 2018].*

5. *Compris en première analyse comme les fonds d'investissement spécialisés dans l'acquisition de titres (en capital et de dette) non cotés.*

Bibliographie

BANERJEE R. N. ; HOFMANN B., "The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences", BIS Quarterly Review, septembre 2018.

Banque de France, « L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises », 25 septembre 2020.

BEN HASSINE H. ; LE GRAND C. ; MATHIEU C., « Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies », France Stratégie, La note d'analyse, n° 82, octobre 2019.

ESRB, "A System-Wide Scenario Analysis of Large-Scale Corporate Bond Downgrades", European Systemic Risk Board, Technical note, juillet 2020.

Insee, « Les chefs d'entreprise de l'industrie manufacturière revoient de nouveau à la baisse leurs prévisions d'investissement pour 2020 », enquête sur les investissements dans l'industrie, *Insee infos rapides*, n° 2020-210, août 2020.

MCGOWAN M. A. ; ANDREWS D. ; MILLOT V., "The Walking Dead: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries", OECD Economics Department, Working Papers, n° 1372, 2017.

OFCE, « Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid-19 », Policy Briefs, Observatoire français des conjonctures économiques, 2020.

S&P Global Ratings, "European Corporate Credit Outlook Mid-Year 2020: Living in a Different World", 30 juillet 2020.

L'EUROPE DE LA FINANCE DANS LA CRISE DE LA COVID-19

Olivier Guersent

Directeur général, Services de la concurrence de l'Union européenne

■ Face à une crise sans précédent, les Etats membres ont très rapidement mis en place une réaction de soutien budgétaire coordonnée par la Commission européenne. Ce soutien public a été variable sur le plan quantitatif comme sur le plan qualitatif. La Commission européenne a autorisé environ 3 000 Md€ d'aides publiques dont 80 % concernent l'Allemagne, la France et l'Italie. Ce soutien public a pris des formes variables selon les pays et l'espace budgétaire dont ils disposaient, justifiant pleinement un plan de relance européenne intégré de 750 Md€ proposé par la Commission européenne. Ces mesures budgétaires et la réaction des banques centrales ont protégé jusqu'ici le système financier. Mais depuis le début de cette crise, le niveau d'endettement des entreprises a augmenté, allant de pair avec un raccourcissement marqué des maturités moyennes. Un volume historiquement élevé d'obligations privées a vu sa notation abaissée. Plus généralement, la notation des entreprises européennes se dégrade. Dans ce contexte, tout nouveau choc sur l'économie pourrait conduire à des corrections aussi rapides que brutales. Le défi des décideurs publics européens est de créer les conditions d'une reprise par l'investissement financée par des apports en capital plutôt que par la dette et alignée sur les objectifs de long terme dont s'est dotée l'Europe. C'est aujourd'hui la priorité de l'Europe. Pour atteindre cet objectif, l'Europe devra être capable de mobiliser en synergie capitaux publics nationaux et européens et investissements privés. La relance du projet d'Union des marchés des capitaux est de ce point de vue cruciale.

■ THE EUROPE OF FINANCE IN THE COVID-19 CRISIS

Faced with an unprecedented crisis, Member States have simultaneously put in place a quick budgetary support coordinated by the European Commission. The European Commission has authorized about 3 000 €bn of State Aids, 80% of which concern Germany, France and Italy. This public support has been variable both in quantitative and qualitative terms taking variable forms, depending on the budgetary space available in Member States. These disparities fully justify the integrated European recovery plan of 750 €bn proposed by the European Commission. Alongside budgetary measures, the reaction of central banks protected until now the financial system. However, since the beginning of this crisis, the level of indebtedness of firms has increased, going along with a noticeable reduction of average maturities. A historical high volume of private bonds has seen its rating downgraded. More generally, the rating of European firms is going down. In this context, any new shock on the economy could lead to fast and brutal corrections. The challenge for the European decision makers is now to create the conditions of an investment led recovery, financed through capital injection rather than debt and aligned with the long-term objectives of the EU. This is today's priority for the EU. To meet this objective, Europe will have to be able to mobilise in synergy national and European public capitals and private investments. The relaunch of the Capitals Markets Union project is key on this point of view.

La crise économique provoquée par la Covid-19 est sans précédent dans l'histoire moderne, dans le monde et naturellement dans l'Union européenne (UE). Comme durant la crise financière, la Banque centrale européenne (BCE) a très vite envoyé aux marchés des signaux forts. En revanche, contrairement à ce qui s'était passé durant la crise financière et probablement à la lumière des leçons qu'ils en ont tirées, les Etats membres ont très rapidement mis en place une réaction de soutien budgétaire massive et coordonnée au sein de l'UE. La Commission européenne, elle aussi, a joué son rôle. Dès le milieu de mars, les fonds structurels européens disponibles ont pu être mobilisés. Au même moment, elle adoptait un cadre temporaire exceptionnel pour autoriser des aides d'Etat permettant un soutien de trésorerie, puis, dès juin, un amendement permettant des mesures de restauration de la solvabilité des entreprises. Toujours en mars, la clause dérogatoire du pacte de stabilité et de croissance permettant de dévier des trajectoires budgétaires était activée. Cette réponse coordonnée des Etats membres s'est traduite par la mobilisation en quelques semaines de près de 4 points de PIB européen en mesures budgétaires discrétionnaires et près de 25 % de PIB sous forme de garanties et de soutien à la liquidité. Pour autant, dans ses prévisions de juillet 2020, la Commission européenne estime que l'UE sera confrontée à une contraction de près de 8 % du PIB en 2020 : la pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale. Une reprise vigoureuse était attendue par tous les économistes, elle avait d'ailleurs pointé au début de l'été, mais cela bien entendu dans un scénario où la crise sanitaire resterait globalement sous contrôle, ce qui est désormais loin d'être assuré.

Alors que l'incertitude prévaut, une seule chose est sûre : les conséquences économiques seront majeures et elles seront durables. De nombreux secteurs et d'innombrables entreprises sont confrontés, partout en Europe, à une perte d'activité très significative, ce qui conduit déjà et conduira immanquablement en 2021, le taux de chômage à repartir à la hausse, alors qu'il avait atteint son niveau le plus bas au début de 2020. Les niveaux d'endettement public et privé, déjà historiquement élevés, devraient s'accroître et le niveau

d'endettement public pourrait ainsi dépasser 100 % du PIB en moyenne dans la zone euro en 2021.

Crise globale, impact inégal

Comme dans *Les animaux malades de la peste*, tous les pays, et bien entendu tous les pays européens, sont fortement touchés, mais certains le sont davantage que d'autres en raison de leur plus forte exposition à la pandémie. Les disparités liées aux différences dans la structure de leurs économies expliquent largement ces différences. Les Etats du sud, plus dépendants du tourisme, sont plus exposés. Parfois ces mêmes Etats, encore en convalescence à la suite de la crise financière, sont aussi ceux qui disposent d'un espace budgétaire plus réduit pour prendre des mesures de soutien public. Car le soutien public mis en place par les Etats membres a été variable en quantité et en qualité. A ce jour, la Commission européenne a autorisé environ 3 000 Md€ d'aides d'Etat. Ce chiffre ne représente pas les sommes effectivement déboursées, mais bien les « autorisations de déboursement ». En revanche, il ne comprend pas les nombreuses subventions et autres mesures budgétaires publiques qui ne constituent pas des aides au sens du traité. Au total, l'Allemagne compte pour plus de la moitié des mesures d'aides approuvées par la Commission sur la base de son cadre temporaire Covid, pour un montant total qui frôle les 1 000 Md€. L'Italie et la France sont distants seconds avec environ 15 % des mesures notifiées chacun, l'Espagne suivant avec 5 %. La situation est également disparate si l'on s'intéresse à la nature du soutien public. Si tous les Etats membres ont eu recours à des prêts garantis, l'Allemagne, forte de ses excédents passés, a eu plus massivement recours que d'autres à des aides directes et à des injections nettes de capital, alors que l'Italie, par exemple, n'y a eu recours que dans une proportion plus faible. Or, si les prêts garantis sont des mesures budgétairement moins onéreuses, ils devront être remboursés et ajoutent de la dette à la dette pour des entreprises déjà souvent très endettées, là où les injections en capital soutiennent la solvabilité des entreprises.

Les différences d'impact de la crise sanitaire liées aux structures des économies sont donc aggravées par les différences dans la capacité budgétaire à réagir, créant des risques de fragmentation et de déséquilibre importants au sein du marché intérieur et de la zone euro, diminuant d'autant notre potentiel collectif de reprise. Il ne s'agit naturellement pas de reprocher à ceux qui disposent des capacités budgétaires de mobiliser tous les moyens dont ils disposent pour relancer leur économie nationale. Pour autant, c'est bien ce constat de fragmentation qui a amené la Commission européenne, sous l'impulsion de sa présidente Ursula von der Leyen, à proposer un plan de relance européen de 750 Md€, dont près de la moitié en aides directes non remboursables, financé par un endettement commun et destiné à soutenir la relance d'une croissance vigoureuse et durable dans les Etats membres les plus touchés.

750 Md€, c'est à la fois beaucoup et peu. C'est beaucoup car c'est un effort sans précédent et pour la première fois, cet effort est solidaire et ne pèsera pas sur les finances publiques des bénéficiaires, témoignant de ce que la crise financière a finalement ancré l'idée que discipline commune et solidarité sans faille sont au bénéfice de tous dans l'UE. Il faut saluer de ce point de vue l'engagement du couple franco-allemand et plus encore peut-être le courage et la vision politique de la chancelière allemande. Mais 750 Md€ c'est peu en regard des investissements nécessaires pour atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050, puisque ce montant représente à peine plus du double du montant nécessaire chaque année d'ici à 2050 pour parvenir à cet objectif.

Crise de l'économie réelle et risques de contagion au secteur financier

V, W, U, voire K, personne ne sait vraiment à quoi ressemblera la courbe de la reprise. Les mesures budgétaires et la réaction des banques centrales, au premier rang desquelles

la BCE, ont protégé jusqu'ici le système financier en garantissant, pour les premières, les nouveaux crédits à l'économie réelle et, pour les secondes, en fournissant d'amples liquidités sur les marchés financiers. Dans ce contexte, les *spreads* à l'intérieur de la zone euro restent contenus. En croissance de 7 % en rythme annuel, les financements des entreprises tant auprès des banques que sur les marchés ont été jusqu'à présent soutenus par des prêts bancaires garantis ou aidés et des taux d'intérêt toujours historiquement bas. Par ailleurs, sur proposition de la Commission européenne, des mesures d'ajustement ont été rapidement mises en place au printemps par les colégislateurs, mais aussi par les superviseurs européens, pour s'assurer que les banques et les superviseurs utilisent toute la flexibilité du cadre réglementaire européen afin de soutenir les crédits à l'économie.

Pour autant, l'incertitude reste très élevée. Tout choc sur l'économie pourrait conduire à des corrections aussi rapides que brutales. L'évolution de la pandémie bien entendu, mais aussi les tensions qui pèsent sur les relations commerciales internationales et les incertitudes liées au Brexit sont autant de sources possibles pour de tels chocs dans un contexte marqué par un endettement public et privé qui s'est fortement accru ces dix dernières années, pouvant faire renaître à tout moment des inquiétudes et des réactions de marché, quant à la soutenabilité de ces dettes.

Depuis le début de la crise de la Covid-19, le niveau d'endettement des entreprises a augmenté, allant de pair avec un raccourcissement marqué des maturités moyennes ; un volume historiquement élevé d'obligations privées a vu sa notation abaissée ; tandis que plus généralement, la notation des entreprises européenne se dégrade. Dans ce contexte, l'évolution de l'offre de crédit en zone euro devra faire l'objet d'une attention particulière ; les professionnels (ECB Lending Survey, juillet 2020) s'attendant à un resserrement de l'offre de crédit au dernier trimestre 2020. Bien que le soutien public exceptionnel ait permis jusqu'ici de maintenir le nombre de défauts en dessous du niveau de 2019, ceux-ci devraient augmenter lorsque les programmes de soutien public expireront, affaiblissant la rentabilité des banques européennes, pesant sur leur

valorisation et renchérissant leurs coûts de financement. Pour les mêmes raisons, les assureurs devraient continuer à souffrir des taux historiquement bas tout en étant négativement affectés par la dégradation des notations et l'augmentation des défauts. La baisse de la liquidité sur les marchés d'actifs et notamment l'immobilier résidentiel et de bureau devrait également peser sur les gestionnaires d'actif.

Créer un cercle vertueux

Jusqu'à présent les réponses budgétaires et monétaires ont préservé l'appareil de production européen et en ont protégé indirectement le système financier en même temps qu'elles en ont aussi accru certains des risques préexistants. Le défi posé aujourd'hui aux décideurs publics européens est de créer les conditions d'une reprise par l'investissement financée par des apports en capital plutôt que par la dette et alignée sur les objectifs de long terme dont s'est dotée l'Europe : augmenter la résilience de l'économie européenne et réussir la double transition digitale et environnementale de l'économie européenne. C'est aujourd'hui la priorité de l'Europe, avec le déploiement des 750 Md€, la *Recovery and Resilience Facility* au travers de plans nationaux soumis à la Commission européenne, mais aussi avec les récentes adoptions du nouveau plan d'action pour une Union des marchés de capitaux et de la stratégie en matière de finance numérique, et l'adoption à venir de la future stratégie en matière de finance durable.

Idéalement, une mise en place rapide et réussie du plan de relance européen devrait activer une croissance plus robuste, permettre un désendettement progressif et limiter les impacts négatifs de la crise sur la qualité des actifs. Cela permettrait à la fois de renforcer la résilience de l'économie européenne en général, mais aussi tant directement qu'indirectement, celle de son secteur financier.

On ne peut de ce point de vue que souhaiter que la proposition de la Commission européenne de créer dans le cadre du plan de relance un instrument dit de « soutien à la solvabilité » soit reprise par les législateurs dans le cadre budgétaire pluriannuel et l'initiative *Next Generation EU*. Il s'agit de créer des fonds nationaux, voire régionaux (couvrant plusieurs Etats membres), regroupant des investisseurs institutionnels, avec à leur tête un gestionnaire d'actifs privé assurant la sélection des projets en fonction des priorités du plan de relance. Ces fonds auraient pour mission d'investir en capital dans les entreprises, afin de renforcer leur solvabilité et donc de soutenir une reprise saine, mais aussi leur capacité d'investissement et donc de créer des effets bénéfiques à long terme. L'argent public européen garantirait une valeur liquidative minimale de la part de fonds à une échéance donnée (plusieurs modalités alternatives étant possibles dont le positionnement en première absorption de perte). De la sorte, une première mutualisation entre investissements heureux et moins heureux se ferait à l'intérieur même du fonds, la puissance publique établissant un filet de sécurité général en sortie. Les fonds entrant au capital en période de crise et ressortant, en théorie au moins, en période de prospérité, on peut s'attendre à ce que le coût budgétaire total soit nul, tout en redonnant, grâce à la garantie, un horizon d'investissement aux investisseurs institutionnels et en augmentant le rendement moyen de leurs emplois longs.

Sobre en argent public, permettant de renforcer les entreprises performantes en capital, donnant un horizon d'investissement long avec des rendements intéressants aux investisseurs institutionnels (voire aux épargnants sous la forme de produits structurés), un tel système permettrait d'accélérer considérablement la mise en place d'une Union des marchés de capitaux et de mobiliser les excédents d'épargne européens au service d'une compétitivité accrue de l'industrie européenne, notamment dans les secteurs clés de la décarbonation et du numérique.

LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE PEUT-ELLE CONTRER LA CRISE DE LA COVID-19 ?

Klaas Knot

Président, Banque centrale des Pays-Bas (De Nederlandsche Bank)

Vice-président, Conseil de stabilité financière

■ L'un des objectifs de la réglementation financière est de réduire la procyclicité. Elle devrait contribuer à empêcher le système financier d'amplifier les chocs économiques ou de devenir lui-même une source de chocs. C'est pourquoi la réglementation financière a été révisée en profondeur après la crise financière mondiale. La crise de la Covid-19 constitue le premier test sérieux pour ce nouveau cadre. Cet article examine si la réglementation a contribué à réduire la procyclicité cette fois-ci, et en tire des leçons pour l'avenir.

■ CAN FINANCIAL REGULATION HELP TO REDUCE PROCYCLICALITY IN THE COVID-19 CRISIS

One of the aims of financial regulation is to reduce procyclicality. It should help to prevent the financial system from amplifying economic shocks or becoming a source of shocks itself. Therefore, financial regulation was revised substantially after the global financial crisis. The Covid-19 crisis poses the first serious test for this new framework. This article reviews whether regulation has helped to reduce procyclicality this time, and draws lessons for the future.

Les hauts et les bas de l'économie rythment nos sociétés depuis bien longtemps. La célèbre fable de la sauterelle et la fourmi d'Ésope remonte, par exemple, au VI^e siècle av. J.-C. Comme vous le savez peut-être, ce récit quelque peu moralisateur illustre la nécessité de constituer des réserves suffisantes en période favorable, ce qui n'est pas sans rappeler ce que nous avons connu au cours des quinze dernières années.

Malgré des siècles d'expérience, les retournements des cycles économiques et financiers se produisent encore généralement de façon inattendue. En outre, les récessions et les crises mettent fréquemment en lumière des vulnérabilités qui, on le constate rétrospectivement, s'étaient accumulées sans que personne ne les détecte. Les pouvoirs publics s'efforcent toujours d'atténuer l'impact d'un choc, mais cherchent

également souvent à faire mieux par la suite. Pour ce faire, ils mettent en œuvre des réformes visant à réduire la procyclicité.

Ce schéma s'applique aux politiques monétaires et budgétaires, mais également à la réglementation financière. Après la crise financière mondiale de 2008, dont on pensait alors qu'il s'agissait d'un choc tel qu'il ne s'en produit qu'une fois par génération, les responsables politiques ont profondément réformé la réglementation des activités financières. Elaborées avec le concours d'organisations internationales et d'instances normatives telles que le G20, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Conseil de stabilité financière, ces réformes visaient à améliorer la résilience du système financier et à réduire la procyclicité.

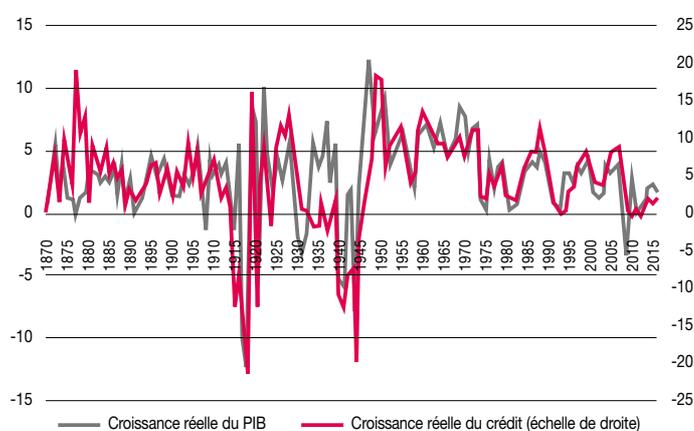
La crise de la Covid-19 a frappé le monde un peu plus de dix ans après la crise financière et cette pan-

démie pourrait même avoir un impact encore plus négatif sur la croissance économique. Cette crise constitue par conséquent la première véritable mise à l'épreuve de la nouvelle réglementation financière, qui venait justement de faire l'objet d'une évaluation [FMI, 2018]. Cet article examine la procyclicité de la réglementation financière à la lumière de la crise de la Covid-19. La procyclicité a-t-elle effectivement été réduite cette fois ? Quels sont les enseignements à en tirer pour l'avenir ?

Procyclicité et réglementation financière

Les fluctuations de l'économie présentent une certaine régularité, comme le montrent clairement les chiffres de la croissance du PIB de dix-sept économies avancées depuis 1870 (voir graphique 1). Entre 1985 et 2007, au cours de la période dite de « grande modération », les responsables politiques ont brièvement eu l'illusion de maîtriser ces fluctuations. Hélas, ils ont été brutalement rappelés à la réalité par deux chocs majeurs : la crise financière et la crise de la Covid-19.

Graphique 1 - Croissance du crédit et croissance du PIB des économies avancées, 1870-2016



Source : calculs de l'auteur à partir de données de Jordà *et al.* [2017].

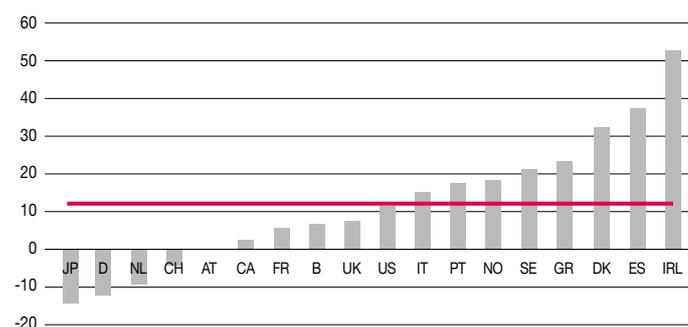
La forte corrélation entre la croissance du crédit et la croissance du PIB (voir graphique 1) présente également une certaine régularité. Cela ne signifie pas pour autant que le système financier est procyclique : la croissance du crédit dépend de la conjoncture économique globale. En revanche, le système financier contribue à la procyclicité dès lors qu'il amplifie les chocs économiques. Ce phénomène d'amplification financière se produit lorsque les institutions financières (telles que les banques) deviennent vulnérables et resserrent le crédit ou lorsque les marchés financiers arrêtent de fonctionner et que la liquidité se tarit. Le système financier contribue également à la procyclicité s'il est lui-même à l'origine de chocs économiques. C'est notamment le cas lorsque l'emballement du crédit provoque des déséquilibres financiers qui déclenchent à leur tour une crise.

Dans le contexte de la crise financière mondiale, le système financier a clairement contribué à la procyclicité dans un cycle classique d'expansion-récession financière. La croissance du crédit était alors très forte dans la plupart des économies avancées (voir graphique 2 p. 251) en raison de facteurs tels que la déréglementation financière, la faible volatilité qui régnait sur les marchés et la baisse séculaire des taux d'intérêt à long terme [Hessel et Peeters, 2011]. Cet emballement du crédit a à son tour engendré des déséquilibres, tels que la formation de bulles immobilières, des déficits de la balance courante et un fort endettement du secteur privé. La récession qui a suivi a été accentuée et prolongée par les propres faiblesses du secteur financier, ce qui illustre clairement le phénomène d'amplification financière.

