

ÉTUDE DE DOSSIER

Cadre 2020

Près de dix ans après la crise financière qui a suivi la faillite Lehman Brothers, l'économie mondiale est confrontée à une mutation en profondeur (tensions commerciales / signaux de démondialisation, transformation des modes de production, digitalisation...). Dans ce contexte, quels sont les nouveaux défis que doivent surmonter les banques centrales ?

À partir des documents qui vous sont proposés, vous répondrez aux questions suivantes :

1. Les banques centrales ont-elles encore des marges de manœuvre en matière de soutien à l'économie ?
2. Que peuvent faire les banques centrales pour lutter contre le changement climatique ?
3. Comment les banques centrales peuvent-elles moderniser les moyens de paiement ?

Les questions sont indépendantes ; nous vous recommandons toutefois de les traiter dans l'ordre. Il n'est pas nécessaire de recopier l'intitulé des questions.

LISTE DES DOCUMENTS JOINTS

1. **Press conference Christine Lagarde: post-introductory statement** (ECB Governing Council)
www.ecb.europa.eu – 12/12/2019 – 2 pages (extrait)
2. **Monnaie digitale de banque centrale et paiements innovants** – F. Villeroy de Galhau
www.banque-france.eu – 04/12/2019 – 4 pages
3. **« Le capitalisme perd la boussole », Michel Aglietta** – L. Alexandre
www.latribune.fr – 26/12/2019 – 3 pages
4. **EU executive urges euro zone to use fiscal policy to help ECB**
www.reuters.com – 17/12/2019 – 1 page
5. **Climat et BCE : qu'espérer de la présidence de Christine Lagarde ?** – M. Viennot
www.franceculture.fr – 07/09/2019 – 2 pages
6. **La France va expérimenter une « monnaie centrale digitale » en 2020 : ça servirait à quoi ?**
www.capital.fr – G. Raymond – 04/12/2019 – 1 page
7. **Patrick Artus : « Jusqu'où peut aller une banque centrale dans la mise en place de politiques économiques ? »**
www.lemonde.fr – 07/12/2019 – 2 pages
8. **The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change**
www.bis.org – F. Villeroy de Galhau – 20/01/2020 – 1 page (extrait)
9. **Le projet de monnaie Libra de Facebook a « échoué », selon le ministre suisse des Finances**
<https://lexpansion.lexpress.fr> – 28/12/2019 – 1 page
10. **ECB launches review of its monetary policy strategy**
www.ecb.europa.eu – 23/01/2020 – 1 page
11. **« L'urgence climatique va demander une réponse forte des politiques économiques », L. Boone**
www.latribune.fr – G. Normand – 27/12/2019 – 3 pages
12. **À peine arrivée, Christine Lagarde veut déjà tout changer** – B. Drut
www.lesechos.fr – 17/12/2019 – 2 pages
13. **Central Bank Digital Currencies: 4 Questions and Answers** – T. Adrian, T. Mancini-Griffoli
<https://blogs.imf.org> – 12/12/2019 – 4 pages
14. **'If you want to put a tax on people, go ahead': Lagarde and Mnuchin clash over energy transition**
www.cnbc.com – D. Reid – 24/01/2020 – 1 page
15. **Monnaie digitale : 80 % des banques centrales planchent sur le sujet**
www.latribune.fr – 24/01/2020 – 2 pages
16. **Lagarde Warns Markets Not to Assume ECB Policy on Autopilot** – P. Gordon, F. Lacqua
www.bloomberg.com – 24/01/2020 – 2 pages

Press conference Christine Lagarde: post-introductory statement

ECB Governing Council

**Christine Lagarde, President of the ECB,
Luis de Guindos, Vice-President of the ECB,
Frankfurt am Main, 12 December 2019**

[...]

President Lagarde: Before the questions I'm going to take just a couple of minutes of your time to tell you a few things. One is, each and every President has his or her own style of communicating. I know some of you are keen to compare and rate or rank. I will have my own style. As I've said before, don't over-interpret, don't second-guess, don't cross-reference. I'm going to be myself and therefore probably different. Point number 1. Point number 2, this introductory statement probably rings a few bells for those of you who follow those documents very carefully. But some of you will be disappointed that it does not include anything having to do with the strategic review. It is intended to be that way, so the introductory statement does not include, does not refer and should not be associated with the strategic review that we are considering. I'll be happy to give you – I can do that now actually if you want – a little bit of my thinking and our collective thinking on the strategic review because I know that it is of interest to some of you. Shall I do that now? Yes, that's easier, and then you can ask questions!

First of all, there is nothing unusual or extraordinary about having a strategic review. I actually consider for myself that it's a little bit overdue. Legitimately so, because there were many other things to do but the last strategic review was in 2003. It's been 16 years since there has been a strategic review, so it's quite legitimate to have a strategic review at this point in time.

Second, that strategic review needs to be comprehensive, needs to look at all and every issue, will turn each and every stone and will take its time but will not take too much time. By that I mean my plan is to actually get the review started in the course of January. Don't ask me which week or which day or which second, but it will be in the course of January. Our goal is to complete it before the end of 2020.

Third, about the strategic review, it will be reaching out to not just the usual suspects, but it will also include consulting with Members of Parliament and I've committed to that with the European Parliament. It will reach out to the academic community, of course. It will reach out to civil society representatives and it will aim at not just preaching the gospel that we think we master, but also listening to the views of those to whom we reach out. It is the point of every strategic review by all central banks that are conducting this exercise to actually look at their objective, how they define their medium-term objective in particular, how they give content to the price stability that is in their mandate, and it is the only objective that we have in our mandate ourselves. So that topic indeed will be core and centre to our strategic review. There is no preconceived landing zone at this point in time.

Indeed it will also address the major changes that have taken place over the course of the last 16 years, and by that I include the massive technological change that our societies are facing. It will include the immense challenge that climate change is addressing to each and every one of us, wherever located, and whatever our mission and duties. It will include aspects of inequality that are certainly rising in our economies, and all of those will be addressed with a view to exploring each and every corner of the business that we conduct as a central bank to see how those businesses are affected and how we can take them into account to better respond to the mission that we have, and to deliver on our mandate: serving the euro area citizens, and delivering on the mandate of price stability. That's on the strategic review, and if you have additional points that I can answer, I will.

But I will not go into much further details when it comes to the substance, because the framework has not yet been completely agreed and discussed with members of the Governing Council. I have certainly made a point of my tenure to include members of the Governing Council and to seek their views and their consideration before any decision is made.

Let me add I have huge respect for the work that you do. You are a main audience for the central bank. But you are not the only audience, and I would also encourage you not to try to draw too many conclusions or decisive findings from communication that I would address to a different audience with a slightly different language in order to be maybe better understood by those who do not have your level of skills and in-depth knowledge of the matters that we deal with. With that, I am happy to take questions. Christine is going to monitor that. When I don't know, I will tell you that I don't know! Maybe you will know, Luis.

[...]

NB : Luis = ECB Vice-President Luis De Guindos

Monnaie digitale de banque centrale et paiements innovants

Discours de François VILLEROY DE GALHAU, Paris

Mesdames, Messieurs,

Si l'on peut reconnaître une grande qualité aux journées organisées par l'ACPR, c'est le sens du *timing* : elles interviennent toujours au cœur de débats animés. C'est encore le cas aujourd'hui avec la question de l'assurance-vie face aux taux bas. Je veux en introduction rejoindre et résumer les propos de B. Delas ce matin : les assureurs français sont solides et ont donc la capacité de conduire la double adaptation nécessaire. Tout d'abord, les taux servis sur l'assurance-vie doivent baisser cette année, par rapport aux 1,8 % en moyenne de l'an dernier. Et ensuite, les assureurs doivent, tout en restant très attentifs à la qualité du conseil, activement réorienter et diversifier leur offre aux épargnants. Si en complément -et en complément seulement- il est nécessaire de procéder à des ajustements réglementaires pour faciliter cette mutation de l'assurance-vie, nous sommes prêts à les soutenir.

J'en viens maintenant au sujet de cet après-midi dédié à l'innovation. Vous me permettrez à la fois de restreindre le champ et de l'élargir : limitation aux paiements où les innovations ont été particulièrement foisonnantes ces dernières années. Et élargissement au-delà du seul domaine de l'ACPR et du superviseur : je parlerai aussi comme banquier central, y compris de la monnaie digitale de banque centrale (MDBC). La révolution numérique, portée par de nouveaux acteurs, est riche de progrès dont nous bénéficions chaque jour ; mais cette révolution pose également des questions importantes sur l'intermédiation bancaire, voire sur notre souveraineté monétaire. Je vous propose aujourd'hui de regarder en face ces questionnements (I), et d'y répondre en rappelant les deux arcs-boutants de notre stratégie : garantir la confiance et soutenir l'innovation (II).

I/ Les avancées et défis associés au foisonnement d'initiatives privées dans le domaine des paiements

Rappelons tout d'abord les grandes tendances qui caractérisent le marché des paiements en Europe. La digitalisation croissante des paiements scripturaux -qui a pour corollaire une diminution significative de la demande d'espèces dans certains pays, de la Suède à la Chine- a été favorisée par la montée en puissance d'acteurs non bancaires. Et il faut bien reconnaître qu'aujourd'hui, le « centre de gravité » des paiements se déplace vers ces nouveaux acteurs, notamment les BigTechs. Ce basculement constitue à la fois un défi pour le modèle économique des banques et un enjeu de souveraineté pour l'Europe, dès lors que les infrastructures, le savoir-faire et la technologie qui les sous-tendent, seraient pour l'essentiel détenus par des entreprises non européennes.

