

139/140

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE
FINANCIÈRE, N° 139/140
3^e et 4^e TRIMESTRES 2020

NUMÉRO
SPÉCIAL

L'ÉCONOMIE, LA FINANCE
ET L'ASSURANCE
APRÈS LA COVID-19

Risques
Les cahiers de l'assurance

ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

MEMBRES

Membres : Agence française de développement, Association française de la gestion financière, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, Barclays, BlackRock, BNP Paribas, Bouygues, Bredin Prat, Candriam, Citi, CNP Assurances, Covea, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Deutsche bank, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, Groupe Caisse des Dépôts, HSBC, Idinvest, Kepler Corporate Finance, La Banque Postale, Lazard Frères, Morgan Stanley, Natixis, Paris Europlace, Scor, Société Générale, UniCredit.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Président : Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France,
Direction générale du Trésor, Groupe Caisse des Dépôts.

Membres administrateurs : Amundi, Association française de la gestion financière, Axa, Bouygues, Bredin Prat, Covea, Fédération bancaire française, HSBC, La Banque Postale, Morgan Stanley.

Délégué général de l'Association : Sylvain de Forges

Trésorier de l'Association : Olivier Bailly

CONSEIL D'ORIENTATION

Présidents d'honneur

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

Président : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Afif Chelbi, *Président honoraire, Conseil d'analyses économiques tunisien*

Benoît Cœuré, *Member of the Executive Board, Banque centrale européenne*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gainnier, *Président, PwC France*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-UE*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Hans-Helmut Kotz, *CFS, Université Goethe, Francfort*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Pascal Grangé, *Directeur financier, Bouygues*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Patrick Soulard, *Directeur général, Unicredit*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

Les membres du Conseil d'administration sont invités à participer au Conseil d'orientation.

LA 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.

■ *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.

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.

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.

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

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 « troïka » 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, aurait-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 compétiteurs 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 inexistant, 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.

R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

**

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

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

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

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

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

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

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

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

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

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

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

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

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

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

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

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

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

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

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

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

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

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

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

Avant-propos

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

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

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

PIERRE DOCKÈS

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

PERVENCHE BERÈS

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

dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise

de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

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

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPÌÈRE

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

MIREILLE FAUGÈRE

L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

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

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

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

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

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

WILFRIED VERSTRAETE

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

MAYA ATIG

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

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

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

MONIQUE COHEN

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

DOUGLAS J. ELLIOTT

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

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

Macroéconomie et défi climatique

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

CHRISTIAN DE BOISSIEU

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

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

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

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

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

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise

de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

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

OLIVIER GUERSENT

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

KLAAS KNOT

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

BENOÎT CCEURÉ

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

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

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

PATRICK ARTUS

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

BERTRAND JACQUILLAT

Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité : une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489