L'un des objectifs de la réglementation financière est de réduire la procyclicité potentielle du système financier (1). Il existe deux moyens d'y parvenir. Le premier consiste à améliorer la résilience globale du système afin que les marchés, les banques et les autres institutions financières soient capables de mieux résister aux chocs économiques, quelle que soit leur origine, et que les mécanismes d'amplification restent contenus. L'autre moyen, plus ambitieux, mais également plus complexe, consiste à mieux gérer (ou « dompter ») le

cycle financier. Selon cette approche, les autorités politiques et réglementaires doivent lutter activement contre l'emballement du crédit et l'accumulation de vulnérabilités au sein du système financier en période favorable et éventuellement stimuler le crédit en temps de crise.

Graphique 2 - Ecart du ratio « crédit/PIB » avant la crise financière mondiale, 2007-2008



Note : les écarts du ratio « crédit/PIB » constituent un indicateur, certes imparfait, du cycle financier.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI).

Les réformes de la réglementation financière après la crise financière

Cette crise a entraîné la mise en place de réformes de la réglementation financière, tant de la part des pays à titre individuel que des organisations internationales et des instances normatives telles que le G20, le Fonds monétaire international (FMI), l'Union européenne (UE), le Comité de Bâle et le Conseil de stabilité financière (CSF). Ces réformes visent généralement à améliorer la résilience globale du secteur financier par le biais de nouvelles réglementations applicables aux banques et aux institutions financières non bancaires. Elles contiennent également divers éléments permettant de mieux gérer le cycle financier [FMI, 2018 ; Borio *et al.*, 2020]. Les quatre principaux volets de ces réformes sont les suivants :

- premièrement, la réglementation en matière de fonds propres et de liquidité des banques a été ren-

forcée par les accords de Bâle III. Les fonds propres des banques ont augmenté en quantité (avec, par exemple, l'introduction d'un coussin de conservation des fonds propres) et en qualité (avec, par exemple, l'augmentation du niveau de fonds propres de base de catégorie 1 ou *common equity tier 1*). En outre, de nouvelles normes de liquidité ont été introduites : un ratio de couverture des besoins de liquidité (*liquidity coverage ratio* – LCR) et un ratio de financement stable net (*net stable funding ratio* – NSFR). Les banques sont donc capables de mieux absorber les chocs tout en respectant ces exigences minimales (2) ;

- deuxièmement, des améliorations ont été apportées en matière de résolution bancaire conformément aux principes énoncés par le CSF [2014]. Les pouvoirs de résolution ont été renforcés dans de nombreuses juridictions, notamment aux Etats-Unis et au Japon, tandis que l'UE a instauré un mécanisme de résolution unique (MRU). Les grandes banques doivent en outre se constituer des réserves de fonds propres utilisables en cas de crise via l'application de nouvelles normes telles que la capacité totale d'absorption des pertes (*total loss absorbing capacity* – TLAC) ou l'exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles (*minimum requirement for funds and eligible liabilities* – MREL) en Europe ;

- troisièmement, des politiques et des dispositifs de surveillance macroprudentielle ont été mis en place afin de mieux appréhender le risque systémique et le système financier dans son ensemble. L'Europe a, par exemple, créé le Comité européen du risque systémique (CERS). De nombreux pays ont également introduit des coussins macroprudentiels tels que le coussin pour le risque systémique (*systemic risk buffer* – SRB) et le coussin pour les établissements d'importance systémique (3). La possibilité d'ajuster la taille du coussin contracyclique (*countercyclical capital buffer*, CCyB) en fonction du cycle financier constitue un autre instrument politique important.

Les autorités peuvent ainsi empêcher l'emballement du crédit et améliorer la résilience du système en période favorable et stimuler le crédit en temps de crise ;

• quatrième et finalement, les pouvoirs publics ont renforcé la réglementation des institutions financières non bancaires qui constituaient ce que l'on qualifiait alors de secteur bancaire parallèle. Les instruments fondés sur le marché comme la titrisation (titres adossés à des hypothèques) ont constitué une grande source de vulnérabilité au cours de la crise financière. Étant donné que le secteur des institutions financières non bancaires est important, très diversifié et qu'il continue de croître, l'une des améliorations repose sur une meilleure compréhension et une surveillance accrue de ce secteur. La réglementation a également été renforcée pour les acteurs non bancaires tels que les fonds de pension, les assureurs (directive Solvabilité II) et les contreparties centrales de compensation. On peut toutefois raisonnablement affirmer que la réglementation appliquée aux institutions financières non bancaires demeure plus laxiste et plus fragmentaire que la réglementation appliquée aux banques.

Jusqu'à récemment, la nouvelle réglementation financière n'avait encore jamais été véritablement mise à l'épreuve. Les pouvoirs publics avaient commencé à évaluer les nouvelles réformes environ dix ans après la crise [FMI, 2018 ; CSF, 2018, 2019, 2020 ; Borio *et al.*, 2020]. Avec la prudence qui s'impose, nous pouvons conclure que ces réformes ont globalement fonctionné comme prévu et que leurs éventuels effets indirects négatifs (comme la baisse de la croissance du crédit) sont restés contenus. Pourtant, nous ne savons pas encore réellement comment le secteur financier réagirait face à de nouveaux chocs.

Procyclicité et crise de la Covid-19

La crise de la Covid-19 constitue une très sérieuse mise à l'épreuve pour les récentes réformes du système financier mondial. Moins de douze ans après la crise financière, le monde se retrouve confronté à un nouveau choc tel qu'on pensait qu'il ne s'en produisait qu'une fois par

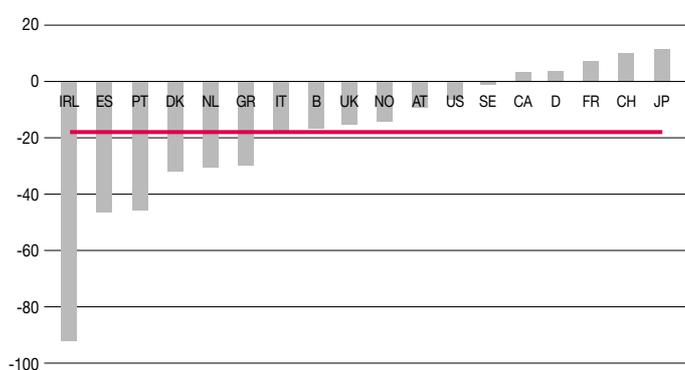
génération et qui pourrait bien être encore plus terrible que le précédent. Le FMI s'attend actuellement à une chute de 4,9 % du PIB mondial pour 2020, contre une baisse de 0,1 % en 2009 (4).

Même si le secteur financier n'est pas à l'origine de la crise de la Covid-19, il a tout de même subi d'importantes turbulences. En mars 2020, les primes de risque ont grimpé en flèche et le cours des actions a fortement chuté dans la plupart des pays. Nous avons également assisté à l'assèchement de la liquidité sur certains marchés financiers, incluant le marché des titres du Trésor américain, l'un des plus importants et des plus liquides au monde. Les pouvoirs publics ont alors adopté des mesures quasi inédites pour rétablir la stabilité financière. Les banques centrales ont assoupli leur politique monétaire et injecté des liquidités pour soutenir les principaux marchés de financement. Les autorités budgétaires ont accordé des garanties de crédit et mis en œuvre d'autres mesures de soutien au secteur des entreprises. Enfin, les autorités de réglementation (macro)prudentielle ont abaissé les exigences de fonds propres pour soutenir le crédit bancaire. Jusqu'ici, ces mesures ont effectivement permis d'atténuer les problèmes de liquidité et d'apaiser les turbulences qui agitaient les marchés financiers [Quarles, 2020]. À l'heure actuelle, il se pourrait même que les marchés financiers soient plus optimistes que les perspectives de l'économie réelle ne le justifient.

En matière de procyclicité, la crise de la Covid-19 envoie un message contradictoire. D'une part, il est évident que contrairement à la crise financière, la crise de la Covid-19 constitue un choc purement externe, car elle ne découle pas de l'accumulation de déséquilibres macrofinanciers. Les écarts du ratio « crédit/PIB » étaient, par exemple, encore négatifs dans de nombreuses économies avancées (voir graphique 3 p. 253). Par conséquent, il est impossible d'affirmer que les responsables économiques auraient dû voir arriver la crise de la Covid-19, même si l'éventualité d'une pandémie était connue [DNB, 2006]. Selon une vieille idée reçue, certains des instruments de politique macroprudentielle visant à gérer activement le cycle financier auraient été conçus

pour « gagner la dernière guerre », mais cette nouvelle crise est différente des précédentes. Quoiqu'il en soit, ces réformes ont certainement permis d'améliorer la résilience du secteur financier. Jusqu'ici, elles ont contribué à atténuer l'impact de la crise de la Covid-19, notamment du fait que les banques sont aujourd'hui mieux capitalisées. A ce jour, leurs importantes réserves de fonds propres ont permis de contenir le phénomène d'amplification financière.

Graphique 3 - Ecart du ratio « crédit/PIB » avant la crise de la Covid-19, 2019



Note : les écarts du ratio « crédit/PIB » constituent un indicateur, certes imparfait, du cycle financier.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI).

D'autre part, la crise de la Covid-19 a mis en lumière plusieurs vulnérabilités du système financier contre lesquelles les pouvoirs publics avaient déjà clairement mis en garde [Knot, 2019]. De nombreux rapports sur la stabilité financière avaient alerté contre une éventuelle surestimation de la valeur des actifs, incluant les prix de l'immobilier. Les responsables politiques étaient également préoccupés par la compression des primes de risque, due en partie à la baisse des taux d'intérêt et à l'assouplissement des politiques monétaires dans le monde entier. De la même façon, de nombreux avertissements avaient été émis contre l'augmentation de la dette du secteur privé et la forte croissance des produits à haut risque tels que les prêts leviers. Il est trop tôt aujourd'hui pour tirer des conclusions, mais nous pouvons tout de même nous demander si nous en avons réellement fait assez pour réduire la procyclicité lors de la phase de reprise. Après tout, il est plus efficace de lutter contre les vulnérabilités en période favorable que de prendre des

mesures d'atténuation en temps de crise. A ce titre, quelques observations me semblent pertinentes :

- une question reste ouverte : quelle est l'efficacité réelle de l'arsenal actuel de réglementation macroprudentielle ? Les autorités macroprudentielles politiquement indépendantes doivent généralement se contenter de réglementer les exigences de fonds propres des banques par le biais de mesures telles que le coussin contracyclique, tandis que d'autres instruments efficaces tels que la quotité des prêts hypothécaires, les mesures fondées sur les emprunteurs ou les politiques fiscales restent du ressort des autorités politiques. L'expérience de nombreux pays, y compris le mien, révèle que les politiciens rechignent parfois à adopter des mesures contraignantes du fait de leur impopularité. Par ailleurs, les instruments macroprudentiels destinés aux institutions financières non bancaires sont moins développés. Cela devrait donc nous inciter à faire preuve d'un certain « réalisme macroprudentiel » quant à l'efficacité de l'arsenal actuel [Knot, 2019] ;

- une autre question reste en suspens : les pouvoirs publics ont-ils tiré au mieux parti des possibilités qui s'offrent à eux ? Certains risques macroprudentiels ont été identifiés, mais n'ont pas toujours fait l'objet de mesures politiques. Au niveau international, les autorités de réglementation ne sont pas parvenues à s'entendre sur une nouvelle réglementation relative aux expositions souveraines des banques. En Europe, les responsables politiques n'ont trouvé aucun accord pour finaliser l'Union bancaire. Enfin, dans les différents pays, la hausse des prix de l'immobilier n'a pas toujours été suivie de mesures malgré les avertissements des organisations internationales. Les pays européens n'ont pas pleinement appliqué les recommandations du CERS. En outre, les niveaux des coussins contracycliques n'ont pas beaucoup augmenté dans la plupart des pays, même si certains, notamment les Pays-Bas, ont annoncé ou mis en œuvre des mesures relatives à la pondération des risques au titre de l'article 458 du règlement sur les exigences de fonds propres de l'UE. Plusieurs pays scandinaves ont clairement fait exception en annonçant ou en mettant

en œuvre des niveaux de coussins contracycliques de 2 % (Danemark) à 2,5 % de l'actif pondéré en fonction des risques (Norvège et Suède) avant la crise (5).

Les défis des politiques et réglementations applicables au secteur financier

Même si nous aurions peut-être pu faire mieux par le passé, la priorité est désormais d'éviter toute procyclicité dans un avenir proche. Les premières réponses apportées à la crise de la Covid-19 ont porté leurs fruits, mais la crise n'est pas terminée et l'incertitude demeure élevée. Les autorités politiques et réglementaires devront trouver un équilibre entre plusieurs objectifs. En premier lieu, il faut éviter que le secteur financier amplifie la récession. C'est pour cette raison que des mesures ont été prises, parfois de façon ponctuelle, pour stimuler le crédit et stabiliser les marchés. En second lieu, il est tout aussi important de s'assurer de la résilience du secteur lorsque les pertes se concrétiseront et que la reprise s'enclenchera. Nous ne devons par ailleurs pas renoncer trop facilement à tout ce qui a été accompli depuis la crise : il est essentiel de revenir à un système sain et stable à moyen terme. Enfin, la procyclicité devra être gérée de façon plus symétrique à l'avenir. Les discussions à venir seront déterminantes.

■ Réduire la procyclicité du crédit bancaire

A court terme, le crédit bancaire doit être stimulé pour éviter l'aggravation de la récession. Outre les garanties de crédit et les mesures budgétaires, les autorités de réglementation ont assoupli leurs exigences de fonds propres pour convaincre les banques d'absorber les pertes et de continuer à prêter. De nombreux pays ont également assoupli leurs exigences en matière de coussins contracycliques. Toutefois, comme nous l'avons mentionné, les niveaux de ces coussins « libé-

rables » étaient de toute façon généralement peu élevés. Par conséquent, plusieurs autorités ont étendu l'assouplissement de leurs exigences à d'autres coussins, incluant les coussins pour les autres établissements d'importance systémique et, notamment aux Pays-Bas, le coussin pour le risque systémique. Par ailleurs, les autorités européennes ont mis en œuvre différentes formes d'assouplissement des exigences de fonds propres en autorisant, par exemple, le recours temporaire aux réserves de fonds propres constituées au titre du deuxième pilier. Même si l'application de ces mesures est parfaitement compréhensible, cela signifie que les coussins microprudentiels ont été utilisés en guise de coussins macroprudentiels et que les coussins structurels ont été utilisés en guise de coussins cycliques, ce qui n'était pas l'objectif initial de l'accord sur les fonds propres.

Jusqu'ici, toutes les mesures de soutien semblent avoir été assez efficaces. L'enquête de la Banque centrale européenne (BCE) sur la distribution du crédit bancaire montre que les critères d'octroi des banques pour les prêts aux entreprises sont restés favorables au deuxième trimestre 2020. Pendant la crise financière et la crise de la dette souveraine, les critères d'octroi s'étaient au contraire considérablement durcis. La grande question est de savoir quelles mesures de soutien devront être maintenues au cours des trimestres à venir et quelles mesures supplémentaires pourraient être nécessaires. De toute évidence, un dilemme se pose. D'une part, il demeure essentiel de stimuler le crédit à court terme et d'éviter tout effet de falaise dû au retrait brutal des mesures. D'autre part, il est également crucial de préserver la résilience des banques à moyen terme et pendant la phase de reprise. Une autre question pertinente se pose : les banques vont-elles réellement tirer parti de l'assouplissement des exigences pour octroyer davantage de prêts ? En pratique, certains obstacles pourraient entraver l'utilisation de leurs réserves. Il est nécessaire de les comprendre pour proposer des solutions efficaces. L'incertitude qui plane quant aux futures actions de surveillance peut être atténuée par une communication claire de la part des autorités de réglementation. En revanche, la crainte de la stigmatisation des marchés financiers semble plus difficile à surmonter.

A moyen terme, il sera essentiel de déterminer clairement quelle voie sera privilégiée pour rétablir la stabilité des ratios de fonds propres. Cela contribuera à réduire l'incertitude et permettra aux banques de mieux utiliser leurs réserves. Mais une autre question se pose : faut-il apporter des modifications à l'accord sur les réserves de fonds propres en période de stabilité ?

Le choc externe et inattendu provoqué par la crise de la Covid-19 a mis en évidence le fait qu'il est parfois nécessaire de pouvoir libérer des réserves de fonds propres, alors qu'aucun coussin contracyclique n'a été constitué. Les Etats pourraient donc chercher à disposer de fonds propres plus facilement « libérables » lors du retour à la stabilité. Cette considération est à l'origine de la récente décision des Pays-Bas d'abaisser le niveau du coussin pour le risque systémique et de le remplacer au fil du temps par un taux « neutre positif » de 2 % pour le coussin contracyclique en période de stabilité. Il sera également indispensable de discuter de tout cela à l'échelle internationale dès lors que la pression immédiate de la crise de la Covid-19 sera retombée (6).

■ Gérer les pertes liées à la crise de la Covid-19

Un autre défi se pose : que faudra-t-il faire lorsque les pertes liées à la crise de la Covid-19 commenceront à augmenter ? A l'heure actuelle, les mesures de soutien ont effectivement permis de limiter les faillites d'entreprises dans plusieurs pays européens au deuxième trimestre. Hélas, cela ne va probablement pas durer. Tandis que les mesures de soutien à la liquidité font grimper leur dette, la situation financière sous-jacente de nombreuses entreprises pourrait se détériorer. Par ailleurs, les faillites pourraient se multiplier si de nouvelles vagues de contamination entraînaient des reconfinements ou si les effets sur la demande dans certains secteurs (tels que l'aviation) se révélaient plus durables.

A court terme, les entreprises bénéficient d'une certaine tolérance réglementaire en matière de reconnaissance des pertes afin d'éviter toute procyclicité,

notamment avec l'assouplissement de la norme comptable IFRS9 dans l'ensemble des mesures récemment adoptées par la Commission européenne. Pourtant, la crise financière montre qu'il est important de gérer rapidement les pertes afin de limiter tout effet durable sur le crédit qui pourrait nuire à la reprise [Mink et Pool, 2018]. Cela concerne particulièrement les secteurs financiers qui reposent davantage sur les banques, notamment en Asie et en Europe. Jusqu'ici, les banques ont considérablement augmenté leurs provisions pour pertes sur prêts afin de couvrir les pertes (7). Par ailleurs, de nombreuses autorités ont mené des tests de résistance dans le contexte de la crise de la Covid-19. Dans la plupart de ces tests, le scénario le plus probable indique que les pertes seront importantes, mais globalement surmontables, et que les banques seront capables de continuer à prêter. Le scénario central du test de résistance de la BCE, qui prévoit une récession brève mais profonde, montre, par exemple, que les ratios de fonds propres de base de catégorie 1 de 86 banques européennes baisseront en moyenne de 1,9 point de pourcentage jusqu'en 2022.

Toutefois, étant donné que l'incertitude est grande, il est essentiel de surveiller la situation de près et d'être prêt à agir si les pertes deviennent plus importantes que prévu. La BCE montre que si la reprise tardait à venir, les ratios de fonds propres pourraient baisser de 5,7 points de pourcentage et que certaines institutions pourraient ne plus être en mesure de respecter les exigences minimales. Les autorités de réglementation doivent donc réfléchir à la façon de gérer les institutions qui se retrouveraient en difficulté. Les cadres de résolution actuels pourraient se révéler moins efficaces dans le contexte d'une crise systémique et généralisée [Beck *et al.*, 2020]. Il pourrait donc être judicieux de réfléchir à l'application du cadre existant et aux autres solutions envisageables.

A moyen terme, il sera également essentiel de réduire encore davantage les vulnérabilités structurelles du secteur bancaire. En Europe, cela signifie qu'il faut finaliser l'Union bancaire et s'attaquer à des questions de plus long terme telles que la fragmentation et la faiblesse de la rentabilité.

■ Améliorer la résilience des institutions financières fondées sur le marché

Les turbulences qui ont agité les marchés financiers en mars ont mis en évidence les risques liés aux institutions financières non bancaires. Le secteur des institutions financières non bancaires a connu une croissance rapide depuis la crise et cela n'est pas nécessairement mauvais. Un système financier mixte composé de banques et d'institutions fondées sur le marché présente d'indéniables avantages, en limitant notamment le risque systémique et le risque que des tensions sur les bilans des banques n'entraînent un ralentissement du crédit [Bats et Houben, 2020]. C'est pour cette raison que l'UE cherche à développer un système davantage fondé sur le marché par le biais de son Union des marchés de capitaux.

Pourtant, les marchés financiers peuvent également renforcer la cyclicité lorsqu'ils arrêtent de fonctionner à la suite d'un choc. C'est ce qui s'est produit en mars, quand l'aversion au risque a brusquement augmenté et que de nombreux investisseurs ont souhaité retirer leur mise. Les fonds opérant sur les marchés monétaires ont notamment subi d'importantes sorties de capitaux et des rachats massifs. Les banques centrales ont réussi à stabiliser les marchés, mais cette agitation a attiré l'attention sur les problèmes de réglementation [Quarles, 2020]. Il est encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives, mais il pourrait être judicieux de mettre l'accent sur la stabilité financière et les perspectives macroprudentielles dans la réglementation, plutôt que simplement sur la protection des investisseurs. Ce secteur a par ailleurs connu une forte croissance en raison du principe des vases communicants, car il reste moins réglementé que le secteur bancaire, même si de nombreuses institutions financières non bancaires proposent en réalité les mêmes produits que les banques avec des risques comparables de transformation des échéances. En réponse à la crise de la Covid-19, le CSF a constitué un groupe de travail sur les institutions financières non bancaires afin d'analyser les turbulences qui agi-

tent le marché et de renforcer la résilience du secteur. Les autorités politiques et réglementaires pourront se baser sur ces analyses pour décider des futures étapes à suivre.