L'émergence parallèle d'une nouvelle génération de crypto-actifs amplifie ces ruptures. Ainsi, aux premiers crypto-actifs spéculatifs tels que les bitcoins -très volatils, sans réel sous-jacent économique et peut-être sans grande perspective-, a succédé une seconde génération d'actifs, fondés sur la même technologie *blockchain* prometteuse, mais assortis désormais de mécanismes destinés à stabiliser leur valeur, les *stablecoins*. Ces *stablecoins*, grâce aux effets de réseau, pourraient apporter une solution concrète en matière de paiements transfrontières qui sont -et c'est incontestable- encore trop chers et trop lents. Mais -et c'est l'autre face de la

médaille- ces projets de crypto-actifs, qui auraient une vocation mondiale, sont également générateurs de risques de conformité, financiers et politiques très importants. Je pense notamment au blanchiment d'argent et au terrorisme qui pourraient ainsi trouver de nouveaux canaux de financement, ou à ceux -plus systémiques- qui pèsent sur la stabilité financière.

II/ Notre réponse : accélérer sur les solutions de paiement et envisager une MDBC

Il est bien sûr exclu, pour nous, banquiers centraux et superviseurs, de subir ce changement. Nous devons assumer pleinement l'exercice de notre double objectif -garantir la confiance / soutenir l'innovation- qui est inscrit dans l'ADN même de notre institution.

Nous nous engageons d'abord à garantir la confiance -cela au niveau mondial- par une action forte et coordonnée. La Présidence française du G7 avait réagi vite et fort en juin dernier : nous avons avec Bruno Le Maire confié un mandat à Benoît Cœuré dès le lendemain de l'annonce du projet Libra. Son rapport -établi en quatre mois et publié en octobre- procède à une évaluation complète des risques associés aux *stablecoins*, à la fois sous l'angle micro-économique en matière de lutte anti-blanchiment et de protection du consommateur mais aussi macro-économique pour la stabilité financière. Nous préparons désormais, dans le cadre du Conseil de stabilité financière (FSB) d'ici l'été prochain, une réponse réglementaire coordonnée à ces différents enjeux.

J'en viens maintenant au deuxième pilier de notre réponse : le soutien à l'innovation pour améliorer les systèmes de paiement, et répondre aux attentes croissantes des consommateurs. Nous devons d'abord saisir les opportunités offertes par la révolution digitale pour développer une véritable solution paneuropéenne des paiements. Comme le disait Steve Jobs, « innover, c'est savoir abandonner des milliers de bonnes idées ». Cette réflexion éclaire le défi que s'approprient à relever les banques européennes dans le cadre du projet PEPS-I [*Pan European Payment Solution Initiative*]. Je veux dire tout mon espoir dans leur capacité à fédérer -en dépassant les « bonnes idées » nationales- pour proposer rapidement une solution de paiement paneuropéenne unique et éviter ainsi la fragmentation du marché et la prédominance de solutions non européennes. L'Eurosystème saura apporter tout le soutien nécessaire le moment venu, à l'instar de ce que nous faisons pour promouvoir l'usage de TIPS [*Target Instant Payment Settlement*]. Infrastructure de marché capable de traiter les paiements instantanés sur une base paneuropéenne, TIPS pourrait assurer le règlement interbancaire des opérations initiées par l'intermédiaire de PEPS-I. Cette solution pan-européenne serait une avancée majeure pour aider les banques européennes à relever les défis posés par les BigTechs.

Un autre chantier de taille est devant nous : réduire le coût et accroître la rapidité d'exécution des paiements transfrontaliers en identifiant des solutions concrètes et utiles. Il faut viser notamment l'harmonisation des standards techniques utilisés pour les transferts de fonds mais aussi une meilleure interopérabilité entre les différents systèmes et solutions de paiements. Le FSB, sous l'égide du G20, proposera d'ici l'automne prochain des mesures concrètes pour que les paiements transfrontières, hors d'Europe, soient significativement moins chers et plus rapides.

J'aborde maintenant un sujet qui est un enjeu majeur pour le futur du système monétaire et financier international : la création éventuelle d'une monnaie digitale de banque centrale (MDBC). La création d'une nouvelle forme de monnaie par les banques centrales dépasse les enjeux que nous venons d'évoquer : elle n'est pas une condition -ni préalable ni suffisante- à

des paiements plus efficaces. Mais nous, banques centrales, devons et voulons saisir cette injonction à l'innovation alors que les initiatives privées -notamment dans les paiements entre acteurs financiers- et la technologie accélèrent, et que la demande publique et politique s'amplifie. D'autres pays ont ouvert la voie ; à nous désormais d'apporter notre pierre à l'édifice de façon ambitieuse et méthodique.

Pour ce faire, l'organisation de la Banque de France sera prochainement modifiée. L'actuelle DSPM (Direction de la surveillance des paiements et des infrastructures de marché) deviendra la Direction des infrastructures, de l'innovation et des paiements (DIIP), élargie à toutes les innovations sur les paiements, les infrastructures et à la monnaie digitale de Banque centrale. Son expertise sera encore renforcée par des recrutements de compétences additionnelles, et la DIIP, appuyée sur notre Lab, travaillera avec des innovateurs privés de la place : nous entendons commencer des expérimentations rapidement et lancer un appel à projets d'ici la fin du premier trimestre 2020. Nous sommes particulièrement intéressés à participer à des expérimentations d'intégration d'une MDBC « de gros » dans des procédures innovantes d'échange et de règlement d'actifs financiers tokenisés. Nathalie Aufauvre, Directrice générale de la Stabilité financière et des Opérations, coordonnera l'ensemble de cette accélération de la Banque de France. Notre action contribuera naturellement à celle de l'Eurosystème dont l'étude d'un éventuel « e-euro » devrait être un des prochains sujets : Christine Lagarde l'a évoqué lundi devant le Parlement européen. Au-delà, nous entendons participer aux travaux menés au sein de l'« *innovation hub* » de la BRI récemment mis en place.

Sur le fond, je souhaite partager avec vous des premières réflexions -encore ouvertes bien sûr- sur trois dimensions : les finalités, les externalités et les modalités possibles d'une telle monnaie digitale de Banque centrale.

1/ Je vois, à ce stade, trois finalités différentes -mais non exclusives les unes des autres- à la digitalisation de la monnaie de banque centrale. La première tient à la volonté, dans les pays comme la Suède où l'utilisation des espèces est en fort déclin, de garantir l'accès des citoyens à la monnaie de banque centrale. Disposer d'une MDBC permettrait alors de préserver la confiance dans le système financier qui résulte en partie de la possibilité d'échanger ses avoirs contre de la monnaie légale. Le deuxième argument porte sur les gains d'efficacité, la réduction des coûts d'intermédiation et la robustesse potentiellement générés par la « tokenisation » de la monnaie centrale notamment dans les activités de règlement et de post-marché (objectif également visé par le projet JPM Coin de la banque JP Morgan). Enfin, troisième finalité -la plus importante pour les autorités politiques, y compris en France et en Europe-, la mise en place d'une MDBC nous permettrait de disposer d'un puissant levier d'affirmation de notre souveraineté face aux initiatives privées du type Libra. C'est d'ailleurs l'une des préoccupations mises en avant par la Banque centrale chinoise dans son projet de *Digital Currency Electronic Payment* (DCEP).

Dans un tel contexte, quelle forme donner à notre MDBC ? En la matière, les attentes du grand public diffèrent sensiblement de celles des institutions financières. Deux usages différents de MDBC pourraient donc à terme se côtoyer, l'un destiné aux paiements entre acteurs du secteur financier (monnaie dite de « gros ») utilisant la *blockchain* et toutes ses possibilités, notamment la disponibilité de « *smart contracts* », l'autre destiné au public (monnaie dite de « détail »), plus simple et mieux à même de traiter des opérations de masse. À cet égard, les institutions financières disposent d'un niveau de maturité digitale plus élevé que les particuliers puisqu'elles accèdent déjà à la monnaie centrale sous forme numérique

grâce à leurs comptes à la banque centrale. Par ailleurs, dans le prolongement des interrogations du Gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, sur l'opportunité de créer une monnaie digitale internationale en réponse à la position dominante du dollar, je vois un intérêt certain à avancer rapidement sur l'émission au moins d'une MDBC de gros afin d'être le premier émetteur au niveau international et tirer ainsi les bénéfices réservés à une MDBC de référence.

2/ L'émission d'une MDBC peut générer des externalités positives significatives en accroissant la productivité du secteur financier et au-delà de l'économie, et en soutenant la confiance dans la monnaie et le système financier. Mais parallèlement, il nous faut absolument étudier les externalités potentiellement négatives qu'une MDBC pourrait avoir sur la liquidité, la rentabilité et l'intermédiation bancaires. Les risques associés aux conversions importantes et/ou soudaines de dépôts bancaires vers la monnaie centrale devront, à ce titre, être strictement étudiés.

3/ La troisième dimension tient aux modalités de diffusion de la MDBC, notamment « de détail », qui devront faire l'objet d'une vigilance particulière. Je pense à la question de son statut légal -qui n'est pas indispensable mais probable- ; aux conditions de sa détention -sous forme de comptes plutôt que de jetons- ; et enfin, à la possibilité d'y accéder pour les non-résidents, ce qui favoriserait incontestablement son internationalisation. Par ailleurs, grâce à un savoir-faire éprouvé en matière d'instruments de paiement, de connaissance de la clientèle et de suivi des transactions, les intermédiaires financiers pourront jouer un rôle de vigie aux avant-postes de la distribution de la MDBC. Une réflexion parallèle devra nécessairement être engagée pour définir les possibilités d'anonymat lorsque la MDBC circule « de personne à personne ». Des seuils sur les montants de transactions anonymes, comme cela se fait déjà en France pour les paiements en monnaie électronique ou en cash, pourraient être instaurés dans ce but.

L'innovation aujourd'hui, sans doute plus que dans d'autres périodes de l'histoire, est de nature à modifier en profondeur les activités bancaires. Il ne s'agit plus simplement de transformer les paiements, c'est la monnaie elle-même qui est mise en cause. La Banque de France, comme elle le fait depuis plus de deux cents ans, entend accompagner ces évolutions et adapter son propre fonctionnement à ce changement de paradigme. Mais elle le fera en veillant à ce que la confiance, qui est essentielle à l'innovation, soit doublement préservée. Confiance vis-à-vis de la monnaie d'abord : chacun sera libre de choisir son support, y compris encore des espèces. Confiance également dans la capacité des institutions financières à financer l'économie. Et l'ACPR poursuivra et intensifiera -avec son pôle FINTECH-Innovation notamment-, le suivi de toutes les innovations qui ont et auront un impact sur ces modes de financement. Je vous remercie de votre attention.

