

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.

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.

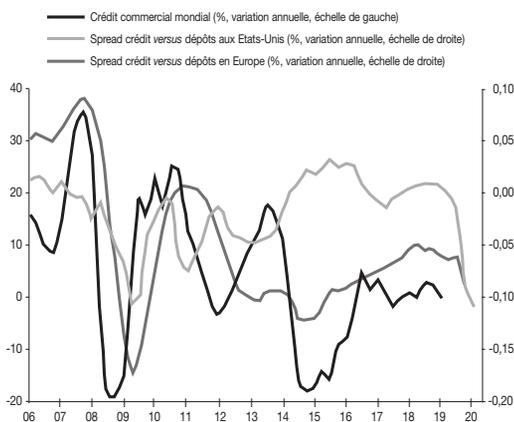
Quel rôle pour l'Etat et les assureurs crédit ?

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 interentreprises. 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 interentreprises 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

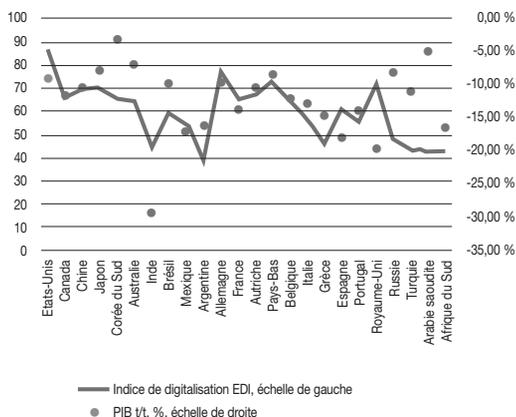
marché de l'emploi et sur la solvabilité d'un très grand nombre d'entreprises. Nos analyses suggèrent que le nombre de défaillances d'entreprises au niveau mondial a un potentiel de croissance de l'ordre de +31 % à l'horizon de la fin de 2021. Le plus dur est encore à venir. Ce climat d'incertitude va 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.

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