Notes

1. *La réglementation financière est elle-même sujette à une certaine « cyclicité ». Le système financier est devenu beaucoup plus réglementé après la grande dépression des années 1930 et la Seconde Guerre mondiale. Depuis le début des années 1990, de nombreux pays avaient commencé à déréglementer le secteur financier et à libéraliser leur compte de capital, renforçant ainsi l'importance des facteurs financiers au sein de l'économie, mais également la fréquence des crises financières. Après la crise financière, les pouvoirs publics se sont à nouveau engagés en faveur d'un durcissement de la réglementation financière.*

2. *Le cadre institutionnel de surveillance des banques a également été amélioré avec, par exemple, la mise en place du mécanisme de surveillance unique (MSU) de l'UE.*

3. *Les établissements d'importance systémique au niveau mondial doivent constituer un coussin de fonds propres dont la valeur est déterminée conformément aux critères du CSF. Les établissements d'importance systémique au niveau national doivent constituer un coussin de fonds propres dont la valeur est déterminée par les autorités nationales sur la base de critères qui leur laissent davantage de discrétion.*

4. *Mise à jour des perspectives de l'économie mondiale, FMI, juin 2020. D'après ces prévisions, les économies avancées pourraient connaître un recul allant jusqu'à 8,0 %, contre 3,3 % en 2009.*

5. *Les niveaux relativement bas des coussins contracycliques peuvent notamment s'expliquer du fait que le cadre défini par Bâle III repose en grande partie sur l'écart du ratio « crédit/PIB » en tant que principal indicateur. Cet écart est toutefois moins fiable après un important choc tel que la crise financière mondiale. Il semble que les pays qui avaient constitué des coussins contracycliques significativement plus élevés s'appuyaient également sur d'autres indicateurs que l'écart du ratio « crédit/PIB ».*

6. *On pourrait également envisager pour le coussin contracyclique un cadre qui reposerait moins sur l'écart du ratio « crédit/PIB » et s'appuierait davantage sur d'autres indi-*

cateurs utilisés dans le système afin que la constitution de coussins contracycliques débute plus tôt.

7. Les banques européennes semblent jouir d'une grande liberté en matière de constitution de provisions pour pertes sur prêts, ce qui pourrait accroître l'incertitude quant à la qualité de leur actif.

Bibliographie

BATS J. ; HOUBEN A., "Bank-Based versus Market-Based Financing: Implications for Systemic Risk", *Journal of Banking and Finance*, vol. 114, 105776, 2020.

BECK T. ; RADEV D. ; SCHNABEL I., "Bank Resolution Regimes and Systemic Risk", CEPR Discussion Paper, n° 14724, 2020.

BORIO C. ; FARAG M. ; TARASHEV N., "Post-Crisis International Financial Regulatory Reforms: a Primer", BIS Working Papers, n° 859, 2020.

CSF, "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions", Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board), octobre 2014.

CSF, "Evaluation of the Effects of Financial Regulatory Reforms on Infrastructure Finance", Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board), novembre 2018.

CSF, "Evaluation of the Effects of Financial Regulatory Reforms on Small and Medium-Sized Enterprise (SME) Financing", Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board), novembre 2019.

CSF, "Evaluation of the Effects of Too-Big-to-Fail Reforms", Consultation Report, Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board), juin 2020.

DNB, "Influenza Pandemic: Potential Threat to Economy and Financial System", Quarterly Bulletin, De Nederlandsche Bank, mars 2006.

FMI, "Regulatory Reform 10 Years after the Global Financial Crisis: Looking Back, Looking Forward", chapitre 2, Autumn Global Financial Stability Report, Fonds monétaire international, 2018.

HESSEL J. ; PEETERS J., "Housing Bubbles, the Leverage Cycle and the Role of Central Banking", DNB Occasional Study, n° 2011-05, 2011.

JORDÀ O. ; SCHULARICK M. ; TAYLOR A., "Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts", in Eichenbaum M. et Parker J., NBER Macroeconomics Annual 2016, vol. 31, 2017.

KNOT K., "Macroprudential Modesty", discours d'introduction, 82^e réunion plénière du Groupe des 30, New York, 6 décembre, 2019. <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuws-overzicht-en-archieff/Speeches2019/dnb386477.jsp#>

MINK M. ; POOL S., "Bank Recapitalizations, Credit Supply and the Transmission of Monetary Policy", DNB, Working Paper, n° 616, 2018.

QUARLES R., Lettre du président du CSF aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20, 14 juillet 2020. <https://www.fsb.org/2020/07/fsb-chairs-letter-to-g20-finance-ministers-and-central-bank-governors-july-2020/>

LES BANQUES CENTRALES PENDANT ET APRÈS LA PANDÉMIE DE COVID-19

Benoît Cœuré (1)

Chef du pôle d'innovation, Banque des règlements internationaux

Ancien membre du directoire, Banque centrale européenne

■ Les réactions monétaires à la crise de la Covid-19 et à la grande crise financière ont différé de trois manières importantes. Les banques centrales ont puisé dans les outils hérités de la crise précédente et inventé des instruments nouveaux pour combattre le risque de dislocation du système financier. La complémentarité nouvelle entre politiques monétaire et budgétaire a créé de nouvelles marges de manœuvre macroéconomiques, y compris dans les économies émergentes. Et la FED et la BCE ont pris en compte la nature mondiale de la crise et alimenté la liquidité internationale en dollar et en euro. Y aura-t-il une « politique monétaire d'après-Covid » ? Cela pose trois questions plus fondamentales. En les éloignant encore plus de leurs objectifs, la crise obligera-t-elle les banques centrales à repenser leurs stratégies ? Le « mariage de raison » actuel entre politiques monétaire et budgétaire va-t-il subordonner les banques centrales aux impératifs budgétaires ? Et la pandémie risque-t-elle d'aviver l'ambivalence de l'opinion face aux banques centrales, en accroissant l'inconfort vis-à-vis de leur pouvoir et de leur indépendance tout en créant de nouvelles attentes à leur égard ?

Au printemps 2020, douze ans après la grande crise financière et dix ans après la crise de la zone euro, la pandémie de la Covid-19 projetait à nouveau les banques centrales dans une crise de grande ampleur. Une nouvelle fois, les institutions monétaires se retrouvaient en première ligne pour rétablir la confiance des acteurs et soutenir les économies. Leurs interventions ont été à la mesure d'une crise d'une nature et d'une

■ CENTRAL BANKS DURING AND AFTER THE COVID-19 PANDEMIC

Monetary responses to the Covid-19 crisis and the Great Financial Crisis have differed in three important ways. Central banks have drawn on tools inherited from the previous crisis and invented new instruments to combat risks of financial system dislocation. The newfound complementarity between monetary and fiscal policies has created new policy space, including in emerging market economies. And both the FED and the ECB have acknowledged the global nature of the crisis and provided international liquidity in dollars and euros. Will there be a “post-Covid monetary policy”? This raises three fundamental questions. By making their goals even more elusive, will the crisis force central banks to rethink their strategies? Will the current “marriage of convenience” between monetary and fiscal policies subordinate central banks to fiscal imperatives? And does the pandemic risk fuelling public ambivalence towards central banks, increasing discomfort with their power and independence while raising expectations of additional action?

ampleur inédites. Comme l'a écrit John Kenneth Galbraith, « l'ennemie de la sagesse conventionnelle n'est pas les idées, mais la marche des événements » [Lagarde, 2020b].

Dans la première partie de cet article, j'identifierai trois différences entre les réactions des banques centrales à la pandémie de 2020 et à la grande crise financière de 2007-2008 : leur champ d'intervention,

la complémentarité entre leurs actions et celles des gouvernements, et la prise en compte de la nature mondiale de la crise.

Dans la seconde partie de l'article, j'esquisserai trois questions pour la politique monétaire de l'après-pandémie. La première question porte sur la manière dont la pandémie influencera les revues stratégiques des banques centrales engagées avant la crise. La deuxième question traite de l'interaction entre les politiques monétaire et budgétaire. La troisième question aborde l'extension du champ d'intervention des banques centrales et leur indépendance.

Trois différences entre la pandémie et la grande crise financière

■ Des interventions monétaires sans précédent par leur ampleur et leur diversité

En mars 2020, quand le monde prit conscience de la gravité de la pandémie et quand les premiers confinements furent décidés, il n'allait pas de soi que les banques centrales devaient monter en première ligne. Cette crise était très différente des précédentes. Certes les confinements faisaient s'effondrer la demande des ménages et des entreprises, mais c'était la réaction contrainte à un effondrement de l'offre. Il était tentant pour les banquiers centraux de conclure que la réponse à ce choc d'offre n'était pas de leur ressort. On décéla d'ailleurs un certain flottement dans leurs premières déclarations.

Ils se ravisèrent vite. La baisse de la demande n'était pas à l'origine de la crise, mais elle était bien là, amplifiée par une incertitude sans précédent sur les perspectives économiques, et mettait en danger les objectifs d'inflation. En témoigne l'évolution des anticipations d'inflation entre le quatrième trimestre 2019 et le

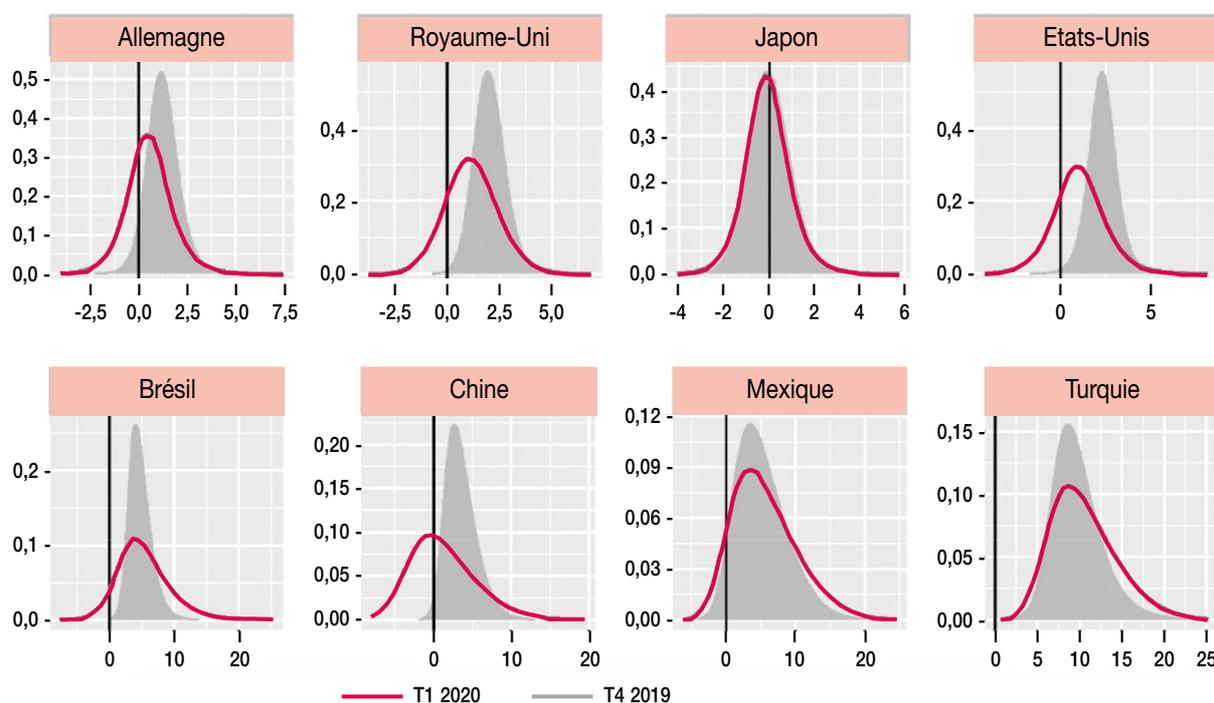
premier trimestre 2020, représentée sur le graphique 1 p. 260 [Banerjee *et al.*, 2020]. L'incertitude a augmenté partout : la distribution des probabilités d'inflation au premier trimestre 2020, est plus « plate » que celle de la fin 2019. Dans les économies avancées, la probabilité de déflation s'est accrue – la distribution s'est déplacée vers la gauche. Dans les économies émergentes, les scénarios de déflation comme de forte inflation sont devenus plus probables – les extrémités de la distribution sont devenues plus épaisses.

Autre conséquence de ce « choc d'incertitude », les marchés financiers se retrouvèrent plongés dans le brouillard, incapables de faire jouer les mécanismes usuels de découverte des prix. La liquidité se tarit rapidement sur des segments de marché indispensables au bon fonctionnement de l'économie mondiale, comme celui des bons du Trésor américains.

Or l'expérience de 2007-2008 a montré que dans de telles circonstances une intervention « chirurgicale » des banques centrales est nécessaire pour maintenir les marchés ouverts et assurer le financement des entreprises et des ménages. En effet, l'illiquidité des marchés menace la liquidité des institutions financières et risque de les forcer à vendre leurs actifs au rabais, amplifiant la baisse des prix. Par ailleurs, le système financier a changé depuis 2008 [Quarles, 2020]. La part des banques commerciales dans la gestion de l'épargne des ménages et des entreprises et dans le financement de l'économie a régressé au profit d'intermédiaires financiers non bancaires comme les gestionnaires d'actifs, les fonds de pension ou les fonds d'investissement, ce que l'on appelait autrefois la « finance de l'ombre ». Cela force les banques centrales à accorder plus d'attention au fonctionnement des marchés financiers et à intervenir si nécessaire, bref à n'être plus seulement « prêteuses en dernier ressort », mais aussi « teneuses de marché en dernier ressort ».

Une fois compris ces risques, les banquiers centraux des économies développées ont retroussé leurs manches et ouvert grand la boîte à outils héritée de la grande crise financière. Baisse des taux d'intérêt directeurs, injections de liquidité dans les banques et achats

Graphique 1 - La pandémie comme « choc d'incertitude » : distribution des prévisions d'inflation au 4^e trimestre 2019 et au 1^{er} trimestre 2020 dans les grandes économies avancées et émergentes



Note : les courbes représentent la densité de probabilité de l'inflation anticipée à un horizon de quatre trimestres, estimée à l'aide d'un modèle reliant l'inflation à l'activité économique, au taux de change, au prix du pétrole et à la volatilité du rendement des actions.

Source : Banerjee *et al.* [2020].

d'obligations publiques et privées (« assouplissement quantitatif ») ont été déployés plus rapidement qu'en 2008. On voit sur le graphique 2 (p. 261) que le bilan de la Federal Reserve (FED) a augmenté de l'équivalent de 15 points du PIB des Etats-Unis entre mars et juin 2020 et a continué à croître après cette date, à comparer avec une augmentation totale de 9 points de PIB en 2008-2010.

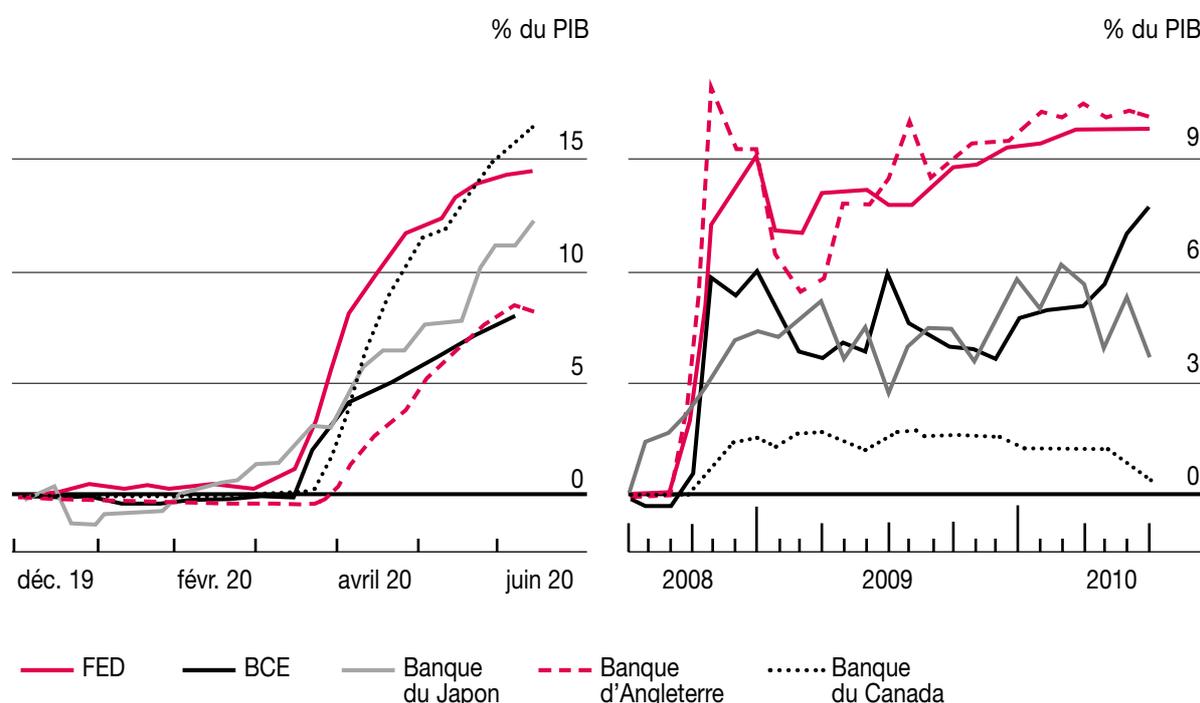
La FED et la Banque d'Angleterre ont abaissé leurs taux d'intérêt directeurs et réactivé des programmes d'assouplissement quantitatif qu'elles avaient mis en sommeil ou commencé à réduire. La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon ont accru très significativement la taille de leurs achats d'actifs (2).

Seul tabou : les taux négatifs. La BCE n'a pas abaissé la rémunération de sa facilité de dépôt, réduite à -0,50 % en septembre 2019. La Banque d'Angleterre et la FED n'ont pas franchi le pas des taux négatifs. Il

faut sans doute voir dans cette résistance le succès de la thèse popularisée par les grandes banques d'un impact négatif des taux d'intérêt négatifs sur l'offre de crédit à l'économie. Pourtant, s'il existe sans doute une limite à l'efficacité des taux négatifs (3), les études de la BCE montrent qu'elle n'est pas atteinte [Boucinha et Burlon, 2020].

Au-delà de la boîte à outils héritée de la crise, que l'on hésite à appeler encore « non conventionnelle », les banques centrales ont créé des instruments nouveaux pour combattre le risque de dislocation des marchés financiers. La FED a acheté pour la première fois des obligations municipales et des obligations d'entreprise. La BCE a acheté des billets de trésorerie émis par des entreprises non financières et facilité le nantissement par les banques de leurs prêts aux petites et moyennes entreprises. Les deux banques centrales ont fourni plus généreusement des liquidités aux banques centrales étrangères, comme on le verra plus loin.

Graphique 2 - Evolution de la taille du bilan des banques centrales en 2008-2010 et en 2020



Source : BRI [2020, graphique II.1].

Les décisions de politique monétaire ont été complétées par des décisions prudentielles permettant aux banques commerciales de réduire certains coussins de capital réglementaires pour maintenir leurs prêts à l'économie [Ehrentraud et Zamil, 2020]. Au total, la politique monétaire par temps de Covid-19 se caractérise par une ampleur et une diversité inédites. C'est la première différence avec la grande crise financière.

Pour reprendre l'expression du directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), face à un choc de grande ampleur et qui risquait de disloquer économie réelle et marchés financiers, les banques centrales ont dû « pomper l'argent jusqu'au bout du tuyau » pour qu'il atteigne tous les agents économiques ⁽⁴⁾. Cet objectif n'est pas nouveau : le mot d'ordre de la BCE pendant la crise de la zone euro, « réparer les canaux de transmission de la politique monétaire », ne signifiait pas autre chose, mais il unit désormais toutes les banques centrales.

■ Une forte complémentarité avec la politique budgétaire

C'est la deuxième nouveauté de cette crise. La réponse des gouvernements a été rapide et massive : 11 700 Md\$ ou 12 % du PIB mondial selon l'estimation du Fonds monétaire international (FMI) en septembre 2020, dont la moitié sous forme de dépenses supplémentaires, de baisses d'impôt et de reports de charge et l'autre moitié sous forme de garanties et de prises de participation. En Europe, les interventions nationales ont été complétées par un accord de principe sur des instruments de relance européens ⁽⁵⁾.

La complémentarité entre politiques monétaire et budgétaire joue dans les deux sens. La réponse monétaire a été facilitée par les garanties accordées par les Etats européens aux prêts d'urgence des banques aux entreprises et par le soutien budgétaire au revenu des ménages. La réponse budgétaire a été facilitée par les

achats de titres d'Etat par les banques centrales et leur engagement de maintenir les taux d'intérêt durablement bas. Entre février et septembre 2020, la BCE a acheté 71 % des titres émis par les Etats de la zone euro et la FED a acheté 57 % des émissions du Trésor américain (cf. graphique 3, côté droit). La charge d'intérêt sur la dette publique est passée en moyenne de plus de 3 % du PIB à environ 2 % du PIB entre 2001 et 2020 et continuera de baisser avec le renouvellement progressif du stock de dette.

La perspective de taux d'intérêt durablement bas et inférieurs aux taux de croissance des économies a des raisons structurelles autant que monétaires : ralentissement de la productivité, vieillissement des populations, appétit pour les actifs financiers sans risque. Elle a libéré la politique budgétaire en modifiant durablement les conditions de viabilité de la dette publique (6). Combien de temps durera cette situation, où le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance, est une autre question que je poserai dans la deuxième partie de cet article.

C'est une autre différence importante entre la crise de la Covid-19 et la grande crise financière. A l'issue de cette dernière, le stimulus monétaire dans les économies développées avait été rapidement

contrarié par le resserrement de la politique budgétaire (7). En 2020, la leçon a pour l'instant été comprise. La pandémie a vu les banques centrales et les Etats accroître mutuellement leurs marges de manœuvre (8). Je reviendrai dans la deuxième partie de cet article sur les conséquences de cette expérience.