« Le capitalisme perd la boussole », Michel Aglietta

Invité le 3 novembre dernier des Mardis de l'ESSEC -dont La Tribune est le partenaire média-, l'économiste Michel Aglietta a parlé aux étudiants du nouveau livre *Capitalisme, le temps des ruptures* qu'il a dirigé : cycle financier, régime de croissance, exigence de justice sociale, urgence climatique. Débat avec un penseur convaincu que le capitalisme actuel est en crise.

Interrogé sur la situation économique marquée par les taux d'intérêts bas et une croissance fragile, Michel Aglietta a immédiatement mis en avant la théorie du cycle financier sur laquelle il a considérablement travaillé pour décrypter l'actualité.

Concernant la faible inflation que les banques centrales n'arrivent pas à corriger, il estime que des mécanismes beaucoup plus profonds sont à l'œuvre : en Europe, les cycles financiers ne sont pas synchrones, notamment entre l'Allemagne et les pays du Sud de l'UE. Ainsi, il n'appelle pas à une normalisation de la politique monétaire, cette politique de ciblage d'inflation imaginée dans les années 1970 étant obsolète à ses yeux. Il se réjouit en revanche des travaux de recherche menés par la FED qui devraient accoucher d'une nouvelle doctrine monétaire au printemps prochain, stipulant que la création monétaire doit financer un déficit public assurant le plein-emploi, dans le sillage de la Modern Monetary policy, pourtant très contestée par les économistes dominants qui poussent en faveur d'une politique budgétaire de la demande comme Paul Krugman.

De même, il démontre qu'aujourd'hui la sphère financière asphyxie l'économie réelle en concentrant le capital dans les mains d'un nombre très réduits d'acteurs : les GAFAM n'ont plus seulement une position dominante sur le marché, « ils sont le marché ». Ce néolibéralisme menace même à terme la démocratie à cause du développement d'une économie de rente d'après Michel Aglietta.

S'il s'est félicité du fait que les banques centrales et les institutions internationales (FMI, OCDE...) aient fini par accepter cette théorie hétérodoxe, contrairement à certains universitaires enfermés dans leur « tour d'ivoire académique », il pointe le fait que « la communauté financière n'a jamais de mémoire du passé ». En effet, selon lui, la crise de 2008, qui n'a été ni plus ni moins qu'un « effondrement du système financier global », est « incompréhensible dans l'hypothèse néoclassique d'efficacité de la finance ». Or il pointe le retour de cette phase d'euphorie du monde de la finance : les banques « ne connaissent pas le risque systémique, elles ne connaissent que le risque individuel » et on observe alors la formation d'une bulle boursière qui rappelle la bulle immobilière de 2007. Étant donné que l'ampleur de la crise dépend du niveau d'endettement des différents agents -qui bat des records actuellement-, il craint une nouvelle grande crise en cas de retournement du cycle. Il ajoute que les leçons de la crise des dettes souveraines n'ont toujours pas été tirées en Europe : certaines banques allemandes et italiennes détiennent encore des quantités importantes de prêts non performants car le nettoyage des bilans n'a pas été effectué. Si ces banques passent de justesse les stress tests mis en place par la BCE, elles restent toujours fragiles et constituent une menace pour l'équilibre de la zone euro.

Michel Aglietta dénonce donc avec fermeté l'adage bien connu des milieux financiers selon lequel « This time is different »...

« Le capitalisme n'a pas de morale. C'est le politique qui doit lui donner. »

Toutefois, son analyse ne limite pas à une critique de la finance. Michel Aglietta est également, avec Robert Boyer, le fondateur de l'école de la régulation qui analyse les différents régimes de croissance à la lueur de l'histoire et des sciences sociales. Ainsi, selon cette théorie, le capitalisme traverse des phases historiques où les institutions fonctionnent bien les unes avec les autres, générant une croissance régulière et un partage de la valeur stable, et des phases de rupture où les institutions ne sont plus adaptées à l'environnement économique et social. Selon lui, nous sommes en pleine phase de rupture du capitalisme, avec la crise de 2008 comme point de départ.

Si les banques centrales, et en particulier la réserve fédérale américaine, ont d'après lui bien réagi en 2008 en injectant des milliards de liquidités, il a fustigé l'erreur de ne pas avoir demandé de contreparties en termes de pouvoir aux banques, comme par exemple un nouveau Glass-Steagall Act. Ainsi l'institution bancaire reste largement inefficace, développant une épargne oisive gigantesque qui ne profite pas à l'économie réelle. De manière générale, les États semblent parfois immobiles. Il prend notamment le cas de l'Allemagne dont le modèle économique est aujourd'hui fragilisé avec une baisse des importations chinoises. Pour se relancer, et relancer l'Europe par la même occasion, l'Allemagne n'aurait qu'à effectuer de gros investissements d'infrastructures, d'autant plus qu'elle bénéficie même de taux d'intérêts négatifs à dix ans qui rendraient cet effort indolore. Or, au nom du sacro-saint équilibre budgétaire inscrit dans la Constitution, l'Allemagne n'a toujours pas entrepris ces investissements, une « aberration » qui enferme tout le continent sur un chemin de stagnation séculaire d'après Michel Aglietta.

Au sein du rapport salarial, Michel Aglietta affirme que « *le capitalisme perd la boussole dans la hiérarchie des revenus par rapport à l'utilité sociale* » en dénonçant les écarts de revenus entre les professeurs et les traders à titre d'exemple pour illustrer son propos. Tout cela nourrit donc des conflits sociaux partout dans le monde, des gilets jaunes en France aux soulèvements populaires en Amérique du Sud mais « l'enjeu n'est pas compris par les politiques ».

En parallèle, il a dénoncé une « démission du politique » dans la gestion du changement climatique. Selon lui, rien n'a été fait depuis dix ans sur ce sujet. En effet, l'Accord de Paris n'a pas été mis en œuvre et nous sommes engagés sur une trajectoire d'augmentation de la température de 4°C d'ici 2050. Pire, il craint un mouvement de déglobalisation qui menace directement la gouvernance des biens communs, et le premier de tous, l'environnement. Michel Aglietta a pour cela fustigé la position paradoxale de Donald Trump : il mène une politique protectionniste tout en cherchant à préserver le poids du dollar, qui est la devise clé du système monétaire international (ou plutôt ce qu'il en reste), à savoir la devise qui permet la fluidité des relations économiques internationales. Il fait courir le risque d'une fragmentation du monde et d'un basculement dans une logique de blocs commerciaux, nocive à la fois pour l'économie mais surtout pour le multilatéralisme, cet héritage du régime de croissance des Trente Glorieuses déjà très fragilisé.

Dans les phases de rupture du capitalisme, le politique doit jouer un rôle prépondérant pour accompagner et guider les évolutions structurelles de la société et bâtir un nouveau régime de croissance. Force est de constater selon Michel Aglietta que ce pilier politique n'arrive

plus aujourd'hui à donner une morale et un sens à un capitalisme qui semble en être fortement dépourvu.

« L'utopie d'aujourd'hui fait les normes de demain en rassemblant les masses »

Si l'analyse du capitalisme est son domaine de prédilection, Michel Aglietta est également force de proposition dans son ouvrage où il essaie de tracer les grands axes du prochain régime de croissance.

Selon lui, on ne peut pas faire de politique climatique sans le retour d'une justice sociale suffisante. Pour appuyer cela, il reprend la thèse de Rawls et des biens premiers comme critère de justice sociale. Ainsi, celui qui fut membre du Haut Comité des Finances Publiques porte le projet d'une taxe carbone dont les recettes doivent être recyclées dans le rapport salarial pour avoir le soutien de l'ensemble de la population. Selon lui, le coût de la transition écologique ne peut pas reposer uniquement sur la taxe carbone. Pour réaliser les investissements verts, la finance doit être mise à contribution car elle dispose d'une manne d'épargne oisive qui ne demande qu'à se détourner de l'économie brune vers l'économie verte. Ainsi, il pense qu'il en va de la responsabilité des banques centrales, des banques publiques de développement et des investisseurs institutionnels d'orienter ces capitaux vers des entreprises qui suivent les critères ESG (environnemental, social, de gouvernance). Si les États doivent mettre la pression sur ces trois acteurs, ils doivent également les guider en menant une stratégie industrielle claire. Le politique se doit donc de dépasser la « tragédie des horizons », le temps politique ne faisant que subir le court-termisme des marchés financiers à l'heure actuelle.

Michel Aglietta propose un Green New Deal, un nouveau contrat social où la finance est au service de la préservation de l'environnement tout en assurant la justice sociale, nécessité absolue pour sauver la démocratie. Ses idées ont déjà commencé à germer, que ce soit dans les programmes de certains candidats démocrates aux primaires aux États-Unis mais aussi au sein de la nouvelle Commission européenne où le Green New Deal n'est plus seulement un slogan.

Mis en cause sur le caractère utopique de ses propositions, Michel Aglietta revendique au contraire cet esprit car selon lui « l'utopie d'aujourd'hui fait les normes de demain en rassemblant les masses ». Il appelle donc la jeunesse à se mobiliser en faveur d'un renouveau du capitalisme, guidé par la « richesse inclusive » et non plus par le PIB qui ignore la finitude de la planète et le capital humain.

Il avoue ne pas savoir si le prochain régime de croissance sera encore un système capitaliste : seul indice, il pense qu'écologie et capitalisme sont compatibles. En revanche, il est sûr que le néolibéralisme doit disparaître intégralement pour faire face aux problèmes du XXI^{ème} siècle.

À 81 ans, Michel Aglietta n'est toujours pas rassasié : il a annoncé être déjà en train de travailler sur son prochain ouvrage, en collaboration avec des spécialistes de la question environnementale. Ce livre qui paraîtra dans deux ans formera avec *Capitalisme, le temps des ruptures* la dernière version de la théorie de la régulation.

Louis Alexandre

EU executive urges euro zone to use fiscal policy to help ECB

The European Commission called on euro zone governments on Tuesday to use fiscal policy and to invest in their economies, if possible, to help the European Central Bank's efforts to boost inflation and job creation.

In annual recommendations for the 19 countries that share the euro, the EU executive said governments should also start talks on setting up a bank deposit insurance scheme and added it would propose a pan-EU unemployment reinsurance scheme.

“The European Central Bank is maintaining an accommodative monetary policy to help inflation edge towards its medium-term inflation objective, while supporting growth and job creation,” the Commission said.

The Commission added, however, that countries should only increase spending if they could afford it under EU budget rules, which limit government borrowing to underpin the euro. That mainly points to Germany and the Netherlands, which have large budget surpluses and relatively low public debt.

Italy, with the second-highest public debt in Europe relative to its economy, should focus on bringing that down, rather than borrowing more to stimulate growth, the Commission said.

“I invite countries with fiscal space to further boost investment and those with a high level of debt to bring it down,” Commission Vice President Valdis Dombrovskis said.

The Commission expects euro zone economic growth at 1.2% next year and in 2021, against 1.1% in 2019.

Climat et BCE : qu'espérer de la présidence de Christine Lagarde ?

Questionnée par des parlementaires européens sur l'action de la Banque Centrale Européenne en faveur du climat, Christine Lagarde considère que la stabilité des prix reste la mission première, mais que les risques environnementaux doivent devenir une mission essentielle. Une tragédie l'attend.

Quand elle prononce cette phrase « *Il faudra des changements* » dans son propos liminaire lors de son audition par les député.es du comité économique et monétaire du Parlement européen, Christine Lagarde ne parle pas de changer du tout au tout la politique monétaire de la banque centrale européenne, elle ne parle QUE de l'enjeu climatique.

Car sur le cœur de l'activité de la BCE, rien ne changera. La stabilité des prix reste (c'est dans son mandat) l'objectif premier, et le robinet à euros sera encore longtemps ouvert pour éviter marasme économique et/ou crise financière.

À court terme, voilà les marchés financiers rassurés, moins les députés européens qui furent nombreux à questionner la française candidate à la présidence de la BCE sur sa fibre climatique.

Elle présidente, la BCE utilisera-t-elle ses moyens colossaux pour contribuer à limiter le réchauffement climatique, ou continuera-t-elle à favoriser les industries les plus polluantes, comme aujourd'hui ?

C'est incroyable mais vrai, quand on regarde les secteurs financés par la BCE via l'un de ses programmes post-crise (comme le fait ce rapport de l'Institut Veblen, et Positive Money Europe cité plusieurs fois par les députés européens), on constate que 7 % de l'argent va vers des produits verts et le transport ferroviaire, et 63 % vers les secteurs les plus émetteurs de gaz à effet de serre, automobile, production et distribution d'énergie fossile, etc.

BCE : 7 % verte, 63 % GES +++

Climaticide la BCE ? Un peu oui, mais malgré elle. Pour être neutre économiquement, la BCE achète les actifs financiers qui sont sur les marchés de façon proportionnelle, sans choisir les secteurs, or ce sont les plus carbonés qui dominent l'économie. Au nom de la neutralité, la BCE renforce donc les activités qui nuisent le plus au climat.

Vous présidente, Madame Lagarde, ont demandé plusieurs élus européens, notamment français des Verts, Renaissance et la France Insoumise, cette situation va-t-elle perdurer ?

« *Il est évident que les choses ne peuvent pas changer du jour au lendemain. Mais qu'on aille vers une transition graduelle pour éliminer ce type d'actif, cela me paraît aussi un impératif si on est convaincu de... de la nécessité absolue de joindre nos forces où que l'on soit et quelle que soit l'institution que l'on dirige pour lutter contre le changement climatique.* », Christine Lagarde en réponse à la question de Pascal Canfin.

Impératif, nécessité absolue... les mots qu'utilise Christine Lagarde sont forts. « *Le risque climatique doit être au cœur de notre action* », dira-t-elle aussi pendant son audition. Ou encore « *La prise en compte du climat et des risques environnementaux doivent être des missions essentielles* ». Tout cela,

elle le disait aussi quand elle était à la tête du FMI. On lui connaît notamment cette réplique mémorable :

« Si on ne fait rien contre le réchauffement climatique, maintenant, dans 50 ans, nous serons tous grillés et toastés... », Christine Lagarde en 2017.

À l'écouter, Christine Lagarde fait donc bien partie des convaincues. Mais à la tête de la banque centrale européenne, elle devra composer avec le conseil des gouverneurs. Ils seront alors 25 autour de la table, 6 membres du directoire de la BCE, et les 19 gouverneurs des pays de la zone euro.

Elle devra aussi composer avec le mandat de la BCE, pour qui le changement climatique n'est qu'une des priorités affichées par l'Union Européenne. Une priorité parmi d'autres. Favoriser les énergies non polluantes, au détriment des emplois dans le secteur automobile par exemple, c'est un choix politique. Or la BCE se veut apolitique. Sur cette question, je vous conseille l'extrait de l'audition par les députés français de Benoit Coeuré, membre du directoire de la BCE au printemps 2019, ou le discours (en anglais) vers lequel la BCE renvoie pour toutes questions sur son implication climatique.

L'autre limite à toutes velléités d'actions immédiates est d'ordre technique. Depuis le discours choc du patron de la banque d'Angleterre Mark Carney *Briser la tragédie des horizons*, les banquiers centraux et de nombreux acteurs financiers ont pris conscience que le changement climatique posait un risque financier sérieux, systémique même, et qu'ils devaient s'en soucier.

Un réseau des banques centrales pour verdir la finance a été créé en 2018, mais ce risque climatique, comment quantifier son impact sur les produits financiers ? Avec quels critères ? On ne sait même pas aujourd'hui ce qu'est un produit financier vert, il n'y a aucune définition claire et commune.

Des travaux sont en cours, notamment au parlement européen pour mettre au point ce qu'on appelle une « taxonomie » des produits verts. Possible que la BCE puisse utiliser cette définition par la suite s'est avancée Christine Lagarde, mais pour le moment, s'il y a urgence, c'est donc encore, à réfléchir, élaborer, recommander, ce que continuera à faire la BCE au sein du réseau des banques centrales pour le verdissement de la finance selon elle.

Prudence et frayeur

La prudence est de mise, mais la peur aussi. Imaginez qu'une banque centrale mesure l'impact du changement climatique et du passage à une économie bas carbone sur tous les produits financiers, qu'elle en conclue qu'ils sont surévalués de TANT, et qu'elle intègre cette décote ensuite à son fonctionnement. Faire ça, c'est plonger potentiellement la planète finance dans la crise et l'économie avec.

Or le chaos climatique prend son temps, tandis que le chaos financier, lui, est à effet immédiat.

Cruel dilemme. C'est ça la tragédie des horizons évoquée par le patron de la banque d'Angleterre Mark Carney en 2015.

Sortir de cette tragédie a beau être depuis l'objectif affiché de plus en plus d'institutions financières, BCE comprise, l'audition de Christine Lagarde a montré que la fin de la pièce restait encore à écrire.

Marie Viennot

La France va expérimenter une « monnaie centrale digitale » en 2020 : ça servirait à quoi ?

La Banque de France a annoncé le lancement d'une expérimentation en 2020 pour développer une « monnaie digitale de banque centrale ». Celle-ci sera d'abord réservée aux institutions financières.

C'est la réponse de la France à Libra. Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a annoncé mardi 4 décembre qu'une expérimentation visant à développer une « monnaie digitale de banque centrale » sera lancée en 2020. Cette initiative, déjà dévoilée par Capital, constituera une première dans la zone euro. Dans un premier temps, le projet se concentrera sur les transactions « de gros », soit celles entre les acteurs du secteur financier (banques commerciales, chambres de compensation, etc). Dans quel but ?

Actuellement, les ordres financiers se passent en quelques nanosecondes. Or, le véritable échange de produits financiers peut prendre jusqu'à plusieurs jours. Cela s'explique par l'intervention de parties tierces (chambres de compensation, courtiers, marchés financiers) qui aident les acteurs à finaliser leurs transactions. Par exemple, une chambre de compensation est en charge de la modification des droits de propriété d'un titre, du transfert d'argent d'une contrepartie à l'autre, du respect du contrat signé, etc. Ces actions sont majoritairement réalisées manuellement, ce qui augmente les risques d'erreur et n'offre pas une totale satisfaction sur le plan de la transparence.

Changement de paradigme

Un « crypto-euro » fonctionnant sur un protocole blockchain permettrait d'améliorer ce système car cette technologie permet de transférer de la valeur en ligne sans intermédiaire. En facilitant les transferts financiers, les coûts seraient ainsi réduits et le temps nécessaire aussi. Cela changerait également un paradigme : alors qu'aujourd'hui les flux de la Banque centrale européenne vers les banques commerciales se résument à un jeu d'écriture comptable, un « crypto-euro » permettrait de transférer « réellement » les euros numériques. Exactement comme on le fait avec les bitcoins, à l'origine de l'invention de la technologie blockchain en 2009.

François Villeroy de Galhau prévoit à plus long terme d'offrir une monnaie numérique « de détail ». Celle-ci serait utilisée par tout le monde au sein de la zone euro et permettrait d'engager la suppression de l'argent liquide. « Le cash est difficile à retracer, ce qui le rend attrayant pour l'évasion fiscale, le blanchiment d'argent et les transactions illégales. Il se peut que les futurs gouvernements souhaitent retirer des fonds pour réduire la criminalité et améliorer les recettes fiscales », déclare la Banque des règlements internationaux, surnommée la banque centrale des banques centrales.