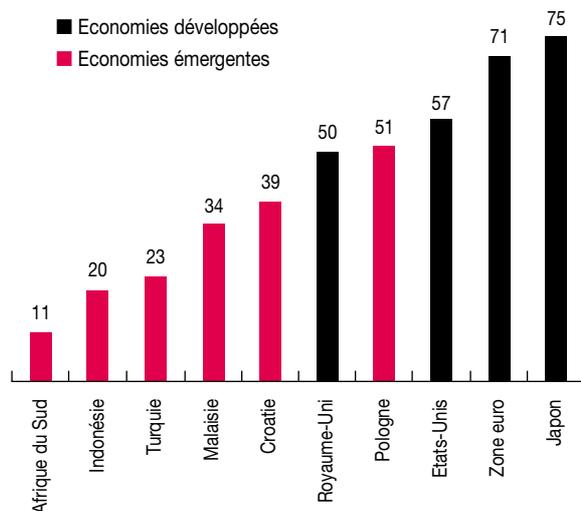
■ Une crise d'emblée mondiale

Certes la grande crise financière avait été l'occasion de renforcer le G20 et de prendre des engagements forts en matière de régulation financière. Certes le FMI, la Banque mondiale et les autres banques de développement avaient déployé des moyens importants pour soutenir le monde en développement. Mais le choc était profondément asymétrique, né dans les systèmes financiers des pays développés, et si les banques centrales de ces pays s'étaient plutôt bien coordonnées entre elles, elles n'étaient pas ou peu venues en aide aux pays émergents. Après 2008, la FED et la BCE ont accordé avec parcimonie leurs lignes de liquidité (sous forme d'échanges de devises – *swaps* – ou de prêts sécurisés par des titres – *repos*) en dollars et en euros (9). Les grandes banques centrales se sont abritées derrière le mandat donné par leurs parlements nationaux, rappelant que la stabilité financière internationale relevait du FMI.

Cet isolationnisme monétaire a été contesté, à tel point que le gouverneur de la Banque de réserve indienne a dénoncé un « apartheid virtuel » [Douglas, 2017]. Le dollar est la devise dominante du système monétaire et financier international, qui irrigue toutes les économies émergentes. Un tarissement de la liquidité en dollar durcit les conditions financières dans ces économies et amplifie le ralentissement mondial.

En 2020, le choc de la Covid-19 est symétrique et frappe de plein fouet les économies émergentes. La FED et la BCE ont substantiellement infléchi leur doctrine d'assistance de liquidité. La FED a accordé des lignes de *swap* et de *repo* à vingt et une banques centrales, prêtant jusqu'à 449 Md\$ à la fin de mai 2020 [Aldasoro *et al.*, 2020]. La BCE a adopté une approche plus régionale (cf. graphique 4 p. 263), accordant

Graphique 3 - Achats de titres de dette publique par les banques centrales, en % de la dette émise entre février et septembre 2020



Source : FMI [2020, p. 2].

des swaps en euro aux banques centrales membres du mécanisme de taux de change européen (Bulgarie, Croatie et Danemark) et mettant en place une fenêtre de *repo* pour les autres.

Les banques centrales des économies émergentes ont également innové. Traditionnellement, leurs marges de manœuvre étaient contraintes par le « péché originel » que constitue l'endettement extérieur de leurs économies dans une devise étrangère, le dollar [Hofman *et al.*, 2020]. A chaque flambée d'incertitude mondiale, le risque de fuite des capitaux forçait les pays émergents à resserrer leur politique monétaire plus que ce que la situation locale aurait justifié, pour éviter une dépréciation de leur devise qui alourdirait encore plus leur endettement extérieur.

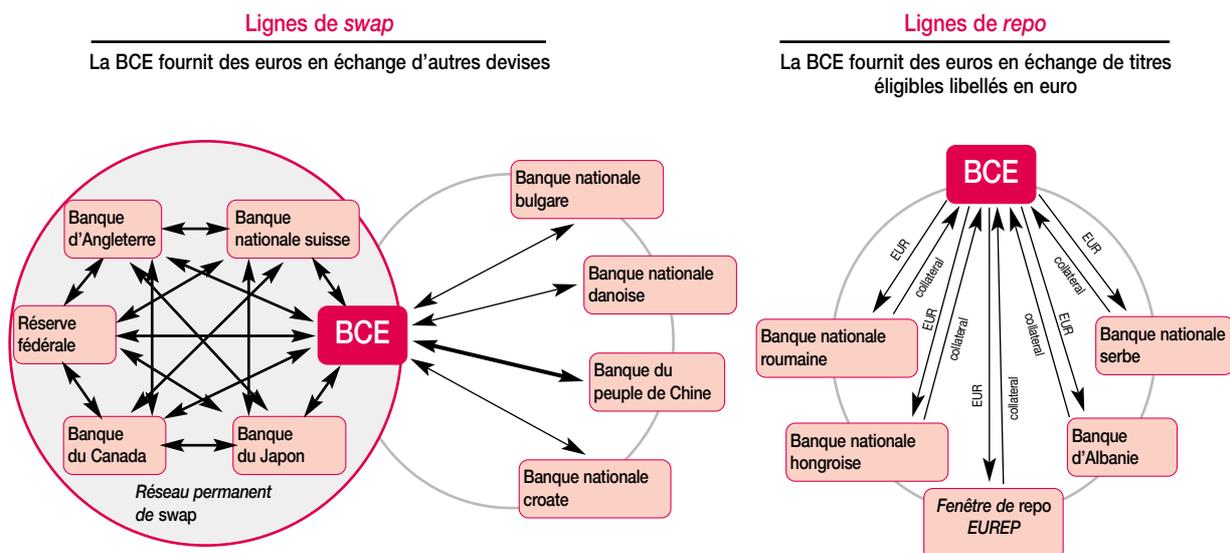
Or, en 2020, de nombreux pays émergents ont pu s'affranchir du « péché originel » et assouplir leur politique monétaire [Aguilar et Cantú, 2020]. En partie par vertu : dans plusieurs de ces pays, les anticipations d'inflation étaient bien ancrées, donnant des marges de manœuvre à la banque centrale. En partie par chance : du fait de l'assouplissement sans précédent de la politique monétaire américaine, le dollar n'a pas joué dans cette crise son rôle traditionnel de

valeur refuge, limitant la pression à la baisse sur les devises émergentes. En partie grâce à un *policy-mix* innovant : les banques centrales de ces pays ont adopté pour la première fois l'assouplissement quantitatif, tandis que les gouvernements augmentaient leurs émissions de titres libellés en monnaie domestique.

L'ampleur de ces achats peut être observée à gauche du graphique 3. Entre février et septembre 2020, la Bank Negara Malaysia a acheté 34 % des titres émis par le gouvernement malaisien et la Banque de réserve d'Afrique du Sud 11 % des titres émis par le gouvernement sud-africain. Ces chiffres sont inférieurs à ceux des économies avancées, mais plus élevés que par le passé. Les marges de manœuvre ainsi créées pour la politique budgétaire ont permis, au moins dans la phase initiale de la crise, de renforcer les filets de sécurité sociaux et de mettre en œuvre des transferts ciblés sur les plus pauvres [FMI, 2020].

A la différence des crises précédentes, les économies émergentes ont ainsi, à leur manière, créé une complémentarité inédite entre politique monétaire et politique budgétaire. On le voit sur le graphique 5 (p. 264) où les croix correspondant au *policy-mix* des pays émergents pendant la crise de la Covid-19 s'inscrivent

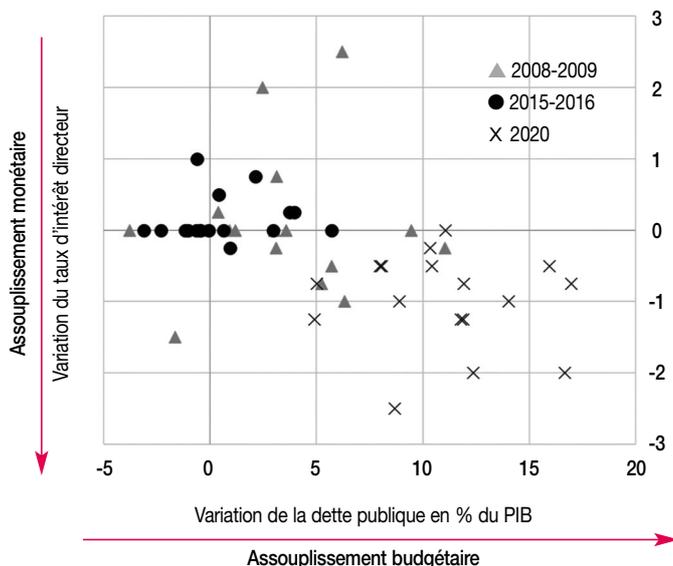
Graphique 4 - Assurer la liquidité internationale en euro : les lignes de *swap* et de *repo* de la BCE en 2020



Source : Panetta et Schnabel [2020].

résolument dans le quadrant sud-est, caractérisé par une politique monétaire et une politique budgétaire expansionnistes.

Graphique 5 - Le *policy-mix* des économies émergentes pendant trois crises : la grande crise financière de 2008, les tensions sur les marchés émergents de la fin de 2015 et la pandémie de 2020



Note : politiques monétaire et budgétaire sont complémentaires dans les quadrants nord-ouest et sud-est du graphique. Dans les quadrants nord-est et sud-ouest, les effets des deux politiques se neutralisent.
Source : Aguilar et Cantú [2020].

Trois questions pour l'après-Covid-19

A l'automne 2020, en pleine deuxième vague de la pandémie et alors que les perspectives de vaccin sont encore incertaines, il est trop tôt pour porter un jugement sur l'efficacité de l'action des banques centrales. On peut néanmoins saluer leur détermination et leur donner acte d'avoir stabilisé les conditions de financement et évité un effondrement du système financier, même si les effets retardés de la crise à travers les faillites d'entreprises et l'envol des créances douteuses sont encore devant nous.

Les trois mutations décrites dans la première partie de cet article – ampleur et diversité des interventions,

complémentarité forte avec la politique budgétaire et meilleure coordination mondiale, sont-elles durables ? Parlera-t-on un jour de la « politique monétaire d'après-Covid » ? Cela dépendra bien sûr du déroulement ultérieur de la crise, mais également, à plus long terme, des réponses à trois questions plus fondamentales que j'esquisse maintenant.

■ « *Make inflation great again* » : une question de stratégie ou d'instruments ?

La première question a trait aux leçons de la crise pour la stratégie (la formulation des objectifs et la communication autour de ceux-ci) et la mise en œuvre de la politique monétaire (les instruments permettant d'y parvenir).

À la veille de la pandémie, les banques centrales des économies développées avaient le plus grand mal à atteindre leurs objectifs. Or plus l'inflation faible perdue et plus la crédibilité des banques centrales risque d'être affectée. La pandémie ne peut qu'aggraver ce risque.

Avant la pandémie, les banques centrales cherchaient à contrer l'affaiblissement des mécanismes traditionnels liant activité économique et inflation, comme la « courbe de Phillips » qui relie situation du marché du travail et tensions sur les salaires et les prix [Eser *et al.*, 2020]. En janvier 2020, les prévisionnistes professionnels interrogés par la BCE prévoyaient une hausse des prix à la consommation de 1,2 % en 2020 et 1,7 % à plus long terme dans la zone euro, alors que l'objectif de la BCE est une inflation « inférieure à 2 %, mais proche de 2 % ».

La FED et la BCE avaient initié des revues de leurs stratégies monétaires, exercices lourds impliquant un travail de préparation analytique et des auditions publiques ⁽¹⁰⁾. En août 2020, la FED concluait sa revue et confirmait son objectif d'inflation de 2 % tout en modifiant la manière d'y parvenir ⁽¹¹⁾. Si l'inflation s'établit de manière persistante en dessous de

2 %, la FED la laissera ensuite évoluer au-dessus de ce niveau. Elle cherche ainsi à crédibiliser une inflation de 2 % en moyenne, sans satisfaire pour autant les économistes qui préconisent une stratégie explicite de « rattrapage du terrain perdu » – en d’autres termes, de ciblage du niveau des prix plutôt que de leur taux de croissance. Elle renforce également l’importance de son deuxième objectif statutaire, le plein-emploi. Désormais, elle surveillera l’écart de l’emploi à son niveau maximum plutôt qu’à un (hypothétique) niveau d’équilibre ; elle hésitera donc à sacrifier des emplois pour faire baisser l’inflation comme la FED de Paul Volcker l’avait fait au début des années 1980.

Par ces décisions, la FED confirme sa confiance dans l’efficacité de ses instruments et constate que le marché de l’emploi suscite moins de tensions inflationnistes que par le passé. Sur le plan théorique, elle s’inscrit dans la tradition des modèles « nouveaux keynésiens » qui, sur la base d’une représentation simplifiée des intermédiaires et des marchés financiers et d’hypothèses fortes de rationalité individuelle, font la part belle au pilotage des anticipations d’inflation. On ne doit par ailleurs pas sous-estimer la dimension tactique de l’annonce en pleine pandémie d’un changement de stratégie qui conduira, en moyenne, à une politique monétaire plus accommodante.

Il ne s’agit pas de minimiser l’importance du pilotage des anticipations d’inflation. Mais celui-ci ne peut suffire ⁽¹²⁾. D’une part, les enquêtes auprès des ménages montrent que ces derniers ont une perception lointaine et souvent biaisée de l’inflation, phénomène de nature macroéconomique ⁽¹³⁾. D’autre part, la politique monétaire ne peut se contenter d’influencer les réactions des acteurs des marchés financiers, un art dont les banques centrales sont devenues virtuoses et peut-être prisonnières ⁽¹⁴⁾. Elle doit, de plus en plus, s’efforcer d’atteindre les entreprises et les ménages, de « pomper l’argent jusqu’au bout du tuyau » pour reprendre l’expression d’Agustín Carstens.

Dans le cadre de sa revue stratégique, la BCE semble s’interroger plus que la FED sur l’efficacité de ses instruments et sur les enjeux nouveaux comme le

réchauffement de la planète ou la numérisation de l’économie [Lagarde, 2020a]. Poursuivre cette réflexion est crucial dans un monde où l’intermédiation financière est en pleine mutation, où la numérisation progresse à grands pas, où les inégalités de revenu et de richesse s’accroissent, où les opinions publiques sont sceptiques et divisées. Pour les banques centrales, c’est un enjeu d’efficacité et de légitimité. Si la politique monétaire demeure une conversation entre les banques centrales et les marchés financiers, il ne faudra pas s’étonner si les citoyens ne leur font pas confiance [Cœuré, 2019b].

■ Politiques monétaire et budgétaire : mariage d’amour ou de raison ?

La crise de la Covid-19, on l’a vu, a mis en évidence une forte complémentarité entre la politique monétaire et la politique budgétaire qui a renforcé l’efficacité de chacune des deux politiques. Cette complémentarité est-elle temporaire ou annonce-t-elle une subordination permanente de la politique monétaire à la politique budgétaire (ce que les économistes appellent la « dominance budgétaire ») ⁽¹⁵⁾ voire, *horresco referens* pour les banquiers centraux, la fin de leur indépendance ? Va-t-on vers un retour en grâce du financement monétaire des déficits, qu’illustre l’engouement en France et en Italie pour la proposition d’annuler les créances des banques centrales sur leurs gouvernements ?

Les banquiers centraux aiment se faire peur et rappeler que dans l’histoire, les flirts entre banque centrales et Trésors se terminent souvent mal, comme l’illustre la figure 1 p. 266 où le Premier ministre britannique William Pitt fait les poches de la « vieille dame de Threadneedle Street », la Banque d’Angleterre ⁽¹⁶⁾.

Dès avant la pandémie, un courant de pensée défendant la dominance budgétaire, la « théorie monétaire moderne » [Kelton, 2020], gagnait en popularité. Les décisions de 2020 peuvent sembler le valider. Le graphique 3 montre-t-il que la Banque du Japon ou la BCE se livrent déjà à un financement monétaire des déficits ? La réponse est en réalité négative.

Sur le plan juridique, en Europe, les achats de titres d'Etat par la BCE ne constituent pas, sous des conditions strictes qui ont été précisées par la Cour européenne de justice (17), un financement monétaire des déficits, qui demeure illégal en droit européen. Sur le plan économique, les objectifs budgétaires et monétaires coïncident naturellement quand l'activité économique et l'inflation sont toutes deux faibles. L'indépendance n'exclut pas l'interdépendance [Draghi, 2019].

Figure 1 - Un flirt qui se finit mal : la Banque d'Angleterre en 1797



Légende : « Un enlèvement politique, ou la vieille dame de Threadneedle Street en danger ! », caricature de James Gillray.

Source : British Museum.

Qu'on ne s'y trompe pas : une double impulsion budgétaire et monétaire est aujourd'hui indispensable pour sortir les économies de l'ornière. Ce ne sera d'ailleurs pas la première fois que banques centrales et gouvernements travaillent la main dans la main au sortir d'une crise de grande ampleur [Jacobson *et al.*, 2019]. La question est de savoir si les banques centrales pourront pleinement user de leur liberté d'action quand l'économie sera revenue au milieu de la route [Bartsch *et al.*, à paraître].

L'inflation mondiale sortira un jour de son « hibernation » [Borio, 2020] (18). Cette perspective n'est pas immédiate, mais les banques centrales ont le devoir de s'y préparer. Or les encours considérables de dette publique et privée hérités de la crise créent un risque de dominance budgétaire et financière de fait.

La seule perspective d'une hausse des taux d'intérêt peut mettre en risque la stabilité du secteur financier voire, dans les économies les plus endettées, la viabilité de la dette publique, plaçant la banque centrale face à un dilemme redoutable. En temps normal, des garde-fous existent pour que celle-ci n'ait pas à se préoccuper des effets induits de ses décisions : les règles de finances publiques et les exigences prudentielles appliquées aux institutions financières en font partie. Mais aujourd'hui, ces règles ont été suspendues ou allégées. Je voudrais suggérer ici deux réponses complémentaires. L'une passe par les gouvernements, l'autre par les banques centrales.

Du côté des gouvernements, la meilleure manière d'assurer la résilience des finances publiques à des taux d'intérêt plus élevés n'est certainement pas de réduire le déficit aujourd'hui, ce qui ne ferait qu'aggraver la crise. C'est de préparer demain en concevant des règles budgétaires crédibles pour l'après-crise et en émettant aujourd'hui de la « bonne » dette [Draghi, 2020], celle qui est employée pour redresser le potentiel productif – et j'ajouterais : la cohésion sociale – de nos économies. C'est à cette condition que la complémentarité actuelle entre politique monétaire et budgétaire créera un cercle vertueux.

Quant aux banques centrales, elles disposent d'instruments plus variés qu'avant la grande crise financière : achats de titres à différentes maturités et pour différentes catégories d'émetteurs publics et privés, prêts à long terme aux banques conditionnés à des objectifs de crédit à l'économie, dissociation entre le coût de ces prêts et les taux du marché monétaire, etc. Dans le monde de l'après-pandémie, l'enjeu sera de jouer finement de cette palette d'instruments – et d'en inventer d'autres si nécessaire – pour piloter les conditions monétaires sans déstabiliser le système financier.

■ Quelle limite au pouvoir des banques centrales ?

La troisième question qui, me semble-t-il, marquera l'après-pandémie, ne date pas d'hier, mais a

toutes chances de gagner en acuité. C'est celle du champ d'intervention des banques centrales, de leur « empreinte » dans les débats de politique économique et, plus largement, dans la société. C'est une question politique autant qu'économique.

La grande crise financière a laissé un héritage ambigu. Partout dans le monde, les compétences des banques centrales ont été étendues, notamment au contrôle des banques et à la surveillance macro-prudentielle (c'est-à-dire de la stabilité de l'ensemble du système financier)⁽¹⁹⁾. Mobilisant des moyens financiers sans précédent, les banques centrales ont gagné une réputation de toute puissance qui leur a valu de l'admiration, de la crainte et de solides inimitiés. En Europe, la faiblesse du pilier politique de l'Union monétaire a propulsé la BCE, à la demande des gouvernements, sur le terrain de la gestion de crise dans des domaines – politiques, sociaux, du marché du travail – très inhabituels pour une banque centrale. Le risque de politisation de la banque centrale et, pour tout dire, le caractère inapproprié de ces interventions ont été progressivement compris par la BCE, qui a réduit le champ de sa participation dans la « troïka ».

La situation est aujourd'hui paradoxale. L'extension du domaine d'intervention des banques centrales crée chez beaucoup la perception d'un vide démocratique, alors que certains (parfois les mêmes !) veulent voir les banques centrales intervenir dans des domaines variés de l'économie. Les attentes excessives projetées sur les banques centrales sont souvent le miroir de la faiblesse du politique [Cœuré, 2019a].

La crise de la Covid-19 risque d'aviver le paradoxe. L'inconfort vis-à-vis des banques centrales peut s'accroître à raison des moyens financiers déployés, tandis que les attentes peuvent augmenter à raison des dommages infligés par le virus aux économies. La reconstruction de l'offre productive après la Covid-19, la lutte contre les inégalités sociales aggravées par la pandémie, la reconversion des travailleurs dans les secteurs que les confinements successifs auront détruits nécessitent autant de choix politiques. Les

banques centrales ne doivent pas s'y substituer, mais en déployant leurs ressources financières dans le cadre de leur mandat, elles peuvent y contribuer de manière décisive.

Notes

1. *Les opinions exprimées dans cet article n'engagent pas la Banque des règlements internationaux.*

2. *Pour retrouver des marges de manœuvre, la BCE a très vite ouvert une enveloppe d'achats d'urgence face à la pandémie (en anglais : Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) de 750 Md€, puis de 1 350 Md€. Les achats de bons du Trésor nationaux au titre de ce programme ne reflètent pas nécessairement le poids de chaque pays au capital de la banque centrale, à la différence du programme d'achat de titres publics (en anglais : Public Sector Asset Purchase Programme, PSPP) lancé en 2015.*

3. *Les économistes parlent du « taux d'inversion » au-delà duquel un assouplissement monétaire pénalise l'activité du fait de son impact négatif sur l'intermédiation bancaire [Brunnermeier et Koby, 2019].*

4. *En anglais, « pump the rescue funds down the last mile » [Carstens, 2020].*

5. *Voir l'article de Pervenche Berès dans ce numéro.*

6. *Le discours présidentiel d'Olivier Blanchard devant l'Association américaine d'économie a symbolisé cette prise de conscience [Blanchard, 2019]. A noter cependant que d'un point de vue théorique, le fait que $r < g$ ne signifie pas que la capacité d'endettement est infinie [Reis, 2020].*

7. *Au Sommet de Toronto en juin 2010, les pays du G20 s'engageaient à réduire de moitié leurs déficits budgétaires. Dans la zone euro, cette contraction prématurée, dont la BCE n'a contrecarré les effets récessifs qu'en 2015 avec le lancement de l'assouplissement quantitatif, a été l'une des causes de la gravité et de la durée de la rechute qui a suivi.*

8. *Je reprends ici l'expression de Bartsch et al. (à paraître), en anglais « two-way policy space creation ».*

9. *Les accords de swaps en dollars de la FED ont été limités à cinq grandes banques centrales (Banque d'Angleterre, Banque du Canada, BCE, Banque du Japon et Banque nationale suisse, réseau aujourd'hui permanent) et à quelques autres, mais de manière temporaire (Australie, Brésil, Danemark, Corée du Sud, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège et Singapour, jusqu'en février 2010).*

10. *Pour une présentation de ces revues stratégiques, voir Board of Governors of the Federal Reserve System [2020] et Lagarde [2020a].*

11. *Voir Clarida [2020] pour une explication détaillée.*

12. *Les minutes des discussions de la FED et notamment la réunion des 17-18 septembre 2019 du Federal Open Market Committee révèlent d'ailleurs un débat sur le sujet.*

13. *Selon une enquête, les ménages de la zone euro estimaient à 9 % par an l'inflation moyenne entre 2004 et 2018, alors qu'elle était de 1,6 % [Cœuré, 2019b].*

14. *Samuelson [1994] compare le banquier central obnubilé par la réaction des marchés financiers à un singe qui « découvre pour la première fois son reflet dans un miroir et croit qu'en observant les réactions de cet autre singe, il obtiendra des informations nouvelles ».*

15. *Voir BRI [2020], encadré II.E, p. 63.*

16. *Pour illustrer les risques de la dominance budgétaire, les économistes allemands préfèrent citer le dialogue entre l'Empereur et Méphistophélès dans le Faust de Goethe [Weidmann, 2012].*

17. *Notamment des achats de titres d'Etat effectués uniquement sur le marché secondaire et des limites d'emprise de la banque centrale dans les encours de titres [Cour de justice de l'Union européenne, 2018].*

18. *Goodhart et Pradhan [2020] mettent en avant le renversement de tendances mondiales lourdes en matière de mondialisation et de démographie pour prédire le retour de l'inflation. Le réservoir mondial d'emplois peu qualifiés, qui a pesé pendant des décennies sur les salaires mondiaux, est en passe de se tarir.*

19. *Dans la zone euro, la compétence macroprudentielle est principalement du ressort des Etats membres, mais la BCE peut durcir certaines mesures quand elle les considère insuffisantes.*

Bibliographie

AGUILAR A. ; CANTÚ C., "Monetary Policy Response in Emerging Market Economies: Why Was It Different this Time?", BIS Bulletin, n° 32, 12 novembre 2020.

ALDASORO I. ; EHLERS T. ; MCGUIRE P. ; VON PETER G., "Global Banks' Dollar Funding Needs and Central Bank Swap Lines", BIS Bulletin, n° 27, 16 juillet 2020.

BANERJEE R. N. ; MEHROTRA A. ; ZAMPOLLI F., "Inflation at Risk from Covid-19", BIS Bulletin, n° 28, 23 juillet 2020.

BARTSCH E. ; BÉNASSY-QUÉRÉ A. ; CORSETTI G. ; DEBRUN X., "Is It All in the Mix?", *Geneva Report on the World Economy*, n° 23, à paraître.

BLANCHARD O., "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, vol. 109, n° 4, 2019, pp. 1197-1229.

Board of Governors of the Federal Reserve System, "Review of Monetary Policy Strategy, Tools and Communications", 2020. <https://www.federalreserve.gov>

BORIO C., "Is Inflation Dead or Hibernating?", discours à la 24^e conférence mondiale sur l'inflation de Barclays, 5 octobre 2020.

BOUCINHA M. ; BURLON L., « Les taux négatifs et la transmission de la politique monétaire », BCE, Bulletin économique, n° 3, 2020.

BRI, "A Monetary Lifeline: Central Banks' Crisis Response", Annual Economic Report 2020, chapitre 2, Banque des règlements internationaux, 2020, pp. 37-65.

BRUNNERMEIER M. ; KOPY Y., "The Reversal Interest Rate", manuscrit, Université Princeton, janvier 2019.

CARSTENS A., "Pump Rescue Funds Down the Last Mile", *Financial Times*, 29 mars 2020.

CLARIDA R., "The Federal Reserve's New Framework: Context and Consequences", discours à la conférence "The Economy and Monetary Policy", Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy et Brookings Institution, 16 novembre 2020.

CŒURÉ B., "Entretien avec Libération", 16 décembre 2019, 2019a.

- CŒURÉ B. “Monetary Policy: Lifting the Veil of Effectiveness”, discours au colloque de la Banque centrale européenne “Monetary Policy: the Challenges Ahead”, Francfort-sur-le-Main, 18 décembre 2019, 2019b.
- Cour de justice de l’Union européenne, Arrêt de la Cour, « Renvoi préjudiciel – Politique économique et monétaire – Décision (UE) 2015/774 de la Banque centrale européenne – Validité – Programme d’achats d’actifs du secteur public sur les marchés secondaires – Articles 119 et 127 TFUE – Attributions de la BCE et du Système européen de banques centrales – Maintien de la stabilité des prix – Proportionnalité – Article 123 TFUE – Interdiction du financement monétaire des Etats membres de la zone euro », 11 décembre 2018.
- DOUGLAS J., “Reserve Bank of India Governor Calls for Better Access to Currency Swap Lines”, *Wall Street Journal*, 15 octobre 2017.
- DRAGHI M., “Policy making, responsabilità e incertezza”, discours d’acceptation du diplôme *honoris causa* de l’Università Cattolica, Milan, 11 octobre 2019.
- DRAGHI M., Discours au Meeting 2020, Rimini, 18 août 2020.
- EHRENTAUD J. ; ZAMIL R., “Prudential Response to Debt under Covid-19: the Supervisory Challenges”, Banque des règlements internationaux, FSI Briefs, n° 10, 6 août 2020.
- ESER F. ; KARADI P. ; LANE P. ; MORETTI L. ; OSBAT C., “The Phillips Curve at the ECB”, Banque centrale européenne, Working Paper Series, n° 2400, 2020.
- FMI, “Fiscal Policies to Address the Covid-19 Pandemic”, Fiscal Monitor, chapitre 1, Fonds monétaire international, 2020.
- GOODHART C. ; PRADHAN M., *The Great Demographic Reversal. Ageing Societies, Waning Inequality and an Inflation Revival*, Palgrave Macmillan, 2020.
- HOFMAN B. ; SHIM I. ; SHIN H. S., “Original Sin Redux and Policy Responses in Emerging Market Economies during the Covid-19 Pandemic”, in Djankov S. et Panizza U. (éd.), *Covid-19 in Developing Economies*, e-book, Vox et CEPR, 2020.
- JACOBSON M. ; LEEPER E. ; PRESTON B., “Recovery of 1933”, NBER Working Paper Series, n° 25629, 2019.
- KELTON S., *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy*, PublicAffairs, 2020.
- LAGARDE C., “The Monetary Policy Strategy Review: some Preliminary Considerations”, discours à la conférence “The ECB and its Watchers XXI”, Francfort-sur-le-Main, 30 septembre 2020, 2020a.
- LAGARDE C., “Monetary Policy in a Pandemic Emergency”, discours au forum des banques centrales de la BCE, Francfort-sur-le-Main, 11 novembre 2020, 2020b.
- PANETTA F. ; SCHNABEL I., “The Provision of Euro Liquidity Through the ECB’s Swap and Repo Operations”, blog de la Banque centrale européenne, 19 août 2020.
- QUARLES R., “The Financial Stability Board’s Roadmap for Addressing NBFI Vulnerabilities”, remarques à la réunion annuelle de la Securities Industry and Financial Markets Association, 23 octobre 2020.
- REIS R., “The Constraints on Public Debt When $r < g$ but $g < \mu$ ”, London School of Economics, manuscrit, novembre 2020.
- SAMUELSON P., Panel discussion, in Fuhrer J. (éd.), *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, n° 38, 1994.
- WEIDMANN J., “Papiergeld, Staatsfinanzierung, Inflation. Traf Goethe ein Kernproblem der Geldpolitik?”, discours au 18^e colloque de l’Institut für Bank- und Finanzgeschichte, Francfort-sur-le-Main, 18 septembre 2012.

LES INNOVATIONS DES BANQUES CENTRALES DANS LA CRISE DE LA COVID-19

Michel Aglietta

Professeur émérite, Université Paris-Ouest

Conseiller scientifique, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (Cepii)

Sabrina Khanniche

Economiste senior, Pictet Asset Management

■ Le capitalisme globalisé a subi deux crises systémiques en douze ans. Elles sont distinctes par leur déclenchement, mais étroitement liées par les vulnérabilités financières inhérentes à l'extension de l'endettement public et privé dans le déploiement du cycle financier. L'interaction de la dette et de la liquidité en est le pivot. On étudie la dynamique de la liquidité dans les deux crises systémiques ; ce qui met en évidence l'importance cruciale de la monnaie dans le momentum du cycle financier. Après en avoir rappelé la logique, nous comparons les enchaînements financiers qui ont conduit à l'assèchement de la liquidité dans les deux crises. Cette analyse met en évidence le rôle crucial des banques centrales. Nous montrons qu'elles ont largement dépassé le rôle limité et temporaire que la théorie utilitariste de la monnaie assigne au prêteur en dernier ressort. Parce que la monnaie est le lien social fondamental des économies de marché, la banque centrale est l'institution qui sauvegarde la souveraineté de la monnaie dans les crises. Nous montrons que les banques centrales ont innové pour prendre en charge entièrement les marchés de la liquidité et étendre le crédit au secteur privé non financier en coordination étroite avec les gouvernements. Ces innovations ont été considérablement amplifiées dans la crise pandémique. On peut en conclure, avec l'irruption des risques environnementaux, que les banques centrales vont être des acteurs essentiels de la transformation des marchés de capitaux impliquée par le développement durable. En conséquence, la politique macroprudentielle et la politique monétaire devront être étroitement liées.

■ CENTRAL BANK INNOVATIONS IN THE COVID-19 CRISIS

Global capitalism has undergone two systemic crises in twelve years, the Great Financial Crisis (GFC) and the Covid-19 crisis. The trigger was different, but the expansion of private and public debt over the financial cycle has generated similar financial vulnerabilities through interactions between debt and liquidity.

We study the dynamic of liquidity in both systemic crises to display the crucial role of money in the momentum of the financial cycle. We compare the financial linkages that have led to the drying up of liquidity in both crises.

We show the crucial role of central banks that have overstepped the limited and temporary role assigned by the utility theory of money to the lender of last resort. Money is the basic social link of market economies and the central bank is the institution safeguarding monetary sovereignty in crises. Central banks have innovated to take care of the money markets entirely and to supply credit to the non-financial private sector in tight coordination with governments.

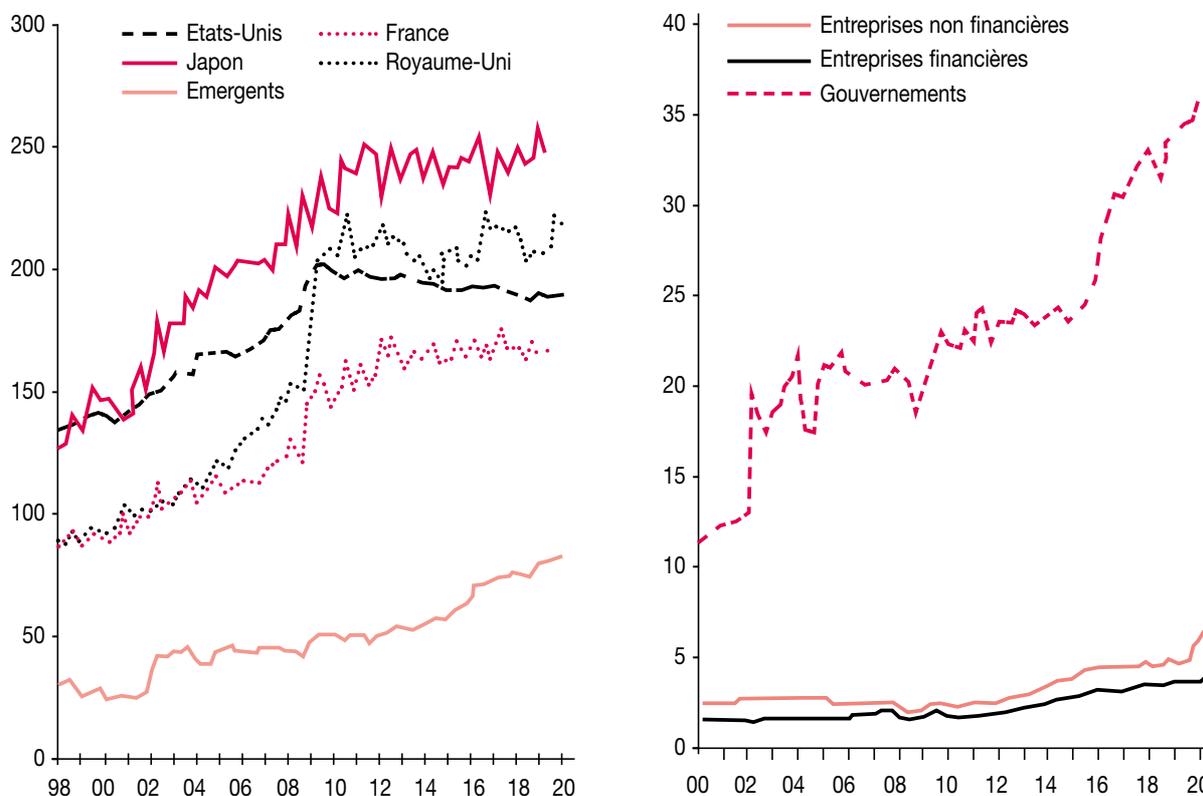
The irruption of environmental risks, exhibited in the pandemic crisis, allows concluding that central banks will be core actors in the transformation of capital markets required by sustainable development. Macroprudential and monetary policies should be implemented closely.

En ce début de XXI^e siècle, les pays prétendument avancés ont subi deux crises systémiques en douze ans : en 2008 la grande crise financière (GCF) et la crise pandémique de la Covid-19 en 2020. Elles sont distinctes par leur origine, mais étroitement liées par les impacts de la situation financière laissée par les réponses à la première sur la seconde. La différence apparente des deux crises est que, dans la première, le secteur financier a déstabilisé le secteur réel, alors que dans la seconde, le secteur réel a déstabilisé le secteur financier. Mais ce qui est commun dans le moment critique de la crise est la perception par l'ensemble des agents économiques du manque brutal de liquidité. Toute crise systémique est inaugurée par une pénurie de liquidité. Dans son rapport économique 2020, la Banque des règlements internationaux (BRI) parle de « *defining moment* », c'est-à-dire ce qui révèle les fondements et les valeurs d'une société, en l'espèce l'insoutenabilité du capitalisme global par la dégradation environnementale

multiforme et par les chaînes de valeur globales, exclusivement dédiées à la baisse des coûts pour la maximisation de la valeur des actionnaires. C'est la logique que la BRI a étudiée de longue date sous l'appellation de « cycle financier », résultant du gonflement de la finance sur l'économie réelle (cf. graphique 1).

Dans une première partie, nous mettrons en évidence le rôle pivot de la liquidité dans le cycle financier. Dans une seconde partie, nous comparerons les enchaînements qui ont conduit du passage de l'abondance à la pénurie de la liquidité dans les deux crises. Dans la troisième partie, nous montrerons le rôle crucial des banques centrales en tant que première ligne de défense de la liquidité et les innovations auxquelles elles ont procédé dans les deux crises pour stabiliser la finance et pour préserver le flux de monnaie vers les ménages et les entreprises. Cette analyse mettra en évidence l'importance cruciale de la coopération entre banques centrales et Etats.

Graphique 1 - Evolution du total des titres de créance émis (gauche) et par secteur dans les pays émergents (droite), en % du PIB, marché local et international



Sources : CEIC, Refinitiv, BRI.

Monnaie, liquidité, cycle financier

La monnaie n'est pas un bien que l'on désire individuellement comme une utilité. Chacun la désire parce que tous postulent que les autres vont la désirer. La monnaie peut donc se définir comme le mode d'existence d'un rapport social dans lequel les activités sont échangeables. Les transactions économiques sont reconnues valides par la société entière grâce à la finalité des paiements. C'est le processus par lequel la valeur économique est réalisée [Aglietta, 2016].

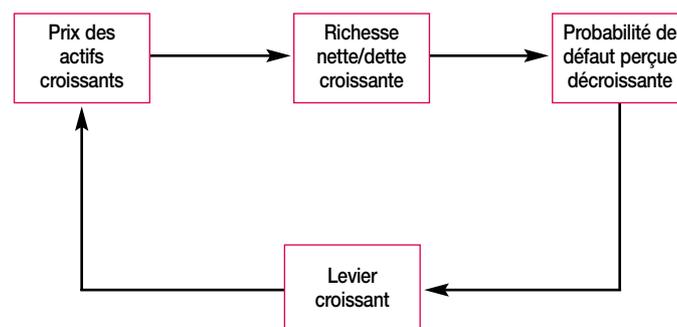
La liquidité est la richesse ultime puisque c'est la dette émise par la banque centrale qui est d'acceptation unanime. Avoir confiance dans la monnaie, c'est donc tenir l'ordre monétaire pour légitime. C'est pourquoi la conformité aux règles monétaires n'est pas une affaire de coûts et d'avantages. C'est une intériorisation de règles sociales. Mais la liquidité suscite aussi un désir illimité d'appropriation de richesse.

Cette double face de la monnaie, lien social des rapports marchands et objet du désir d'appropriation privée, en constitue l'ambivalence. C'est dans les interactions de la finance et de la monnaie à travers le système de paiement que cette ambivalence s'exprime par les changements dans la préférence pour la liquidité.

Pourquoi la finance est-elle mue par une dynamique de *momentum* ? Il en est ainsi lorsqu'elle fait face à l'incertitude qui empêche l'évaluation complète et univoque des actifs risqués. La recherche de la liquidité provoque une contagion, parce que les comportements des acteurs sont polarisés par la liquidité ; ce qui conduit à une transmission horizontale d'un comportement homogène, le mimétisme [Akerlof et Shiller, 2009]. Cela se produit aussi bien en finance dans la phase euphorique du cycle financier avec l'interaction entre l'augmentation de l'endettement et la hausse du prix des actifs que dans une pandémie avec le nombre de contaminés.

Dans le cas du cycle financier, le renforcement de la dynamique macroéconomique divergente en phase d'expansion peut être représenté par le schéma auto-référentiel *infra*.

Schéma 1 - Renforcement de la dynamique macroéconomique divergente en phase d'expansion

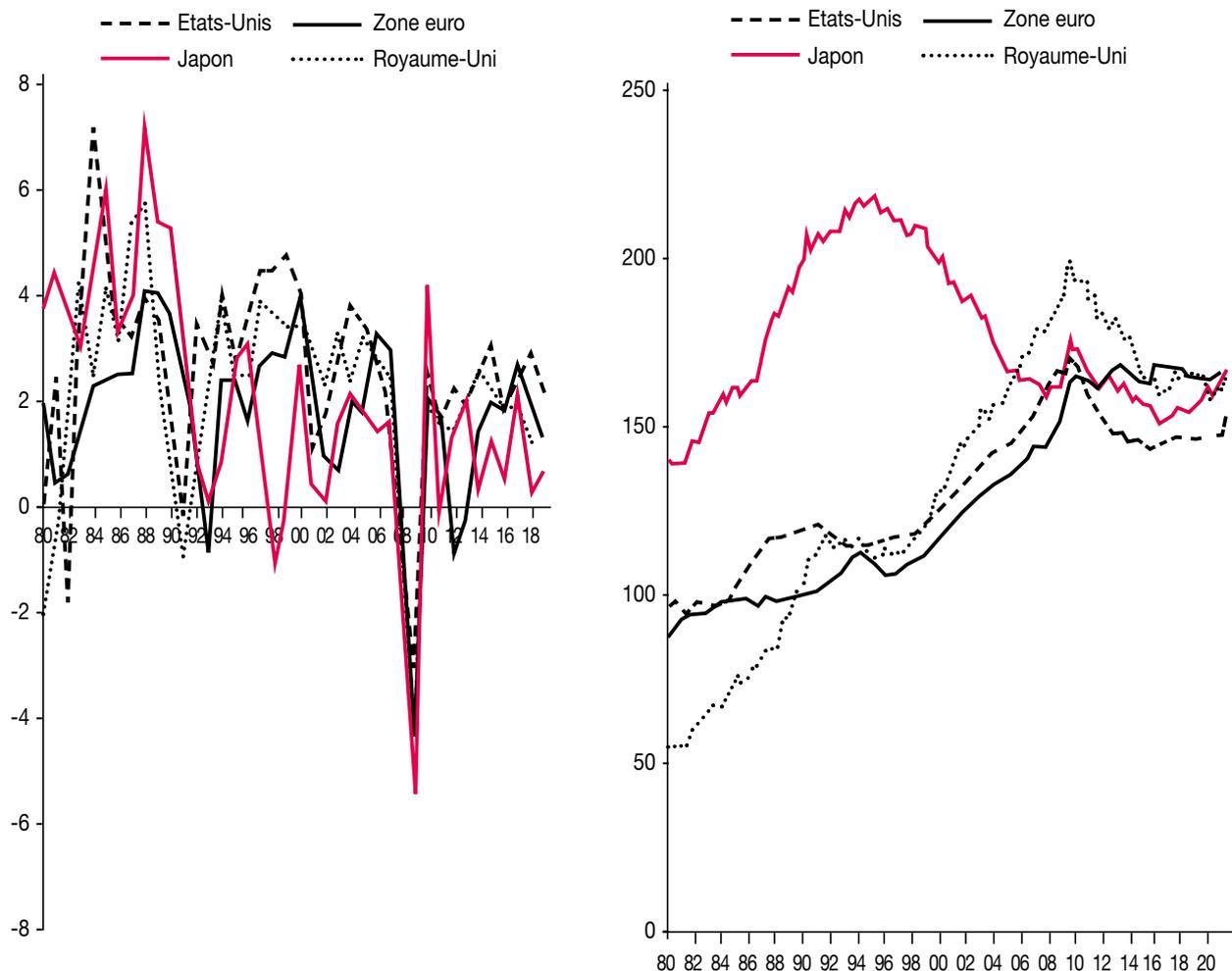


Source : d'après l'auteur.