Devra-t-on dire un jour adieu aux paiements « discrets » ? « Des seuils sur les montants de transactions anonymes, comme cela se fait déjà en France pour les paiements en monnaie électronique ou en cash, pourraient être instaurés », a précisé François Villeroy de Galhau.

Grégory RAYMOND

Patrick Artus : « Jusqu'où peut aller une banque centrale dans la mise en place de politiques économiques ? »

Plus les États seront défaillants, plus les banques centrales seront incitées à se substituer à leurs décisions, relève l'économiste dans sa chronique au « Monde ».

Les récents débats sur les choix de la Banque centrale européenne (BCE) posent la question des limites de la politique monétaire dans une démocratie : jusqu'où peut aller une banque centrale sans s'attribuer les prérogatives du gouvernement ou du Parlement ?

Au départ, les choses semblaient relativement claires : la BCE est indépendante dans l'exercice d'un mandat qui lui a été démocratiquement attribué.

Une banque centrale de ce type doit donc avoir des objectifs qui ne peuvent pas interférer ou entrer en conflit avec les autres politiques économiques. S'il y a interférence ou conflit, il faut coordonner la politique monétaire avec les autres politiques économiques, et la banque centrale ne peut pas être indépendante puisque cette coordination impliquerait qu'elle ne peut pas choisir seule l'orientation de la politique monétaire. C'est pour cela que la BCE a comme objectif la stabilité des prix, puisqu'en théorie la politique monétaire à moyen terme n'a d'effet que sur les prix et pas sur l'économie réelle, et que la stabilité financière -éviter les bulles sur les prix des actifs, éviter l'excès d'endettement- dépend essentiellement du niveau des taux d'intérêt.

Évolutions récentes des politiques monétaires

Cette situation est démocratique, puisque ce sont les Parlements qui ont décidé que la BCE serait indépendante et aurait des objectifs d'inflation faible et de stabilité financière qu'elle peut atteindre en toute indépendance, sans être conditionnés par les autres choix de politique économique.

Mais les évolutions récentes des politiques monétaires, face à la crise, ont remis en cause cette organisation institutionnelle.

Prenons d'abord le cas du « quantitative easing » (QE), c'est-à-dire l'achat massif de titres par la BCE de 2015 à 2019, et à nouveau à partir de novembre 2019. La BCE a acheté certains types d'actifs financiers et pas d'autres : essentiellement des obligations du secteur public et des obligations émises par des entreprises financièrement solides (dites « *Investment Grade* »), mais pas des obligations d'entreprise plus risquées (dites « *High Yield* ») ou des actions. Cela crée de fait une distorsion. Les prix des actifs financiers achetés montent par rapport à ceux des actifs financiers qui ne sont pas achetés, avec des effets importants sur l'économie : les États se financent facilement grâce à des taux d'intérêt bas ; les entreprises sont incitées à se financer par la dette et non par les actions. Les opérations de la banque centrale conduisent donc à une politique budgétaire plus expansionniste et à une hausse du niveau d'endettement des entreprises. Compte tenu de ces effets, la Banque centrale peut-elle mener cette politique sans qu'elle ait été décidée par le gouvernement et le Parlement ?

Investissements dans les énergies renouvelables

Le second exemple est celui de la politique monétaire « verte ». Christine Lagarde, la nouvelle présidente de la BCE, a récemment déclaré que celle-ci pourrait mener ses opérations de refinancement en offrant des conditions privilégiées aux obligations « vertes » ou aux crédits « verts », c'est-à-dire les investissements dans les énergies renouvelables, la réduction des émissions de CO₂, le traitement de l'eau... Cela conduirait à un coût de financement plus faible pour ces projets « verts ». Immédiatement, le président de la Bundesbank -la banque centrale allemande- Jens Weidmann, a manifesté son hostilité, expliquant que c'est aux États d'agir s'il faut accroître les investissements dans la transition énergétique, par exemple par des incitations fiscales, selon les choix faits de façon démocratique par les gouvernements et les Parlements, et non par la BCE qui n'a pas de légitimité démocratique.

Troisième exemple, à l'heure actuelle purement hypothétique. Certains économistes, comme le Prix Nobel Joseph Stiglitz, proposent que la Banque centrale distribue sans contrepartie de la monnaie à certains agents économiques (aux ménages à faible revenu par exemple) : c'est ce que le leader travailliste Jeremy Corbyn a baptisé « *Quantitative Easing for the People* », ou que l'on appelle aussi « *helicopter money* » – la « monnaie hélicoptère ».

La monnaie hélicoptère est équivalente à un déficit public financé, de manière irréversible, par l'achat d'obligations du secteur public par la Banque centrale, donc par la création monétaire. Si un État décide de réaliser un transfert public vers un groupe d'agents économiques donné, si ce transfert public est financé par l'émission d'obligations du Trésor (de dettes publiques), et si ces obligations sont achetées par la Banque centrale contre création monétaire, cette opération est strictement équivalente à la distribution de monnaie par la Banque centrale à la population ciblée.

Monnaie hélicoptère

Mais un problème apparaît si un État (son gouvernement, son Parlement) ne veut pas mettre en place ce transfert même s'il paraît nécessaire : la Banque centrale peut-elle alors décider par elle-même de réaliser ce transfert par monnaie hélicoptère, contre la volonté de l'État ?

Aujourd'hui, dans la zone euro, il existe un assez large consensus autour de l'idée que la politique budgétaire de l'Allemagne (qui bénéficie toujours d'un excédent important) est trop restrictive, compte tenu du freinage de la croissance, des besoins d'investissements dans la transition énergétique, et de l'excès d'épargne de la zone euro. Mais si la BCE mettait en place la monnaie hélicoptère, elle ferait une opération équivalente à une politique budgétaire plus expansionniste, contre le choix du gouvernement et du Parlement allemands...

D'ailleurs, plus les États seront défaillants (politique budgétaire trop restrictive de l'Allemagne, insuffisance du soutien de l'investissement de la transition énergétique), plus les banques centrales seront incitées à se substituer à leurs décisions.

Au total, les politiques monétaires menées ou proposées depuis la crise de 2008 posent une question grave : que peut décider une banque centrale qui n'ait pas été acceptée par le gouvernement et le Parlement ? Jusqu'où peut aller une banque centrale, qui n'est pas élue, dans la mise en place de politiques économiques qui relèvent normalement de la compétence politique et de la décision démocratique ?

Patrick Artus

Chef économiste de la banque Natixis et membre du Cercle des économistes

The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change

[...]

Foreword by François Villeroy de Galhau

In the speech he delivered when receiving the Nobel Prize in Literature in 1957, the French writer Albert Camus said: “Each generation doubtless feels called upon to reform the world. Mine knows that it will not reform it, but its task is perhaps even greater. It consists in preventing the world from destroying itself”. Despite a different context, these inspiring words are definitely relevant today as mankind is facing a great threat: climate change.

Climate change poses unprecedented challenges to human societies, and our community of central banks and supervisors cannot consider itself immune to the risks ahead of us. The increase in the frequency and intensity of extreme weather events could trigger non-linear and irreversible financial losses. In turn, the immediate and system-wide transition required to fight climate change could have farreaching effects potentially affecting every single agent in the economy and every single asset price. Climate-related risks could therefore threaten central banks' mandates of price and financial stability, but also our socio-economic systems at large. If I refer to our experience at the Banque de France and to the impressive success of the Network for Greening the Financial System (NGFS) we launched in December 2017, I would tend to affirm that our community is now moving in the right direction.

But despite this growing awareness, the stark reality is that we are all losing the fight against climate change. In such times, the role our community should play in this battle is questioned. It is then important to clearly state that we cannot be the only game in town, even if we should address climaterelated risks within the remit of our mandates, which may include considering options relating to the way we conduct monetary policy. On monetary policy, I have two strong beliefs, and we will have the opportunity to discuss them against the backdrop of the ECB strategic review led by Christine Lagarde. First, we need to integrate climate change in all our economic and forecasting models; second we need, instead of opening a somewhat emotional debate on the merits of a green quantitative easing, which faces limitations, to do an overhaul of our collateral assessment framework to reflect climate-related risks.

In order to navigate these troubled waters, more holistic perspectives become essential to coordinate central banks', regulators' and supervisors' actions with those of other players, starting with governments. This is precisely what this book does. If central banks are to preserve financial and price stability in the age of climate change, it is in their interest to help mobilize all the forces needed to win this battle. This book is an ambitious, carefully thought-out and therefore necessary contribution toward this end.

François Villeroy de Galhau
Governor of the Banque de France

[...]

Le projet de monnaie Libra de Facebook a « échoué », selon le ministre suisse des Finances

Ce projet suscite de nombreuses inquiétudes de la part des États, des banques ou encore des services de paiement.

Nouveau coup dur pour le projet de Facebook. Le ministre suisse des Finances Ueli Maurer estime que le projet de monnaie numérique Libra « a échoué dans sa forme actuelle », d'après un entretien publié vendredi par la chaîne suisse SRF. « Les banques centrales ne vont pas accepter le panier de devises » sur lequel Libra est censée s'appuyer, a expliqué celui qui est également le président sortant de la Confédération suisse, une fonction largement symbolique.

Ce projet du géant des réseaux sociaux est censé voir le jour en 2020 mais lourdement contesté par les autorités depuis des mois. La Libra sera en théorie gérée par une association indépendante composée d'entreprises et organisations à but non lucratif, basée à Genève.

Mais début octobre, les services de paiement PayPal, puis Stripe (ainsi que Visa, MasterCard et d'autres) se sont retirés du projet, sous la pression croissante des régulateurs américains et étrangers. Ils s'inquiètent en effet de potentielles utilisations malveillantes de la monnaie, et pointent la mauvaise réputation du géant californien d'internet en matière de confidentialité et de protection des données personnelles.

La souveraineté des États en jeu

Les États et Banques centrales redoutent aussi de perdre leur souveraineté : ils sont pour le moment les seuls à avoir le droit de battre monnaie.

En octobre, le ministre français de l'Économie Bruno Le Maire avait annoncé avec ses homologues allemand et italien « un certain nombre d'initiatives pour marquer clairement que la Libra n'est pas la bienvenue en Europe, parce que c'est notre souveraineté qui est en jeu ». Il y a 10 jours, une responsable de la Réserve fédérale américaine (Fed) a une nouvelle fois exprimé ses craintes.

« Sans les garanties requises, les réseaux de monnaies numériques stables (adossées à une devise ou un panier de devises) à l'échelle mondiale peuvent mettre les consommateurs en danger », avait déclaré Lael Brainard dans un discours à Francfort (Allemagne).

La taille de Facebook -avec chaque jour environ 2,2 milliards de personnes qui se connectent à au moins l'une de ses plateformes (Instagram, WhatsApp, Messenger, Facebook)- implique que la nouvelle monnaie pourrait perturber le système financier mondial et rendre la tâche plus difficile aux banques centrales, avait déjà observé le président de la Fed il y a quelques mois.

Interrogé en octobre par la Commission parlementaire des services financiers au Congrès américain, Mark Zuckerberg, le patron de Facebook, avait répété que la Libra ne serait pas lancée avant d'avoir obtenu tous les feux verts nécessaires des régulateurs.

ECB launches review of its monetary policy strategy

The Governing Council of the European Central Bank (ECB) today launched a review of its monetary policy strategy. The monetary policy strategy was adopted in 1998 and some of its elements were clarified in 2003.

Since 2003 the euro area and the world economy have been undergoing profound structural changes. Declining trend growth, on the back of slowing productivity and an ageing population, as well as the legacy of the financial crisis, have driven interest rates down, reducing the scope for the ECB and other central banks to ease monetary policy by conventional instruments in the face of adverse cyclical developments. In addition, addressing low inflation is different from the historical challenge of addressing high inflation. The threat to environmental sustainability, rapid digitalisation, globalisation and evolving financial structures have further transformed the environment in which monetary policy operates, including the dynamics of inflation.

In the light of these challenges, the Governing Council has decided to launch a review of its monetary policy strategy, in full respect of the ECB's price stability mandate as enshrined in the Treaty.

“As our economies are undergoing profound changes, it is the time for a strategy review to ensure we deliver on our mandate in the best interest of Europeans,” said ECB President Christine Lagarde.

The Governing Council will take stock of how the monetary policy strategy has supported the fulfilment of the ECB's mandate under the Treaty over the years and consider whether any elements of the strategy need to be adjusted. The quantitative formulation of price stability, together with the approaches and instruments by which price stability is achieved, will figure prominently in this exercise. The review will also take into account how other considerations, such as financial stability, employment and environmental sustainability, can be relevant in pursuing the ECB's mandate. The Governing Council will review the effectiveness and the potential side effects of the monetary policy toolkit developed over the past decade. It will examine how the economic and monetary analyses through which the ECB assesses the risks to price stability should be updated, also in view of ongoing and new trends. Finally, it will review its communication practices.

The process is expected to be concluded by the end of the year. The Governing Council will be guided by two principles: thorough analysis and open minds. Accordingly, the Eurosystem will engage with all stakeholders.

« L'urgence climatique va demander une réponse forte des politiques économiques », L. Boone

L'économiste en chef de l'Organisation de coopération et de développement économiques plaide pour la création de fonds d'investissement publics pour assurer les transitions écologiques et énergétiques.

LA TRIBUNE - Quels sont les facteurs qui devraient le plus contribuer au ralentissement de l'économie mondiale en 2020 ?

LAURENCE BOONE - Les incertitudes créées par les tensions commerciales depuis deux ans sont le principal facteur à l'origine du ralentissement abrupt de la croissance. Elles vont continuer de peser, car elles reposent sur des évolutions nouvelles de l'économie : la numérisation des business models, la cybersécurité, la question des subventions peu transparentes ou encore celle de la défense de la propriété intellectuelle dans certaines régions. Bien entendu, ces tensions ne sont pas le seul facteur. Le ralentissement de la croissance chinoise, qui est structurel, est aussi important. Le pays n'atteindra plus des taux proches de 10 %, mais va progressivement ralentir vers 6 % puis 5 %, ce qui est normal.

De plus, alors que la Chine importait beaucoup de biens d'équipement des pays occidentaux, elle tente maintenant de privilégier, bien qu'avec difficulté, la consommation des ménages plutôt que l'investissement. Ainsi, la taille de ses importations diminue, ce qui peut avoir de profonds effets sur certains pays, notamment européens, dont la croissance dépend des exportations. En outre, les tensions géopolitiques montent et les incertitudes sur la politique économique dans nombre de pays restent très élevées. Le Brexit est un parfait exemple, car il reste à définir les futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Or on sait que de telles négociations prennent du temps.

Existe-t-il un risque de récession ?

Nous projetons une stagnation de la croissance en 2020 et 2021, puisque celle-ci serait de 2,9 % l'an prochain comme cette année et 3 % l'année suivante. Ce sont les taux les plus faibles depuis la crise financière, et les risques sont nombreux. Par exemple, il y a un large volume de dettes d'entreprises sur les marchés qui pourraient souffrir de ce ralentissement prolongé de la croissance, et dont un défaut pourrait entraîner des ventes massives. Il y a également une résurgence de produits structurés, dont le montage rappelle ceux de l'avant-crise, aux États-Unis notamment. Un ralentissement accru ou plus brutal de la Chine pèserait sur la croissance mondiale. Des tensions géopolitiques pourraient s'aggraver. Enfin, même en année électorale américaine, on ne peut exclure une résurgence des tensions commerciales.

Comment les prévisions macroéconomiques de l'OCDE ont-elles évolué pour les années 2020 et 2021 ?

Nous pensons maintenant que le ralentissement est aussi bien structurel -avec des facteurs touchant aux fondamentaux économiques de long terme- que cyclique. Au-delà du ralentissement et du rééquilibrage de la croissance en Chine, qui sont là pour longtemps, il y a les défis posés par la transformation numérique, l'urgence accrue du changement climatique et l'anxiété suscitée par les mutations du marché du travail, qui est parfois à

l'origine de ce repli sur l'économie domestique. Ces facteurs sont structurels et ne peuvent être résolus avec des taux d'intérêt plus bas ou un stimulus budgétaire (du moins, pas seulement). Ils affectent les conditions de développement des entreprises, la nature et le nombre des emplois. Ils vont demander une réponse forte et active des politiques économiques. C'est ainsi que, pour la première fois dans nos prévisions, nous avons mis l'accent sur le changement climatique et les réponses à y apporter.

Quels seront les grands défis pour l'économie internationale en 2020 ?

Il s'agit, d'une part, de recréer de la confiance, un environnement plus prévisible pour les entreprises, et, d'autre part, de lancer et de bâtir les conditions d'un rebond de l'investissement, public comme privé. Pour retrouver la confiance, l'OCDE agit sur deux fronts : elle accroît la transparence en matière commerciale et elle œuvre à un nouveau système de taxation internationale, pour que chaque entreprise paie sa part juste d'impôts sur le territoire où elle réalise des profits.

Pour l'investissement, nous recommandons de créer des fonds d'investissement publics destinés aux transitions numérique et énergétique. Ces fonds doivent servir notamment à financer les infrastructures comme les autoroutes de l'information, les réseaux de distribution d'électricité indispensables au déploiement du renouvelable, et à soutenir des projets innovants dans ces deux secteurs. La gouvernance doit être rigoureuse, car il s'agit d'argent public. Il faut que cela soit contrôlé par le parlement lors du processus budgétaire tout en préservant des conditions de concurrence saine entre les entreprises, car c'est de là que vient l'innovation. On peut s'inspirer de l'agence Darpa du département de la Défense aux États-Unis, ou des PIA (programmes d'investissement d'avenir) à la française.

Quels seraient les principaux leviers à activer pour répondre à l'urgence climatique ?

Il y a plusieurs types d'instruments, dont on doit prendre en compte l'impact redistributif, c'est-à-dire notamment les effets sur les emplois, et le coût pour les ménages et les PME les plus exposées. Prenons le prix du carbone : des régions comme la Colombie-Britannique (Canada) ont réussi à l'augmenter progressivement, mais en redistribuant les recettes aux personnes et aux entreprises les plus affectées. Ainsi, on modifie leur comportement, sans les pénaliser financièrement ou dans leur quotidien. On peut également inciter les investisseurs à diriger leurs fonds vers des financements verts avec la régulation ou des tests qui mettent en évidence à quel point leurs revenus seraient menacés par des chutes de prix d'actifs, comme les actions dans des entreprises d'énergie fossile. Enfin, des investissements publics demeurent nécessaires, comme vient de le souligner la Commission européenne avec la publication de son « Green Deal ».

Les banques centrales (FED, BCE) ont-elles encore des marges de manœuvre pour répondre au ralentissement ? Les taux bas représentent-ils une menace ou une opportunité ?

Les banques centrales ont toujours des marges de manœuvre, la question à se poser est de savoir si les défis que l'on vient d'évoquer relèvent bien du domaine des banques centrales. La réponse est : « Pas vraiment. » En revanche, elles ont lancé le signal qu'elles maintiendraient des taux bas longtemps, ce qui permet d'avoir de la visibilité pour financer les investissements et effectuer des réformes qui, parfois, peuvent avoir un effet transitoire négatif. Profitons-en. Quant à la question d'une « menace », laissez-moi soulever deux points. D'une part, les politiques macroprudentielles et la supervision doivent contrôler et

corriger les risques financiers plus que la politique monétaire. D'autre part, la majorité des récessions ont été déclenchées par des hausses de taux. Mais l'économie mondiale n'est pas suffisamment solide pour que les taux remontent tant que la politique budgétaire ne reprendra pas le relais de façon structurée et significative.

Les États disposent-ils encore de marges de manœuvre budgétaires ?