L'accélération du crédit fait monter les ratios « dette/revenu » et « service de la dette/revenu des emprunteurs ». Certes un ralentissement de la croissance est possible dans le cycle conjoncturel, même si la dynamique du *momentum* se poursuit. Il est dû aux tensions sur le marché de l'emploi et aux pressions inflationnistes, mais il reste peu accusé car l'économie est soutenue par la poursuite de l'expansion financière qui ne dépend pas du ralentissement conjoncturel.

Au contraire, lorsque le cycle financier se retourne, le cycle conjoncturel suivant est fortement freiné dans son expansion et accentué dans sa récession par l'effet d'hystérésis négatif que la détérioration des bilans provoque sur les comportements de dépense des entreprises et des ménages. Si la phase d'expansion du cycle financier a été longue et puissante, l'excès d'endettement est à son point haut et il est largement répandu parmi les agents privés. Beaucoup d'agents économiques, voulant se désendetter en même temps, coupent leurs dépenses ; ce qui se répercute en baisse de leurs revenus. Le désendettement est contrarié et les fragilités demeurent dans les bilans. La longueur de la phase dépressive du cycle financier peut étouffer la dynamique conjoncturelle, au point d'entraîner une altération de la croissance tendancielle. C'est la « stagnation séculaire », c'est-à-dire la réduction du

Graphique 2 - Evolution du taux de croissance réel (gauche) et du ratio de dette du secteur privé (droite), en % du PIB



Sources : CEIC, Refinitiv, BRI.

rythme tendanciel de croissance apparue, surtout en Europe, après la GCF (*cf.* graphique 2).

Dans le cycle financier, le retournement peut donc prendre plusieurs formes. Car, contrairement à un cycle conjoncturel, la reprise de conditions saines de croissance requiert au préalable l'absorption des pertes financières et la consolidation des bilans, à la fois des emprunteurs et des prêteurs. Si la déflation de bilan est mal gérée, la récession pourra être plus longue et plus profonde, suivie d'une phase de marasme. Or le *momentum*, par le poids excessif des dettes dans les bilans, engendre des vulnérabilités financières [Borio, 2014].

L'assèchement de la liquidité dans la GCF et dans la crise de la Covid-19

La GCF a été une crise engendrée dans le cycle financier des pays occidentaux, avec un foyer aux Etats-Unis polarisé sur les actifs immobiliers. La crise de liquidité, provoquée par la détérioration des bilans des ménages et des acteurs financiers, a entraîné une récession économique. Le reste du monde n'a été qu'indirectement

touché par les répercussions mondiales de cette récession. Au contraire, la crise pandémique a provoqué un effondrement de l'activité économique dans le monde entier, à cause d'une propagation foudroyante. Elle a atteint la finance qui était déjà grevée de niveaux d'endettement très élevés et de qualité de dettes détériorée. Les vulnérabilités de la finance ont fait retour sur les économies réelles.

■ La grande crise financière de 2008

Les crédits titrisés qui ont financé l'essor immobilier aux Etats-Unis étaient des portefeuilles de crédits *subprimes*, c'est-à-dire sans garanties adéquates. Ces crédits constituaient un segment particulier du marché hypothécaire américain. Dès février 2007, les agences de notation avaient dégradé des montants considérables de titres émis contre des pools de crédits immobiliers *subprimes*.

L'arrivée de la vulnérabilité financière dans la sphère des ménages peut être comprise au mieux à travers le mécanisme du prêt « *reset* », vulgarisé aux Etats-Unis dans la décennie qui précéda la crise des *subprimes*. Pour permettre aux ménages les plus modestes d'accéder à la propriété, les prêteurs proposaient des crédits à long terme, typiquement trente ans, dont les deux premières années à un taux d'intérêt d'appel très bas, suivis d'une redéfinition des conditions du prêt à des taux bien plus élevés. Ce sont les prêts dits « *2/28* ». C'était la technique du « *reset* ».

Puisque les « *resets* » impliquaient une très vive augmentation de la charge financière du service de la dette, comment pouvait-on maintenir une probabilité de défaut basse ? Par une hausse suffisante des prix immobiliers pour couvrir le montant du prêt restant dû, en cas d'une insuffisance de revenus face au service de la dette.

En revanche, lorsque les paiements requis ne pouvaient être honorés que par une renégociation du prêt ou par un financement supplémentaire, les emprunteurs

entraient dans un schéma de finance à la Ponzi, c'est-à-dire un schéma où la nouvelle dette sert à payer les intérêts de la dette existante. Dans ce schéma, l'augmentation des intérêts et de l'endettement nouveau fait boule de neige. Le processus ne peut se terminer que par le défaut sur la dette au moindre doute sur la valeur du collatéral, d'où le caractère dévastateur du retournement des prix immobiliers. En d'autres termes, ce modèle de crédit n'est soutenu que par la hausse des prix immobiliers. C'est pourquoi le retournement de ce marché a provoqué la crise financière.

Intéressons-nous à ce qui nous concerne ici : l'enchaînement de la crise systémique par la transmission de la crise du crédit à la crise de liquidité. Dans le cataclysme financier, les problèmes de liquidité du système bancaire international ont connu une acuité et une persistance sans précédent. Cela est dû à la manière dont le levier de crédit a été financé par les banques sur les marchés de capitaux en empruntant sur titres.

Le marché interbancaire, le marché des titres mis en pension ou vendus contre rachat (*repurchase agreement*) et le marché du papier commercial émis contre des crédits titrisés (*asset-backed commercial papers*, ABS) sont les générateurs de liquidité. A l'inverse, lorsque les agents munis d'épargne liquide à investir (fonds communs de placement monétaires, compagnies d'assurance, fonds de pension et grandes entreprises pour la gestion de leur trésorerie) perdent confiance dans la qualité des titres à court terme qui leur sont proposés, la liquidité du marché de gros des fonds liquides s'assèche brutalement.

Les véhicules spéciaux de la titrisation étaient les maillons faibles de la chaîne du crédit. La valeur de leurs actifs dépendait entièrement de la notation, tandis que leur passif avait un levier très élevé. La dégradation des actifs a donc immédiatement entraîné l'impossibilité de refinancer le papier commercial à court terme qu'ils émettaient et vendaient aux investisseurs. Une source de liquidité s'est subitement tarie. L'interaction entre la panne d'alimentation d'une catégorie d'agents financiers (*funding liquidity*) et le

gel d'un marché (*market liquidity*) a été directe [Aglietta et Rigot, 2009].

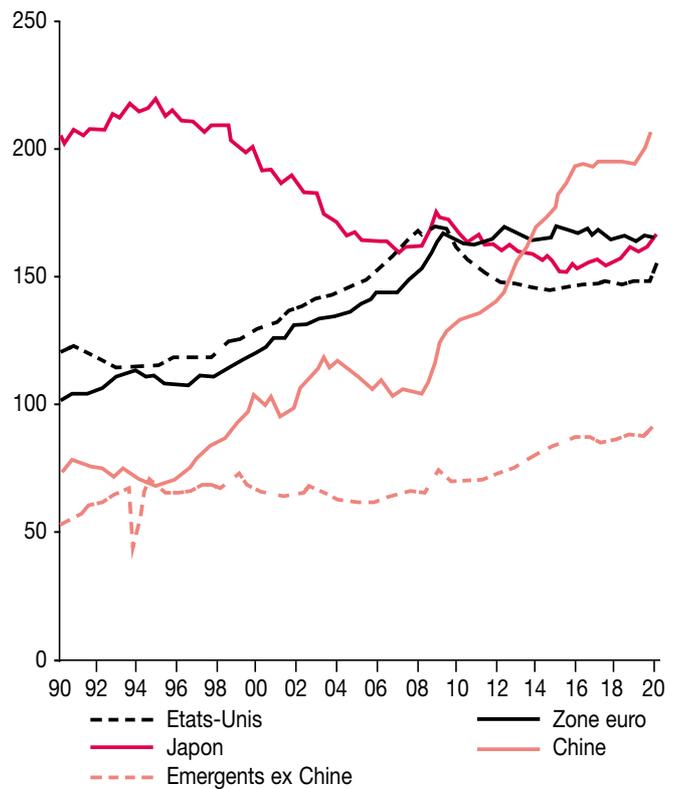
■ La crise Covid de 2020

L'irruption de la crise pandémique et sa propagation fulgurante dans le monde entier ont pris les responsables politiques par surprise dans la plupart des pays (*sudden stop*) [BRI, 2020]. Toutefois ce n'était pas un coup de tonnerre dans un ciel serein. L'orientation de la politique monétaire post-GCF a produit une inondation de liquidités en dollars. Comme la croissance a ralenti dans les pays qui avaient subi la GCF et comme les banques ont été contraintes par la régulation prudentielle Bâle III, en termes d'exigences de fonds propres et de réserves, l'intermédiation de la liquidité s'est dirigée vers les entreprises des pays émergents et a pris de nouvelles formes (*cf.* graphique 3). Le marché de gros mondial de la liquidité est devenu obligataire et a été intermédié par le *shadow banking* international non réglementé, au lieu des banques commerciales. Cette nouvelle structure financière a rendu la liquidité hypersensible à la détérioration du crédit.

C'est pourquoi la crise Covid a eu des incidences financières redoutables. L'accroissement de l'endettement des entreprises aux Etats-Unis s'est redoublé d'une détérioration de sa qualité, à la fois dans l'univers *investment grade* et dans l'univers *high yield*. On a observé l'essor du crédit privé pour financer les rachats d'actions et les opérations de fusions-acquisitions sous l'impulsion du *private equity* (*leveraged loans*) et le recours au marché du papier commercial à cause du retrait partiel des banques commerciales du financement à risque. Au total, la part des crédits notés BBB (la plus basse note dans l'univers *investment grade*) est passée de 34 % des dettes des entreprises non financières en 2008 à 50 % en 2019.

Dans de nombreux pays émergents et en développement, la situation est devenue critique. L'endettement des entreprises a progressé de 82 % entre 2008 et 2017. La surabondance de la liquidité en dollars à partir de 2009 a encouragé l'endettement en dollars

Graphique 3 - Evolution du ratio de dette du secteur privé, en % du PIB



Sources : CEIC, Refinitiv, BRI.

des entreprises non financières. Le *shadow banking*, à la recherche de plus-values d'arbitrage, a acquis des obligations américaines bon marché (*treasury bonds*) pour financer les émissions d'obligations de ces entreprises et pour leur faire des prêts risqués (crédit privé). Celles-ci ont subi un double risque, financier et de change, lorsque la balance des paiements de ces pays s'est détériorée avec la baisse des prix des matières premières et la contraction du commerce extérieur dans la récession mondiale. Cela a provoqué le retrait des capitaux de leurs prêteurs, lequel a entraîné la dépréciation de leurs devises vis-à-vis du dollar. Il en a résulté un déclassement des notations des entreprises BBB en catégorie spéculative [FMI, 2020].

La dégradation des notations fait plonger la valeur de marché des obligations d'entreprises. Car lorsque les titres risqués entrent dans les catégories *high yield*, les marchés secondaires sont bien plus étroits. D'une part, la vente obligatoire de ces actifs par les investisseurs institutionnels, qui suivent un *benchmark*, fait

plonger leur prix et, d'autre part, le manque de *market making* crée une forte volatilité. Des *spreads* d'obligations d'entreprises élevés, provoqués par des dégradations de notations, entravent la capacité des entreprises concernées à « rouler » leurs obligations arrivées à échéance, car la liquidité a disparu sur les marchés secondaires. La contagion entre les marchés a fini par produire une ruée vers la liquidité pure dans toutes les classes d'actifs dans la première quinzaine de mars 2020. Les marchés ne se sont stabilisés qu'après le déploiement par les banques centrales de moyens d'une innovation extraordinaire.

Les banques centrales en première ligne de défense de la liquidité

Les crises systémiques, dont le moment de basculement (moment Minsky) est la panique pour la liquidité, sont gérées par les banques centrales par la prise en charge du marché monétaire, d'une part, le sauvetage des banques et autres institutions financières, d'autre part. On verra que, par son origine dans l'économie réelle, la crise pandémique a requis que les banques centrales s'aventurent sur le terrain insolite de fourniture directe de fonds à des acteurs privés non bancaires [BRI, 2020, ch. 2, pp. 37-63].

Dans la GCF, comme dans la crise pandémique, les banques centrales ont pris des initiatives qui élargissent considérablement la fonction de prêteur en dernier ressort. Si les moyens diffèrent l'objectif prépondérant est le même : d'une part, s'assurer que le flux de crédits au secteur non financier ne se tarit pas, à la suite de la pénurie de liquidités ; d'autre part, restaurer la confiance pour entretenir ou rétablir la dépense privée. Enfin la fonction de prêteur en dernier ressort est étroitement liée aux deux autres fonctions des banques centrales, la politique monétaire, d'un côté, la supervision et la réglementation des banques, d'un autre côté.

■ Élargissement de la fonction du prêteur en dernier ressort dans la GCF

Les banques centrales ont été en première ligne dès le 9 août 2007, lorsque la liquidité s'est brusquement contractée sur le marché interbancaire, après la mise en faillite de fonds d'investissement de taille assez modeste. Très vite, elles se sont aperçues que le problème était ardu et ne pouvait pas être géré par le seul canal des banques commerciales qui ont un accès privilégié à la monnaie de la banque centrale.

En premier lieu, les banques centrales ont dû allonger la durée de leurs prêts en dernier ressort, lorsque les banques ont été forcées de réintermédier les positions à risque des conduits et autres véhicules spéciaux qu'elles avaient créés pour extérioriser leurs risques. Devant cette situation, la Federal Reserve (FED) des Etats-Unis augmenta la liquidité mise sur le marché monétaire et abaissa son taux d'intérêt directeur en septembre 2007, mesure suivie par une cascade de baisses avec l'aggravation de la crise, de 5,25 % à 1 % en novembre 2008. A partir de la fin de 2007, la crise s'aggrava par étapes, conduisant la FED à des innovations successives : création de la TAF (*term auction facility*) en décembre 2007 pour que la liquidité d'urgence soit désormais fournie par un processus anonyme d'enchères ; la TSLF (*term securities lending facility*) à la suite de la faillite surprise de la banque Bear Stearns qui assécha la liquidité du marché interbancaire. La FED acceptait d'échanger des titres hypothécaires devenus illiquides sur le marché monétaire contre des obligations publiques que les banques pouvaient ensuite revendre sur le marché. De manière plus spectaculaire, la FED a dû prendre en charge la résolution des faillites bancaires avec le soutien du Trésor, sauvant ainsi des banques d'investissement hors de son périmètre de réglementation.

A partir de juillet 2008, la crise prit une nouvelle tournure avec la menace sur les deux agences pivot du marché hypothécaire américain, Fannie Mae et Freddie Mac, dont la faillite allait entraîner l'effondrement complet du marché hypothécaire américain. La FED est devenue le bras armé du Trésor en garan-

tissant une ligne de crédit illimitée, tandis que le Trésor prenait le contrôle des agences le 10 septembre 2008. Quelques jours plus tard, la faillite de Lehman Brothers allait paralyser entièrement le marché monétaire international. La crise cessait d'être essentiellement américaine.

Dans cette situation dramatique, les banques centrales entreprirent une action coordonnée pour alléger le stress extrême qui s'était emparé des marchés de gros de la monnaie à très court terme, en déployant une gigantesque intervention en dernier ressort ⁽¹⁾ dans des accords de *swaps* destinés à fournir les dollars partout dans le monde. Mais cette action n'a pas suffi. Des initiatives bien plus insolites ont dû être prises.

Le besoin de liquidités des banques était entretenu en permanence par le manque de capital en face de créances douteuses qui gagnaient de nouvelles catégories de crédit, paralysant le financement des économies. Les banques centrales et les gouvernements ont dû agir de concert. Pour la première fois, la FED s'est résolue à prêter directement aux entreprises à la place des banques en achetant du papier commercial, mais aussi du crédit titrisé, tandis que le gouvernement garantissait les créances interbancaires. Le résultat fut une augmentation de la taille du bilan des banques centrales et la dégradation spectaculaire de la qualité des actifs en contrepartie de la monnaie qu'elles créent.

Concluons sur la signification de cette évolution insolite. Les banques centrales ont dû centraliser tout le financement de l'économie pour conjurer les forces destructrices de la déflation de bilan des institutions financières dans les pays les plus atteints par la crise immobilière. Elles ont assumé le financement des économies en prenant les risques de crédit avec le soutien des pouvoirs publics. Cette coopération a mené les taux d'intérêt à 0.

■ Les banques centrales à l'épreuve de la crise pandémique

Les lignes de défense de la liquidité créées lors de la GCF sont toujours en service ou peuvent être réac-

tivées sans délais. Toutefois les particularités de la crise pandémique suscitent de nouveaux défis.

D'abord, la crise est pleinement mondiale ; elle englobe les pays émergents et en développement. Ces pays sont frappés par la fragmentation des chaînes de valeur globales dont ils sont des maillons. Ils sont lourdement endettés en dollars dans les marchés obligataires publics et privés. La crise y entraîne donc des sorties de capitaux qui déprécient leurs devises et font grimper les *spreads* obligataires, qu'ils soient libellés en dollars ou en monnaies nationales, qu'ils soient sur des obligations publiques ou privées.

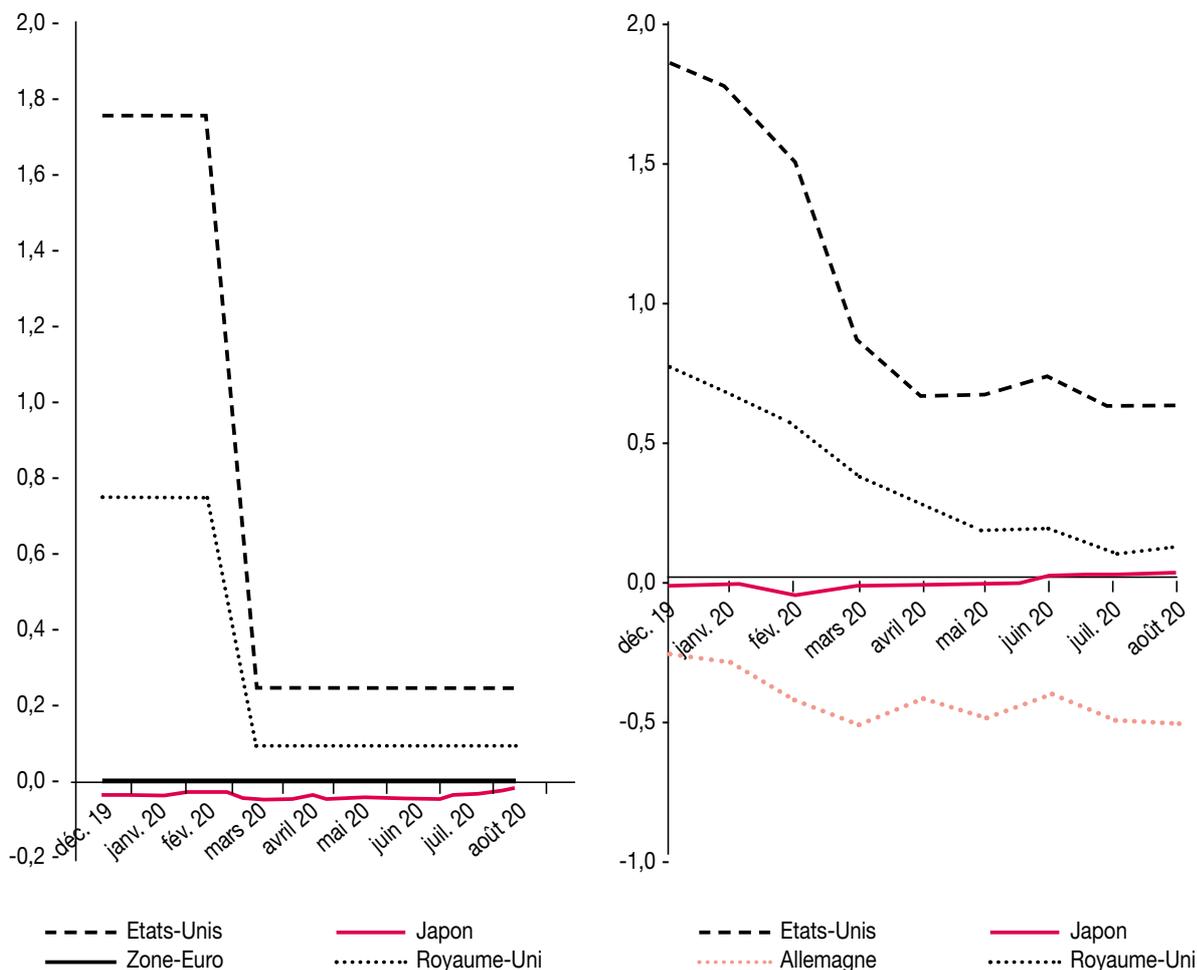
Ensuite la crise parcourt les nouveaux canaux de financement établis post-GCF. Les banques commerciales doivent respecter des exigences de fonds propres et de réserves liquides en rapport avec l'émergence d'une régulation macroprudentielle. Mais les marchés obligataires, qui ont pris un grand essor dans la décennie 2010, mobilisés par le *shadow banking* non réglementé, ont engendré de nouvelles vulnérabilités financières. Car les investisseurs financiers non bancaires, finançant leurs achats d'actifs d'entreprises par émission de dette à court terme, ont dû vendre des actifs en catastrophe pour couvrir les appels de marge, lorsque la ruée pour la liquidité s'est intensifiée en mars 2020.