Les positions varient d'un pays à l'autre. Il y a des moyens d'agir pour ceux qui ont une dette élevée : s'attaquer à la composition des dépenses et vérifier que l'argent est utilisé au mieux pour la croissance et le bien-être. Trop souvent, les dépenses ont été empilées sans véritable évaluation au cours du temps et ne touchent plus ni les populations qui en ont le plus besoin, ni les investissements qui sont les plus nécessaires.

Grégoire Normand

À peine arrivée, Christine Lagarde veut déjà tout changer

Pour sa première conférence de presse en tant que présidente de la BCE, Christine Lagarde a donné les grandes lignes de la revue stratégique que la BCE réalisera tout au long de l'année 2020 et qui pourrait transformer l'institution en profondeur.

Pour la première conférence de presse de Christine Lagarde en tant que présidente de la BCE, aucun changement de politique de monétaire n'a été annoncé. L'une des raisons pour cela est qu'un large paquet de mesures avait été annoncé en septembre avant le départ de Mario Draghi (retour du *Quantitative Easing*, baisse du taux de dépôt, mise en place du mécanisme de *tiering*, renforcement de la *forward guidance*).

En revanche, Christine Lagarde a donné les grandes lignes de la revue stratégique que la BCE réalisera tout au long de l'année 2020, dès le mois de janvier. Après la révolution des années Draghi, la BCE pourrait donc connaître de profonds changements sous Christine Lagarde, en particulier avec une prise en compte accrue des grandes tendances que connaît l'économie.

La dernière revue stratégique de la BCE a eu lieu en 2003, soit une époque où l'inflation était régulièrement proche de sa cible, où les liquidités excédentaires étaient proches de zéro, où il paraissait inconcevable que les taux d'intérêt puissent être négatifs, où la démographie permettait encore de parvenir à des taux de croissance solides. La digitalisation de l'économie était bien moins avancée et l'on parlait encore très peu des inégalités et du changement climatique. C'est peu de dire que le monde a changé depuis, et Christine Lagarde a raison de dire que procéder à une nouvelle revue stratégique est « attendu ».

Au cours de la conférence de presse, Christine Lagarde a fourni quelques éléments sur la revue stratégique de 2020 :

La BCE passera en revue les outils de politique monétaire et évaluera leur efficacité

De nouveaux outils seront passés en revue. C'est la partie la plus convenue de la revue stratégique. En conférence de presse, Lagarde a expliqué qu'elle considérait que les différents outils utilisés actuellement (QE, taux négatifs, forward guidance) formaient un tout et que les taux négatifs semblaient « bien fonctionner » : pour elle, le *reversal rate*, c'est-à-dire le taux directeur en deçà duquel la politique monétaire devient contre-productive, ne sera atteint que lorsqu'on observera un effet négatif sur la distribution de crédit au secteur privé.

La revue stratégique constituera un exercice d'ouverture inédit pour la BCE

Lagarde a annoncé que lors de celle-ci, les membres de la BCE discuteront avec des membres du Parlement européen, des membres de la communauté académique et des représentants de la société civile. Lagarde a insisté sur le fait que la BCE n'aura pas pour but de « professer le gospel qu'elle pense maîtriser », mais écoutera ces entités et ces personnes, ce qui évoque forcément les opérations *The Fed Listens* que la Fed a organisées en 2019 (qui comprenaient notamment une série de réunions publiques). Comme l'a suggéré Jerome Powell à plusieurs reprises lors de sa conférence de presse du 11 décembre, ces rencontres l'ont marqué et semblent avoir eu une incidence sur ses vues en termes de politique monétaire.

La revue stratégique se penchera sur les grandes tendances de l'économie

Lagarde a expliqué que cette revue abordera « les principaux changements ayant eu lieu sur les 16 dernières années » : les changements technologiques massifs, le changement climatique et les inégalités. Même s'il faudra bien sûr un peu de temps pour voir le tour que prennent les choses, une page semble déjà se tourner vis-à-vis de l'ère Draghi.

Certes, la BCE a commencé à aborder ces sujets ces dernières années, mais elle accuse un certain retard. Par exemple, la BCE a attendu 2018 pour commencer à communiquer sur le changement climatique. La BCE n'a pas non plus beaucoup communiqué sur le sujet des inégalités sous Mario Draghi. Cela devrait très certainement changer. Le nouvel économiste en chef Philip Lane a expliqué il y a quelques jours que les inégalités jouaient négativement sur les taux d'intérêt réels. Enfin, le fait que la BCE se penche sur le sujet de la digitalisation est lui aussi assez récent (cf. la conférence « *Challenge in the digital age* » en juillet) et on peut là aussi s'attendre à ce qu'elle aille beaucoup plus loin.

Par ailleurs, on peut également s'attendre à davantage de collaboration avec les autorités européennes. Si Christine Lagarde a insisté sur l'importance de l'indépendance de la BCE, elle affiche clairement qu'il est nécessaire que les différentes institutions européennes travaillent ensemble : « Il faut être nombreux pour danser le ballet économique qui délivre la stabilité des prix et la croissance économique ». L'un des sujets sur lesquels la collaboration pourrait s'intensifier en priorité est celui de la lutte contre le changement climatique.

Au final, à peine arrivée, Christine Lagarde donne l'impression qu'elle veut déjà tout changer à la BCE alors même que cette dernière vient de connaître des transformations radicales lors des années Draghi. Ainsi, l'institution va continuer à évoluer, essentiellement sur le plan institutionnel et peut-être moins sur le plan de la politique monétaire en tant que telle, et devrait s'impliquer davantage sur les grandes mutations de l'économie. Christine Lagarde indiquait lors de sa conférence de presse « J'aurai mon propre style » et force est de constater que son style de communication est déjà très différent de celui de Draghi.

Bastien Drut

Stratégiste senior chez CPR Asset Management

Central Bank Digital Currencies: 4 Questions and Answers

Central Bank Digital Currencies (CBDC) is a complex and multidisciplinary topic requiring active analysis and debate. It raises questions related to monetary policy, central banking operations, and payment systems—as well as financial stability and legal foundations and regulation.

Below are some of the most pressing questions and answers on the topic.

What is the IMF’s role around CBDCs now and in the future?

The IMF can help in three ways: by informing the policy debate, by convening relevant parties to discuss policy options, and by helping countries develop policies. Because CBDC is a novel topic, the IMF has mostly been active in the first two areas, but it is gradually moving into the third area as member countries consider CBDC options and seek advice.

First, the IMF can help inform the policy debate. The IMF is currently investigating implications of CBDC available across borders. Other institutions, such as the Bank for International Settlements and the Committee on Payments and Market Infrastructure, among others, have also contributed to the topic. The IMF is well-placed to study CBDC, because it can draw on its in-house experts. Moreover, a potential world with multiple CBDCs could raise important questions about cross-border payments and the international monetary system, which are at the core of the IMF’s mandate.

Each country will have to weigh the pros and cons of the case for CBDC depending on its particular circumstances.

Second, the IMF is well-positioned to help foster cooperation across countries and relevant parties. The IMF can draw on its universal membership to share information about rapidly evolving developments across advanced and emerging market economies. Moreover, because the IMF is a public international institution, it can bring together central bankers and regulators, as well as investors, entrepreneurs, and academics from around the world for an open dialogue. It has done so repeatedly at its bi-yearly meetings, in its yearly “fintech roundtable,” and in its ad-hoc research events.

Third, the IMF can help countries evaluate policies regarding CBDC as well as investigate alternative means to improve payment systems. The IMF can do so through its surveillance work, its Financial Sector Assessment Programs, and its technical assistance, which it has a long tradition of providing. IMF teams have already worked with countries to modernize payment systems, advise on legislation related to digital payments, and review plans to issue CBDC. The IMF can help countries think through the implications of CBDC and its attendant potential benefits and risks, including through regional workshops leveraging knowledge in central banks at the frontier of CBDC development, and bilateral technical assistance missions.

How does the IMF view global development and implementation of CBDC?

Countries differ substantially in the extent to which they are actively exploring digital currencies and in their proximity to issuing such currencies.

Some countries are actively running pilot projects to explore the feasibility of CBDC. To do so, they have increased resources allocated to CBDC and fintech research at the central bank, sometimes in partnership with private sector advisors. Several countries are also reviewing and revising legislation to support CBDC in case it were issued, and are actively studying the potential implications of competing CBDC designs. Some authorities are also engaging with the public and their legislatures to discuss the potential to issue CBDC.

Some other countries have also scaled up resources dedicated to CBDC and payment systems, although they mostly focus on undertaking analysis and more limited hands-on testing of technology. Although CBDC remains an option for these countries, they are also actively exploring alternative solutions.

A third set of countries do not see an immediate need to issue CBDC, and focus instead on improving existing payment arrangements and strengthening regulation.

Recently, we have seen an increase in central banks' interest in CBDC following the announcement by Facebook of its Libra initiative as well as reports of a possible launch of CBDC by the People's Bank of China.

What are the potential benefits and challenges related to CBDC implementation?

Central banks highlight a number of potential benefits of CBDC. These include:

- *Cost of cash:* In some countries, the cost of managing cash is very high due to an especially vast territory, or particularly remote areas including small islands. CBDC could lower costs associated with providing a national means of payment.
- *Financial inclusion:* CBDC may provide a safe and liquid government-backed means of payment to the public that does not require individuals to even hold a bank account. Some central banks view this as essential in a digital world in which cash use is progressively diminishing, especially in countries where banking sector penetration is low.
- *Stability of the payment system:* Some central banks are concerned by the increasing concentration of the payment system in the hands of few very large companies (some of which are foreign). In this context, some central banks view CBDC as a means to enhance the resilience of their payment system.
- *Market contestability and discipline:* Relatedly, some central banks view CBDC as potentially offering competition for large firms involved in payments, and thus as a means to cap the rents they can extract.
- *Countering new digital currencies:* Some central banks view CBDC as healthy — potentially necessary—competition against privately issued digital currencies, some of which may be denominated in foreign currencies. These central banks believe a domestically issued digital currency backed by the government, denominated in the domestic unit of account, would help reduce or prevent the adoption of privately issued currencies, which may be difficult to regulate.