Enfin la crise a provoqué une paralysie initiale des économies réelles qui laisse des séquelles à la fois sur l'offre et la demande et a créé des vulnérabilités financières issues des bilans des entreprises non financières et des ménages. Elles se répercutent dans la finance et font retour sur l'économie réelle.

La plupart des grandes banques centrales avaient déjà leurs taux directeurs au voisinage de zéro. La FED a abaissé le sien pour aplatir la courbe des taux (cf. graphique 4 p. 279).

Devant ces nouveaux enchaînements systémiques, les banques centrales ont dû intervenir à une échelle et avec une envergure jamais observée auparavant. D'après le rapport économique 2020 de la BRI, la

Graphique 4 - Evolution des taux directeurs (gauche) et à dix ans (droite)



Sources : Bloomberg, CEIC, Refinitiv.

FED a acheté plus de 1 trillion de dollars d'obligations souveraines en quatre semaines, autant que de novembre 2008 à juin 2011. La Banque centrale européenne (BCE) a acheté 1,35 trillion d'euros, soit la moitié du total de son programme d'achats de titres souverains entre 2014 et 2018.

Poursuivant les innovations introduites lors de la GCF, les banques centrales agissent plus que jamais en teneurs de marché en dernier recours. Ainsi, en mars 2020, la FED a dû acheter 160 Md\$ de titres, en établissant une facilité spéciale pour les *money market funds*, principaux investisseurs dans le marché du papier commercial. De leur côté, la banque centrale

du Japon et celle de Corée du Sud se sont engagées à des achats illimités d'obligations souveraines. De manière plus large, plusieurs banques centrales de pays émergents ont initié un assouplissement quantitatif pour soutenir la liquidité sur les marchés obligataires en monnaie locale. La BCE a créé son PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) pour réduire les *spreads* obligataires souverains entre les pays membres. De nombreuses banques centrales de pays avancés et émergents ont acheté des variétés d'actifs du secteur privé (papier commercial, obligations d'entreprises, ABS et même des actions).

Enfin, pour fournir la liquidité en dollars mondialement, la FED a étendu ses lignes de *swaps* en

dollars, de cinq banques centrales dans la GCF à quatorze banques centrales, de manière à limiter la volatilité des taux de change. Pour aller plus loin, elle a introduit une facilité d'emprunt, permettant aux banques centrales étrangères d'emprunter directement de la liquidité en dollars en utilisant leurs avoirs de titres souverains des Etats-Unis en collatéral.

Dans la phase de la crise qui s'amorce à l'automne 2020, les risques de liquidité vont se transformer en risques de solvabilité, parce que la restructuration de l'offre va laisser de nombreuses entreprises en difficulté et que le rétablissement de la demande n'est pas complètement au rendez-vous. Les banques centrales vont devoir s'appuyer sur les banques commerciales pour redonner vie au crédit en faveur des PME. En tant que superviseurs des banques, les banques centrales ont assoupli les contraintes de bilan et de liquidité, tandis que les gouvernements fournissaient des garanties sur les prêts bancaires aux PME. Car les lignes de crédit bancaire sont cruciales, surtout lorsque le marché du papier commercial se ferme aux firmes à bilans fragiles. Plus généralement les banques centrales vont devoir lutter contre les pressions déflationnistes et donc conserver des niveaux élevés de titres souverains dans leurs bilans.

En matière de conclusion, les banques centrales et le futur de l'écologie politique

La BRI reconnaît que l'héritage de la crise Covid va s'étendre sur une longue période. La mission des banques centrales va être de contribuer à établir les bases d'une croissance soutenable. Car le modèle d'affaire en vigueur avant la crise, dédié à la valeur actionnariale et prônant la neutralité de la monnaie, n'est plus viable. Il va falloir apprendre à vivre avec des niveaux élevés de dettes publiques, car les dépenses publiques seront essentielles à l'investissement dans les biens communs qui participent à la maîtrise du changement climatique.

Tenir compte des risques climatiques dans la structure des collatéraux acceptés par les banques centrales fait partie de leur mandat. Cela permettrait d'abaisser la valeur des actifs intensifs en carbone dans les marchés financiers et de signaler ainsi aux investisseurs financiers l'importance d'incorporer le risque climatique dans les évaluations en stimulant les prix des actifs verts, de manière à réduire les coûts de financement des investissements dans ces secteurs. Car les banques centrales sont des acteurs essentiels de la transformation des marchés de capitaux, impliquée par le développement durable. Cela conduit à intégrer plus étroitement la politique macroprudentielle et la politique monétaire.

En qualité d'autorités prudentielles et régulatrices de la finance, les banques centrales peuvent imposer une gestion des risques environnementaux, en incorporant les risques physiques et de transition dans les tests de résistance (*stress tests*). Elles peuvent ajuster les collatéraux qu'elles acceptent pour tenir compte de la sous-évaluation des risques environnementaux par les intermédiaires financiers.

Dans les opérations de politique monétaire, les banques centrales peuvent soutenir les marchés des actifs tournés vers le développement durable. Les banques centrales, qui poursuivront un agenda de durabilité selon ces différentes voies, devront être attentives à la qualité de la coordination avec d'autres entités publiques.

Note

1. La FED engagea 180 Md\$, la Banque centrale européenne (BCE) 110 Md\$, la Banque du Japon 60 Md\$, la Banque d'Angleterre 40 Md\$, la Banque nationale de Suisse 27 Md\$ et la Banque du Canada 10 Md\$.

Bibliographie

AGLIETTA M., *La monnaie entre dettes et souveraineté*, Odile Jacob, 2016.

- AGLIETTA M. ; RIGOT S., *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob, 2009.
- AKERLOF G. ; SHILLER R., *Animal spirits*, Princeton University Press, 2009.
- BORIO C., “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, *Journal of Banking and Finance*, n° 45, 2014, pp. 182-198.
- BRI, Annual Economic Report 2020, Banque des règlements internationaux, 2020.
- DREHMANN M. ; BORIO C. ; TSATSARONIS K., “Characterizing the Financial Cycle: Don’t Lose Sight of the Medium Term”, BIS Economic Papers, n° 380, juin 2012.
- FMI, Global Financial Stability Report, “Chapter 1: Global Financial Stability Overview: Markets in the Time of Covid-19”, Fonds monétaire international, 2020.
- MINSKY H., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986.
- ORLÉAN A., *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, 1999.
- SUMMERS L., “Secular Stagnation and Macroeconomic Policy”, *IMF Economic Review*, vol. 66, n° 2, 2018, pp. 226-250.

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

Patrick Artus

Directeur de la recherche et des études, Natixis

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

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

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

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

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

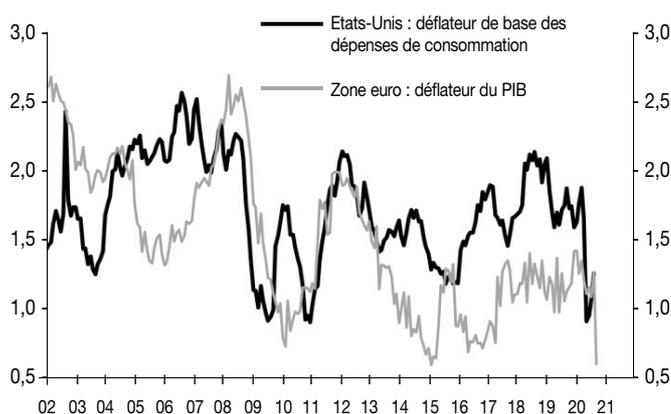
En effet, il y a déjà un redressement des prix des matières premières, avec l'amélioration de l'activité et les plans de relance, et une réduction du niveau des stocks. Surtout, dans le capitalisme contemporain, les entreprises sont capables de restaurer très rapidement leur profitabilité (après la crise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

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

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

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

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



* Hors énergie et alimentation.
Sources : Datastream, BEA, Eurostat, Natixis.

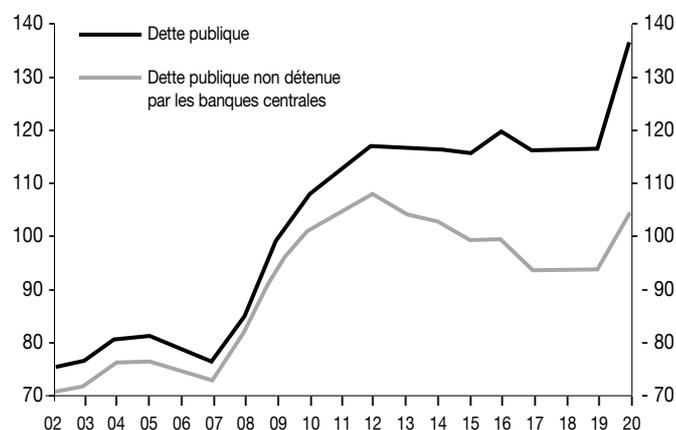
Déficits publics monétisés et retour à la solvabilité budgétaire

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

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

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

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



* États-Unis + Royaume-Uni + zone euro + Japon.
Sources : Datastream, banques centrales, prévisions Natixis.

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

Il n'y a plus non plus de taxe inflationniste

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

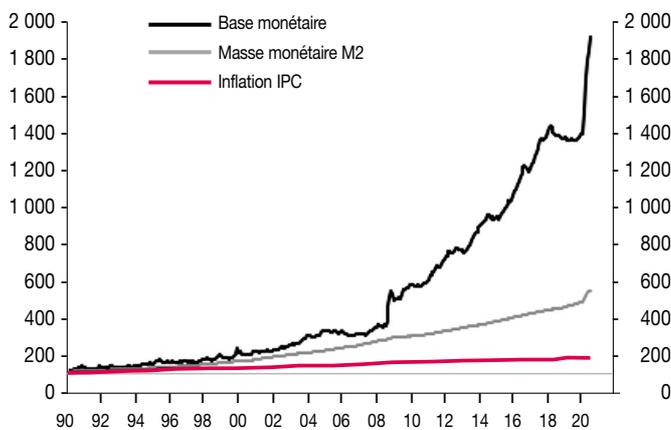
L'analyse traditionnelle montre alors que cette politique de monétisation durable des déficits publics conduit à moyen terme à l'inflation et que l'inflation, au travers de la taxe inflationniste (du seigneurage), restaure la solvabilité budgétaire.

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

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

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

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



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

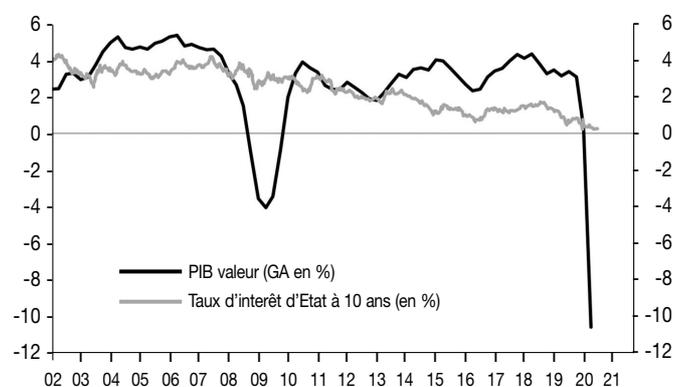
Cela vient de ce que la monnaie n'est plus seulement une monnaie de transaction, mais est devenue largement une monnaie de placement, la monnaie étant l'une des composantes des portefeuilles. S'il y a une hausse de l'offre de monnaie, il faut pour rééquilibrer la structure des portefeuilles, où initialement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

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

Deux taxes « cachées » assureront la solvabilité budgétaire

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

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



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

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

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



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

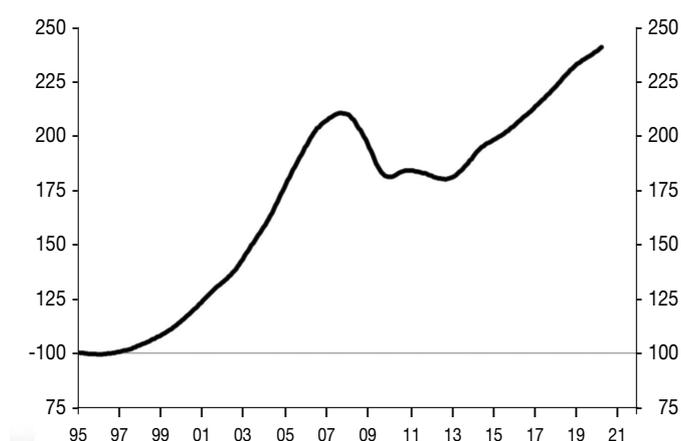
On voit alors apparaître les deux taxes cachées qui vont restaurer la solvabilité budgétaire des pays de l'OCDE. La première vient simplement de ce que, avec des taux d'intérêt anormalement bas, plus faibles que la croissance et négatifs en termes réels, une taxe est levée sur les épargnants, futurs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

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

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

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

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



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

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

Une double taxation de nature détestable

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

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

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

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

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

Solvabilité budgétaire et les quatre types d'impôts

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

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

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

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

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

LA PANDÉMIE DE COVID-19 ACCÉLÈRE L'OBSOLESCENCE DES NORMES COMPTABLES

Bertrand Jacquillat

Cofondateur d'Associés en finance

Professeur émérite, Sciences Po Paris

■ La pandémie a donné un coup d'accélérateur à un phénomène amorcé il y a une vingtaine d'années et qui a subrepticement irrigué toute l'économie : les normes comptables ne sont plus adaptées à la nature des investissements des entreprises et le principe de précaution qui s'applique dans la réglementation comptable a donné lieu à une inflation des normes. Quelles en sont les conséquences pour les investisseurs ?

■ **COVID-19 PANDEMIC ACCELERATES OBSOLESCENCE OF ACCOUNTING STANDARDS**

The pandemic is accelerating a twenty year phenomenon: accounting standards are no longer adequate to describe investment behaviors. Moreover, the Precautionary Principle has resulted in an inflation of accounting standards. In the context of the pandemic, what are the consequences for investors?

La pandémie a donné un coup d'accélérateur à un phénomène amorcé il y a une vingtaine d'années et qui a subrepticement irrigué toute l'économie. Au point de pousser Baruch Lev, cet ancien colonel de chars de l'armée d'Israël pendant la guerre des Six-Jours, reconverti en illustre professeur de comptabilité à l'Université de New York, à écrire un livre au titre provocateur « *The End of Accounting* ». Il voulait ainsi attirer l'attention sur les multiples biais que la doctrine comptable a progressivement introduits dans le calcul des bénéfices et dans l'estimation de la capacité bénéficiaire des entreprises. D'abord, les normes comptables ne sont plus adaptées à la nature des investissements des entreprises, où les actifs intangibles ont pris le dessus sur les actifs tangibles. Ensuite, le principe de précaution s'est infiltré dans la réglementation comptable, notamment à la suite des crises économiques et financières que nous avons traversées, ce qui a donné lieu à une inflation des normes, dont l'utilité semble douteuse. Enfin la comptabilité rend compte avec

retard d'événements importants concernant l'entreprise, dans un monde par ailleurs de plus en plus connecté. Ces biais ne sont pas sans conséquence sur l'utilité, aujourd'hui, de la comptabilité financière pour les investisseurs et donc sur leur comportement, et sur le bon fonctionnement des économies.

L'obsolescence de la comptabilité financière

Aune économie industrielle s'est substituée une économie de plus en plus digitalisée, dans laquelle la valeur d'une société se manifeste davantage au travers de ses actifs intangibles qu'au travers de ses actifs tangibles. C'est le triomphe de l'immatériel que la pandémie a mis en lumière, phénomène qui ne fera que s'accroître. En effet, dans un monde post-Covid, la nouvelle compétition entre les nations se fera sur le terrain de

l'innovation avec une accélération de la digitalisation au-delà des industries que celle-ci a déjà infiltrées du commerce, des médias et du tourisme. Banque, assurance, éducation, santé, alimentation, production manufacturière... autant de secteurs en train de redéfinir fondamentalement leurs modèles d'affaires, sans que le traitement comptable de leurs activités n'en soit pour l'instant affecté.

La nature des actifs tangibles est bien connue : ce sont des machines, du matériel et de l'outillage, une flotte de véhicules, des usines, des immeubles, des stocks de marchandises, etc. Quand on parle de dés-industrialisation de la France, c'est à la disparition des usines, et autres actifs tangibles qui vont avec, que l'on se réfère. En revanche, les actifs intangibles n'ont pas d'existence physique, ils n'en prennent pas moins une importance croissante. Les actifs intangibles peuvent être regroupés en plusieurs catégories distinctes : celle des informations numériques, telles que le *software* informatique ou les bases de données, et tout ce qui peut être stocké dans des serveurs, le *cloud* ; celle qui regroupe les développements innovants, tels que la recherche et développement (R&D), la création artistique ; et enfin celle qui se rapporte à la conception, telle que le design et autres développements. Tous ces éléments peuvent faire l'objet d'une protection légale, sous forme de brevets, de *copyright*, de droits d'auteur, de dépôts de marque, etc. Mais une partie significative des actifs intangibles est encore plus évanescence que ceux que nous venons d'évoquer, comme certaines chaînes de valeur sophistiquées, ou des circuits de distribution innovants, ou encore certaines compétences au sein de l'entreprise, voire la culture d'une entreprise formée de routines, d'automatismes, d'engagements parfaitement internalisés, qui rendent celle-ci spécialement efficace. Ces actifs sont très difficiles à dupliquer. Ils ne peuvent être synthétisés par des chiffres dans une feuille Excel, même s'ils ont manifestement une grande valeur.

Pour autant, la doctrine comptable continue à traiter distinctement ces deux types d'actifs. Parce qu'elles sont incertaines et apparemment sans lien immédiat avec les bénéfices, les dépenses de R&D

sont comptabilisées en charges de fonctionnement de l'année, et non comme investissements. Il en va de même de tous les actifs intangibles évoqués plus haut et qui sont regroupés pour la plupart dans la catégorie comptable des SG&A (*selling, general and administrative expenses*). Les investissements en actifs tangibles sont des investissements, et vont donc au bilan ; les investissements en actifs intangibles, considérés comme des dépenses de fonctionnement, sont donc affectés au compte de résultat. Cette disposition surannée a pour conséquence de surévaluer les charges de l'exercice et donc de sous-estimer les bénéfices, et, par un simple jeu de vases communicants, de sous-estimer aussi les immobilisations. C'est ainsi que les chiffres des bénéfices sont devenus impurs ; ils constituent un mélange de bénéfice et d'investissement. Les démêler constitue un exercice délicat. Et comme dans la fable de la peste de La Fontaine où tous les animaux sont infectés, tous les secteurs de l'économie sont peu ou prou concernés par ce phénomène. Cette manière de faire n'en fausse pas moins la réalité et rend difficiles les comparaisons à la fois dans le temps et entre entreprises.

Il est de fait que la part des investissements en actifs intangibles n'a cessé de croître au détriment de celle des actifs tangibles. Aux Etats-Unis, les investissements en actifs tangibles étaient en 1979 de 1,7 fois ceux des actifs intangibles, ils n'étaient plus que de 0,7 fois en 2017, et cette tendance s'est encore accentuée depuis. En à peine deux générations, le mix d'investissements entre actifs tangibles et actifs intangibles s'est complètement inversé, ce qui n'a pas été sans conséquence pour l'investisseur. Il a été estimé qu'en 2019, et pour ce qui concernait les 3 000 sociétés de l'indice Russell 3000, les dépenses de R&D avaient été de 435 Md\$, les dépenses d'investissement en actifs tangibles, les fameux Capex, de 930 Md\$, tandis que les investissements en actifs intangibles s'étaient élevés à 1 500 Md\$.

Pour surmonter ces obstacles, d'aucuns se sont efforcés de réconcilier les pratiques comptables avec la réalité économique, en tentant de démêler l'écheveau des investissements intangibles et en faisant la part

entre ce qui est dépense d'investissement et ce qui est dépense de fonctionnement. Selon cette approche, il convient de partir du montant global des SG&A et de commencer par en soustraire les dépenses de R&D et de publicité, lesquelles peuvent être considérées comme des actifs intangibles à 100 %, et donc de les sortir du compte de résultat pour 100 % de leur montant et les transférer au bilan. Le solde est intitulé « cœur SG&A » et scindé en deux : le « cœur SG&A de maintien » qui correspond à des dépenses pour maintenir la capacité bénéficiaire de l'entreprise. Le « cœur SG&A d'investissement » qui regroupe toutes les dépenses qui concourent à la construction de l'organisation comme les dépenses de formation, les coûts d'acquisition de nouveaux clients ou encore les développements informatiques. L'application à Amazon de cette grille d'analyse suffit à souligner l'importance des actifs intangibles. Pour un chiffre d'affaires en 2019 de 280 Md\$, la seule R&D représente 36 Md\$ soit 13 % du chiffre d'affaires, et les autres charges SG&A figurant au compte de résultat, mais qui sont en fait des investissements en actifs intangibles, 24 Md\$, soit près de 9 % du chiffre d'affaires. Au total, les investissements en actifs intangibles d'Amazon en 2019, mais qui figurent en charges dans le compte de résultat, représentent 60 Md\$, soit 22 % du chiffre d'affaires et un peu plus de 50 % du résultat brut. Amazon ne constitue pas une exception, toutes les autres Gafam présentent un profil analogue de leur comptabilité financière.

L'importance de la connaissance de la nature des investissements ressortait déjà de l'article fondateur intitulé « *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares* », paru il y a plus de soixante ans, de Merton H. Miller et Franco Modigliani, tous deux prix Nobel d'économie, pour lesquels la valeur d'une entreprise est la somme de deux parties. Une partie correspond au régime stationnaire permettant à l'entreprise de maintenir son niveau de capacité bénéficiaire ; l'autre partie correspond à la valeur actuelle des opportunités de croissance future, dont le montant dépend du volume des investissements, de leur rentabilité et de la durée pendant laquelle ces opportunités subsisteront. Pour ce qui est de la seconde partie de la valeur, la

connaissance des investissements de développement, de leur rentabilité et de leur pérennité est un facteur clé pour appréhender les flux de bénéfices futurs de l'entreprise. Mais la difficulté de l'exercice provient du fait que la nature des investissements, et leur répartition entre actifs tangibles et actifs intangibles, s'est profondément modifiée au cours du temps.

Certes la comptabilité n'avait pas la réputation d'être joyeuse, mais du moins avait-elle celle d'être sérieuse. Sans gagner du terrain sur le premier tableau, elle en a en tout cas perdu sur le second. Il n'y a pas que le traitement des actifs intangibles qui rend la comptabilité de moins en moins crédible, il y a aussi le fait que les réglementations successives qui se sont ajoutées au fil des ans requièrent des « estimations » (et non des chiffres objectifs, indiscutables) sujettes à caution. Entre 1995 et 2015, le nombre moyen d'items dont la réglementation comptable obligeait de rendre compte au moyen d'estimations a plus que quadruplé. Par ailleurs, et comme son élaboration et sa parution sont décalées, la comptabilité rend compte avec retard d'événements importants concernant l'entreprise, ce qui la met en porte-à-faux avec le monde contemporain connecté.

Les investisseurs se détournent de la comptabilité financière

La comptabilité étant devenue superfétatoire, les investisseurs s'en détachent, comme le suggèrent nombre d'observations empiriques. Ainsi le pouvoir explicatif sur la valorisation des entreprises américaines des deux données comptables essentielles pour ce faire que sont les bénéfices et la valeur des fonds propres s'est lourdement détérioré au fil des ans. Alors que dans les années 1950, ces deux grandeurs à elles seules suffisaient à expliquer en moyenne 90 % de la capitalisation boursière des sociétés américaines, ce pourcentage tombait à 80 % dans les années 1980. Il est aujourd'hui descendu à moins de 50 %. Par ailleurs, les modèles plus ou moins sophistiqués de prévision de bénéfices ou de

rentabilité des capitaux propres (*return on equity* – ROE) à partir des états financiers historiques donnaient autrefois des résultats satisfaisants avec des marges d'erreur raisonnables. Celles-ci sont devenues le triple de ce qu'elles étaient. Dans le même temps, l'environnement économique des entreprises est devenu plus stable, si l'on en juge par la diminution de la volatilité de leurs chiffres d'affaires. Ces résultats concernent les sociétés américaines soumises aux normes comptables Gaap (*Generally Accepted Accounting Principles*), mais elles valent tout autant pour les sociétés européennes soumises aux normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*), tant leurs évolutions ont été parallèles. Ne sont-ils pas la preuve de l'inanité de la comptabilité financière pour les investisseurs aujourd'hui ? Les investisseurs auraient-ils perdu leur boussole ? Il faut bien comprendre la genèse de la comptabilité financière et des méthodes de valorisation des sociétés. Il y a encore moins d'un siècle les marchés d'actions en étaient encore au stade infantile du capitalisme et totalement immatures. Les notions de valorisation étaient embryonnaires et les décisions d'investissement en actions d'une entreprise étaient assises sur les tuyaux, les feuilles de chou boursières, les informations privilégiées, les rumeurs, les préjugés et les *fake news*, dirait-on aujourd'hui. Elles étaient bien conformes aux descriptions de l'écosystème boursier d'un Emile Zola ou d'un Joseph Proudhon. Ce n'est qu'avec l'apparition des investisseurs institutionnels, qui se rendirent compte que les actions pouvaient constituer un véhicule d'investissement plus intéressant que les obligations, leur support préféré pendant longtemps, que les méthodes d'évaluation des actions devinrent plus sérieuses. Celles-ci furent codifiées dans les années 1930 par Benjamin Graham, pendant longtemps le pape de l'analyse financière, et dont l'idée fondamentale était la distinction qu'il convenait d'opérer entre la valeur fondamentale d'une action et son cours. Le cours est la résultante de sentiments versatiles de cupidité et de peur de la part des investisseurs. La valeur fondamentale en revanche dépend de la capacité bénéficiaire, qui elle-même dépend des actifs de la société. Selon cette approche qui s'appuie sur les comptes de la société, la valorisation de celle-ci est le

produit de ses profits par un multiple conservateur, et la valeur comptable de la société constitue un complément supplémentaire de référence. Les principes de l'*investissement value* étant ainsi établis, il convient d'être prudent et d'acheter les actions ayant un ratio prix/bénéfice ou prix/valeur comptable faible. Cette « doctrine » perdura longtemps grâce à son illustre propagandiste, Warren Buffett, qui avait été l'élève de Graham sur les bancs de l'Université de Columbia dans les années 1930, et qu'il appliqua avec succès jusqu'au début des années 2000. C'est que cette approche *value* a du plomb dans l'aile. Un investissement dans des actions *value* de 1 dollar effectué il y a dix ans serait aujourd'hui, dix ans plus tard, de 2,50 dollars, comparé à 3,50 dollars pour le marché des actions dans son ensemble, et plus de 4,50 dollars pour les valeurs de croissance.

Pour une comptabilité stratégique

De fait, la comptabilité financière fut longtemps l'outil privilégié de la gestion active de portefeuille, celle dont l'objectif est de surfer favorablement sur les évolutions boursières. Mais elle n'a pas fait la mue qui lui était nécessaire pour répondre aux besoins des investisseurs. Celle-ci s'abstient en effet de leur fournir les informations essentielles leur permettant d'apprécier si l'entreprise est capable de se procurer ou de garder un avantage concurrentiel durable. Ces informations ne peuvent provenir que des personnes les mieux informées sur l'entreprise, à savoir ses dirigeants et ses managers. Globalement, ils se livrent déjà à cet exercice, mais de manière éparse et désordonnée. Pour donner la cohérence nécessaire, un système comptable moderne doit permettre d'apprécier dans quelle mesure les entreprises disposent de ressources et d'actifs stratégiques. Les actifs stratégiques, par opposition à ceux qui sont devenus des commodités, partagent trois attributs : ils ont de la valeur par leur capacité à générer des *cash-flows*, ils sont rares, et ils sont difficiles à répliquer. La séquence du recensement

de cette comptabilité stratégique est la suivante. D'abord informer les investisseurs quant à la nature des actifs stratégiques de l'entreprise, avec leurs caractéristiques principales et secondaires. Ensuite les informer des dépenses spécifiques effectuées pour les construire, les entretenir et les développer. Il convient bien entendu d'informer des risques qui pèsent sur ces actifs stratégiques, comme les risques de contrefaçon, de violation des droits de propriété, de disruption technologique, de modifications adverses de réglementation. Les deux derniers éléments concernent à la fois les stratégies mises en place pour extraire de la valeur de ces ressources et le chiffrage de cette création de valeur. Ce dernier élément d'information est le seul que permet la comptabilité traditionnelle. Ces éléments à la fois qualitatifs et quantitatifs comprennent notamment la qualité des dirigeants et du conseil d'administration, et la qualité de la gouvernance (et en particulier le traitement des actionnaires minoritaires), la visibilité sur les ventes, le positionnement stratégique (existence de barrières à l'entrée, capacité à imposer ses prix, part de marché), la création de valeur (la rentabilité des capitaux investis est-elle supérieure au coût du capital ?), la solidité financière, les perspectives de croissance des ventes et des résultats, mais aussi la sincérité de la communication.

Une telle comptabilité stratégique permettrait de redonner ses lettres de noblesse à la gestion active de portefeuille qui n'a cessé de perdre du terrain à partir des années 1960 et des débuts de l'informatique

financière. En 1957, la société Standard & Poor's, petite société financière spécialisée dans la notation de crédit, obtint le droit de se connecter directement à la bande passante du « *Stock Ticker tape* » du New York Stock Exchange (NYSE), laquelle affiche au sein même de la Bourse, en temps réel et de manière continue, le cours des actions qui y sont cotées. Cette connexion permit à la société d'établir en continu un indice représentatif de la Bourse et des valeurs américaines. Ainsi était né l'indice S&P's 500 dont la notoriété n'a pas tout à fait détrôné celle du patriarche des indices boursiers, le Dow Jones créé en 1884, mais l'a supplanté dans beaucoup d'applications. La principale utilisation de l'indice S&P's 500 est de servir de support de référence à la gestion passive ou indicielle, avec l'objectif de répliquer sa performance. Celle-ci s'exerce directement au travers des fonds indiciels ou des ETF (*exchange-traded fund*), ou indirectement comme référence de la qualité de la gestion au sein des fonds de pension ou des fonds souverains. Elle représente aujourd'hui plus de 12 000 Md\$ d'actifs sous gestion aux Etats-Unis, et à peu près autant dans le reste du monde. Rien ne semble devoir arrêter sa progression, sauf si les investisseurs se donnent les moyens d'une gestion active performante, par ailleurs totalement indispensable au bon fonctionnement de l'économie, par la qualité des prix boursiers qu'elle entraîne. Cela passe par une refonte de la comptabilité, qui doit donc être disruptée par ceux-là même qui en sont les principaux utilisateurs et bénéficiaires, les investisseurs.

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^e et XV^e 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 retrouvions une crise du XVIII^e au XIX^e 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

VENTE AU NUMÉRO - BULLETIN D'ABONNEMENT

	Prix	FRANCE		Prix	FRANCE
1 Les horizons du risque.			42 L'image de l'entreprise. Le risque de taux.		
2 Les visages de l'assuré (1 ^{ère} partie).	19,00		Les catastrophes naturelles.	29,00	
3 Les visages de l'assuré (2 ^e partie).	19,00		43 Le nouveau partage des risques dans l'entreprise.		
4 La prévention.			Solvabilité des sociétés d'assurances.		
5 Age et assurance.			La judiciarisation de la société française.	29,00	
6 Le risque thérapeutique.	19,00		44 Science et connaissance des risques. Y a-t-il un nouveau risk management ? L'insécurité routière.	29,00	
7 Assurance crédit/Assurance vie.	19,00		45 Risques économiques des pays émergents. Le fichier clients.		
8 L'heure de l'Europe.			Segmentation, assurance, et solidarité.	29,00	
9 La réassurance.			46 Les nouveaux risques de l'entreprise. Les risques de la gouvernance. L'entreprise confrontée aux nouvelles incertitudes.	29,00	
10 Assurance, droit, responsabilité.			47 Changements climatiques. La dépendance. Risque et démocratie.	30,50	
11 Environnement : le temps de la précaution.	23,00		48 L'impact du 11 septembre 2001. Une ère nouvelle pour l'assurance ? Un nouvel univers de risques.	30,50	
12 Assurances obligatoires : fin de l'exception française ?			49 La protection sociale en questions. Réformer l'assurance santé.		
13 Risk managers-assureurs : nouvelle donne ?	23,00		Les perspectives de la théorie du risque.	30,50	
14 Innovation, assurance, responsabilité.	23,00		50 Risque et développement. Le marketing de l'assurance.		
15 La vie assurée.	23,00		Effet de serre : quels risques économiques ?		
16 Fraude ou risque moral ?	23,00		51 La finance face à la perte de confiance. La criminalité.		
17 Dictionnaire de l'économie de l'assurance.			Organiser la mondialisation.	30,50	
18 Éthique et assurance.	23,00		52 L'évolution de l'assurance vie. La responsabilité civile.		
19 Finance et assurance vie.	23,00		Les normes comptables.		
20 Les risques de la nature.	23,00		53 L'état du monde de l'assurance. Juridique. Économie.	31,50	
21 Assurance et maladie.	29,00		54 Industrie : nouveaux risques ? La solvabilité des sociétés d'assurances. L'assurabilité.	31,50	
22 L'assurance dans le monde (1 ^{re} partie).	29,00		55 Risque systémique et économie mondiale. La cartographie des risques. Quelles solutions vis-à-vis de la dépendance ?	31,50	
23 L'assurance dans le monde (2 ^e partie).	29,00		56 Situation et perspectives. Le gouvernement d'entreprise : a-t-on progressé ? L'impact de la sécurité routière.	31,50	
24 La distribution de l'assurance en France.	29,00		57 L'assurance sortie de crise.		
25 Histoire récente de l'assurance en France.	29,00		Le défi de la responsabilité médicale. Le principe de précaution.	31,50	
26 Longévité et dépendance.	29,00		58 La mondialisation et la société du risque. Peut-on réformer l'assurance santé ? Les normes comptables au service de l'information financières.	31,50	
27 L'assureur et l'impôt.	29,00		59 Risques et cohésion sociale. L'immobilier. Risques géopolitiques et assurance.	31,50	
28 Gestion financière du risque.	29,00		60 FM Global. Private equity. Les spécificités de l'assurance aux USA.	31,50	
29 Assurance sans assurance.	29,00		61 Bancassurance. Les agences de notation financière. L'Europe de l'assurance.	33,00	
30 La frontière public/privé.	29,00		62 La lutte contre le cancer. La réassurance. Risques santé.	33,00	
31 Assurance et sociétés industrielles.	29,00		63 Un grand groupe est né. La vente des produits d'assurance.		
32 La société du risque.	29,00		Une contribution au développement.	33,00	
33 Conjoncture de l'assurance. Risque santé.	29,00		64 Environnement. L'assurance en Asie. Partenariats public/privé.		
34 Le risque catastrophique.	29,00		65 Stimuler l'innovation. Opinion publique. Financement de l'économie.		
35 L'expertise aujourd'hui.	29,00		66 Peut-on arbitrer entre travail et santé ? Réforme Solvabilité II.		
36 Rente. Risques pays. Risques environnemental.			Pandémies.		
37 Sortir de la crise financière. Risque de l'an 2000.			67 L'appréhension du risque. Actuariat. La pensée du risque.		
Les concentrations dans l'assurance.	29,00				
38 Le risque urbain. Révolution de l'information médicale.					
Assurer les OGM.	29,00				
39 Santé. Internet. Perception du risque.					
40 XXI ^e siècle : le siècle de l'assurance. Nouveaux métiers, nouvelles compétences. Nouveaux risques, nouvelles responsabilités.	29,00				
41 L'Europe. La confidentialité. Assurance : la fin du cycle ?	29,00				

VENTE AU NUMÉRO - BULLETIN D'ABONNEMENT

	Prix	FRANCE		Prix	FRANCE
68 Le risque, c'est la vie. L'assurabilité des professions à risques. L'équité dans la répartition du dommage corporel. ÉPUISÉ			99 Le poids de la fiscalité sur l'assurance. Les gaz de schiste, une solution alternative ?	39,00	
69 Gouvernance et développement des mutuelles. Questionnement sur les risques climatiques. La fondation du risque. ÉPUISÉ			100 101 personnalités répondent à <i>Risques</i>	39,00	
70 1ère maison commune de l'assurance. Distribution dans la chaîne de valeur. L'assurance en ébullition ?	35,00		101 Cybersécurité, <i>terra incognita</i> . Survivre à des taux d'intérêt historiquement bas.	39,00	
71 Risque et neurosciences. Flexibilité et emploi. Développement africain.	35,00		102 Les nouvelles addictions. <i>Compliance</i> : entre raison et déresponsabilisation.	40,00	
72 Nouvelle menace ? Dépendance. Principe de précaution ?	35,00		103 Le choc du <i>big data</i> dans l'assurance. L'e-santé est-elle une révolution ?	40,00	
73-74 Crise financière : analyse et propositions.	65,00		104 Risques de la croissance urbaine. Les multiples facettes du défi climatique.	40,00	
75 Populations et risques. Choc démographique. Délocalisation.	35,00		105 L'assurance automobile face aux chocs du futur. Terrorisme et assurance.	41,00	
76 Événements extrêmes. Bancassurance et crise.	35,00		106 Assurer la culture ? Gérer la multiplicité des risques pays.	41,00	
77 Etre assureur aujourd'hui. Assurance « multicanal ». Vulnérabilité : assurance et solidarité.	36,00		107 Matières premières : richesse ou malédiction ? Montée des risques et populisme. ÉPUISÉ		
78 Dépendance... perte d'autonomie analyses et propositions.	36,00		108 Les risques du vivant. Les ruptures dans la mondialisation, quel impact sur l'assurance ?	41,00	
79 Trois grands groupes mutualistes. Le devoir de conseil. Avenir de l'assurance vie ?	36,00		109 Le risque climatique est-il assurable ? La protection des données personnelles des individus.	42,00	
80 L'assurance et la crise. La réassurance ? Mouvement de prix.	36,00		110 Le choc démographique dans l'entreprise. Comment rendre liquide le patrimoine immobilier des ménages.	42,00	
81-82 L'assurance dans le monde de demain. Les 20 débats sur le risque.	65,00		111 L'assurance contribue-t-elle au développement de l'industrie spatiale ? Le rôle insoupçonné de la capitalisation dans les retraites en France.	42,00	
83 Le conseil d'orientation des retraites. Assurance auto, la fin d'une époque. Y a-t-il un risque de taux d'intérêt ?	36,00		112 Heurs et malheurs de la <i>supply chain</i> . Brexit : <i>soft</i> ou <i>hard</i> ?	42,00	
84 Gras Savoye, une success story. L'assurance, objet de communication. L'assurance, réductrice de l'insécurité ?	36,00		113 Se protéger face aux cyberattaques. Sécuriser et valoriser les parcours professionnels.	43,00	
85 Solvabilité II. L'aversion au risque.	36,00		114 Peut-on réformer les retraites. La <i>blockchain</i> (chaîne de blocs), fausse ou vraie révolution ?	43,00	
86 Un monde en risque. Le risque nucléaire. Longévité et vieillissement.	37,00		115 Le changement climatique, porteur de catastrophes naturelles ? Les assurtechs transforment-elles le milieu de l'assurance ?	43,00	
87 Segmentation et non discrimination. Vieillesse : quels scénarios pour la France ?	37,00		116 Peut-on réguler les dépenses de santé ? Assiste-t-on à un ralentissement de l'espérance de vie ?	43,00	
88 Sport, performances, risques. Des risques pays aux dettes souveraines.	37,00		117 La réassurance, rempart face aux menaces. L'irrésistible montée du courtage en assurance.	44,00	
89 Le risque opérationnel, retour au réel. Vieillesse et croissance.	38,00		118 L'assurance des biens immobiliers. La difficile révision de Solvabilité II.	44,00	
90 Les risques artistiques, industriels et financiers du cinéma. Les institutions et opérateurs de la gestion des risques au cinéma.	38,00		119 Quels défis pour les réseaux de distribution captifs ? L'assurance chômage est-elle la bonne solution au chômage ?	44,00	
91 Les tempêtes en Europe, un risque en expansion. L'actif sans risque, mythe ou réalité ?	38,00		120 L'assurance des grands chantiers. Les taux zéro vont-ils durer ?	44,00	
92 L'assurance vie : la fin d'un cycle ? L'assurance européenne dans la crise.	38,00		121 Numéro spécial pandémie. Face aux crises du Covid-19.	45,00	
93 Protection sociale, innovation, croissance. Les ressources humaines dans l'assurance, préparer 2020.	39,00		122 L'assurance aviation en question. Les progrès de la responsabilité sociétale d'entreprise.	45,00	
94 Risque et immobilier. Mythes et réalités du risque de pandémie.	39,00		123 Cyber(in)sécurité ! Le risk management de la sphère publique.	45,00	
95 <i>Big data</i> et assurance. Les risques psychosociaux en entreprise.	39,00				
96 Les risques dans l'agroalimentaire. Et si l'assurance était vraiment mondiale ?	39,00				
97 Les nouveaux défis du risque transport. Le risque de réputation, le mal du siècle.	39,00				
98 Quelle assurance pour les risques majeurs ? Les réseaux sociaux bouleversent l'assurance.	39,00				

Où se procurer la revue ?

Vente au numéro par correspondance et abonnement

Seddit

26, boulevard Haussmann, 75009 Paris

Tél. +33 (0)1 40 22 06 67

www.seddit.com



À découper et à retourner accompagné de votre règlement à

Seddit - 26, boulevard Haussmann, 75009 Paris

Tél. +33 (0)1 40 22 06 67

Abonnement annuel (4 numéros) FRANCE 152 € EXPORT 172 €*

Je commande _____ ex. des numéros _____

Nom et prénom _____

Société : _____

Adresse de livraison _____

Code postal _____ Ville _____

Nom du facturé et Adresse de facturation _____

E.mail _____ Tél. _____

Je joins le montant de : _____ par chèque bancaire à l'ordre de Seddit

Je règle par virement en euros sur le compte HSBC 4 Septembre-code banque 30056-guichet 00750-07500221574-clé RIB 17

* Uniquement par virement bancaire

Conformément à la loi « informatique et libertés » du 6 janvier 1978, vous bénéficiez d'un droit d'accès et de rectification aux informations qui vous concernent.

Si vous souhaitez exercer ce droit et obtenir communication des informations vous concernant, veuillez vous adresser à SEDDITA, 26, boulevard Haussmann, 75009 PARIS

Risques

Les cahiers de l'assurance

Directeur de la publication

Grégory Gaudet

Directeur de la rédaction

Jean-Hervé Lorenzi

Rédaction

Tél. +33 (0)1 42 47 93 56 • Courriel : risques@ffa-assurance.fr

Éditeur

SARL Seddita

26, boulevard Haussmann, 75009 Paris

Tél. +33 (0)1 40 22 06 67

Prix de l'abonnement (4 numéros)

France : 152 € • Étranger : 172 €

Prix au numéro

France : 45 € • Étranger : 53 €

Mise en page

L.C Création - 06 60 67 81 57

Impression

Jouve - 561, rue Saint-Léonard - BP 3 - 53101 Mayenne cedex

Créée en 1990 avec le soutien de la Fédération française de l'assurance, la revue *Risques* apporte des éléments d'analyse et de réflexion sur les grands débats de société et constitue une référence sur les questions de risque et d'assurance.

Lieu de débat et de réflexion, cette revue à caractère scientifique réunit un comité composé d'universitaires de toutes les disciplines du risque et de praticiens de l'assurance.

Pour les numéros parus depuis 2000 (numéro 41 et suivants), sur le site

<http://www.revue-risques.fr>

vous pouvez consulter :

- les éditoriaux du directeur de la rédaction,
- les chapitres introductifs des responsables de rubrique,
 - un résumé de chaque article,
- de nombreux articles et entretiens dans leur intégralité.