- *Support Distributed Ledger Technology (DLT)*: Some central banks see the virtue of DLT-based CBDC to pay for DLT-based assets. If these assets proliferate, DLT-based currency would facilitate automatic payments when assets are delivered (so-called “payment-versus-delivery,” or “payment-versus-payment,” which could be automated using smart contracts). Some central banks are considering the option of providing CBDC only to institutional market participants in order to develop DLT-based asset markets.
- *Monetary policy*: Some academic scholars view CBDC as a means to enhance the transmission of monetary policy. They argue that an interest-bearing CBDC would increase the economy’s response to changes in the policy rate. They also suggest that CBDC could be used to charge negative interest rates in times of prolonged crisis (thus breaking the “zero lower bound” constraint), to the extent cash were made costly.

Despite these potential benefits, various challenges could emerge. Some of these can be attenuated by the appropriate design of CBDC.

- *Banking-sector disintermediation*: Deposits could be withdrawn from commercial banks, should people decide to hold CBDC in significant volume. Banks would have to raise more expensive and runnable wholesale funding, or raise interest rates on deposits to retain customers. As a result, banks would either experience a compression of margins, or would have to charge higher interest rates on loans. The extent to which CBDC will compete with commercial bank deposits in normal times will depend in part on interest rates paid on CBDC, if at all. A non-interest bearing CBDC would come closest to simply replacing cash.
- *“Run risk”*: In times of crisis, bank customers could flee from deposits to CBDC, which might be seen as safer and more liquid. However, in many jurisdictions, credible deposit insurance should continue to dissuade runs. In addition, safe and relatively liquid assets already exist in many countries, such as government bond funds, or state banks. Though evidence and country coverage is limited, academic studies do not point to systematic runs towards these alternative assets in crisis times. Moreover, if a run occurred, the central bank would be more easily able to meet deposit withdrawal requests with CBDC as opposed to cash. In addition, in many countries around the world, bank runs typically coincide with runs from the currency. Thus, whether or not local-currency CBDC existed, depositors would seek refuge in a foreign currency.
- *Central bank balance sheet and credit allocation*: In case demand for CBDC is high, the central bank’s balance sheet could grow considerably. In addition, the central bank may need to provide liquidity to banks that experience rapid and large funding outflow. As a result, central banks would take on credit risk, and have to decide how to allocate funds across banks, opening the door to political interference.
- *International implications*: CBDC of reserve currency countries available across borders could increase currency substitution (“dollarization”) in countries with high inflation and volatile exchange rates. These prospects need to be studied further, along with implications for the international financial system. IMF staff are currently investigating these questions.
- *Costs and risks to the central bank*: Offering CBDC could be very costly for central banks, and it could pose risks to their reputations. Offering full-fledged CBDC requires central banks to be active along several steps of the payments value chain, potentially including interfacing with customers, building front-end wallets, picking

and maintaining technology, monitoring transactions, and being responsible for anti-money laundering and countering the financing of terrorism. Failure to satisfy any of these functions, due to technological glitches, cyber attacks, or simply human error, could undermine the central bank's reputation.

In summary, each country will have to weigh the pros and cons of the case for CBDC depending on its particular circumstances.

Countries may consider the option of public-private partnerships that may achieve many of the same benefits of CBDC, while potentially reducing central bank involvement and operational risks. IMF staff have coined this solution “synthetic CBDC.”

More specifically, the synthetic CBDC model envisions private sector firms issuing digital coins to the public (which can either be accounts or tokens leveraging DLT). These firms would thus be responsible for doing what they do best: innovating and interfacing with customers. The central bank, instead, would provide trust to the system, by requiring that coins be fully backed with central bank reserves, and by supervising the coin issuers. This arrangement preserves the comparative advantage of each participant—whether it is a private-sector firm or a central bank—and induces competition among private-sector firms to offer attractive coins and interfaces. At the same time, it limits costs to the central bank, as well as some of the risks.

What are the alternatives to CBDC?

Several countries are working on improving existing payment systems to match the speed and convenience of digital currencies. For example, we understand from published sources that the Federal Reserve is developing so-called fast payments, allowing nearly instantaneous and low-cost settlement of inter-bank retail payments (the Federal Reserve's “FedNow” initiative). In other countries, similar systems have improved payment services and injected competition in payments, especially if paired with other reforms, such as public digital identities, common communication standards, open application programming interfaces (“APIs,” which allow banking applications to interoperate and to be extended by third-party developers), and data portability and protection standards.

While improved inter-bank payment systems will bring many of the potential benefits discussed above, CBDC could be complementary, especially in some jurisdictions. Central banks have raised the following arguments: First, CBDC (or its synthetic version) can be DLT-based and thus potentially help spur the development of DLT-based asset markets. Second, CBDC can be designed to work outside the banking system and may thus favor financial inclusion. Third, CBDC could provide competition to banks and induce these to fully leverage the advantages of fast payment systems. Fourth, DLT-based CBDC could facilitate cross-border retail payments, thereby complementing the not-so-easy task of linking traditional inter-bank payment systems.

We generally think that central banks should remain engaged in examining the full range of issues associated with CBDC, including the potential to offer synthetic CBDC, and deepen their familiarity with new technologies.

Tobias Adrian
Tommaso Mancini-Griffoli

‘If you want to put a tax on people, go ahead’: Lagarde and Mnuchin clash over energy transition

The president of the European Central Bank, Christine Lagarde, and U.S. Treasury Secretary Steven Mnuchin laid bare their stark differences over how the world should transition to cleaner energy sources.

The corporate world’s role in protecting the environment has been a central theme of this year’s World Economic Forum in Davos, Switzerland.

Speaking on a panel Friday as the event drew to a close, Lagarde told the audience that central banks needed to lead the economic modeling of how changes to the environment should be costed and mitigated.

Lagarde said banks, accountants, companies and ratings agencies would need to move away from quarterly and medium-term forecasts and start thinking in terms of 30 years out.

Responding to the new ECB president directly, Mnuchin said he didn’t think forecasting the cost of protecting the environment was possible.

“Christine, I think you can have a lot of people and model it, but I just don’t want to kid ourselves. I think there is no way we can possibly model what these risks are over the next 30 years with a level of certainty, given what I think is the changes in technology along the way,” he said.

Lagarde responded directly, suggesting that long-term modeling would help press firms to understand the cost and process of switching to new, and less carbon intensive, energy sources.

“If we can push companies into the direction of actually anticipating the transition, pricing it, and making sure that they move to cleaner and cleaner energy uses, then it helps,” she said.

Interpreting that as a direct cost to a business, Mnuchin responded sharply.

“I don’t think we know how to price these things,” he said, adding that the current pricing of future greener energy sources was being inflated.

“So, I think we are overestimating the cost. So, if you want to put a tax on people, go ahead and put a carbon tax. That is a tax on hard-working people. I personally think the costs are going to be much lower 10 years from now — because of technology — than we think they are today,” he said.

Earlier, Mnuchin contended that the U.S. had become much more efficient through carbon technology and the use of energy, but named China and India as countries which needed to offer “significant improvement in terms of environmental issues.”

David Reid

Monnaie digitale : 80 % des banques centrales planchent sur le sujet

Si la plupart des banques centrales étudient la création d'une monnaie numérique, et que leurs travaux en la matière accélèrent, seules 10 % d'entre elles en étaient au stade du projet pilote fin 2019. Pour accélérer le mouvement, la Banque des règlements internationaux vient de lancer un groupe de travail regroupant six banques centrales, dont la BCE. En parallèle, le Forum économique de Davos vient de créer un consortium public-privé visant à définir un cadre réglementaire international pour les cryptomonnaies.

La Banque de France n'est pas la seule à plancher sur la création d'une monnaie numérique. Depuis l'annonce du projet de cryptomonnaie Libra de Facebook, les travaux des banques centrales sur la création d'une monnaie digitale accélèrent. C'est ce qu'il ressort d'une étude menée par la Banque des règlements internationaux, la BRI, souvent présentée comme la banque centrale des banques centrales. Dans une étude rendue publique jeudi 23 janvier, l'institution financière internationale révèle que 80 % des banques centrales étudient la création d'une monnaie digitale d'une manière ou d'une autre. C'est 10 points de plus qu'un an auparavant.

Ce sondage, réalisé fin 2019 auprès de 66 banques centrales de pays développés et de pays émergents, montre que la plupart d'entre elles s'efforcent de comprendre les implications de la création d'une telle monnaie numérique pour leur juridiction. Toutefois, peu d'entre elles se situent à un stade très avancé en la matière.

Recherches théoriques et expérimentations, mais peu de projets pilotes

Dans le détail, à la fin 2019, 40 % d'entre elles étaient passées du stade de la recherche purement théorique à l'expérimentation ou à l'étude de faisabilité d'une version numérique de leur monnaie. En revanche, seulement 10 % (et uniquement des banques centrales de pays émergents) étaient arrivées au stade de la mise en place de projets pilotes.

La moitié du panel songe à la fois à la création d'une monnaie digitale de « gros », c'est-à-dire pour les transactions interbancaires, et à visée généraliste, c'est-à-dire à destination du grand public en remplacement ou complément des billets de banque classiques. Par ailleurs, 10 % d'entre elles disent qu'un lancement à court terme d'une version à destination du grand public est désormais « probable », soit deux fois plus qu'il y a un an, relève la BRI.

Les pays émergents plus « motivés »

À titre d'exemple, le gouverneur de la Banque de France François Villeroy de Galhau a annoncé, en décembre dernier, le lancement d'un appel à projets concernant la création d'une monnaie digitale de banque centrale au premier trimestre 2020. L'objectif étant de tester d'abord une monnaie numérique interbancaire qui puisse servir de laboratoire en vue d'un éventuel futur « euro digital ».

« Les pays en développement présentent généralement des motivations plus fortes que les économies avancées pour travailler sur les monnaies digitales de banque centrale à vocation généraliste », souligne la BRI dans son étude.

Malgré les avancées, 70 % des banques centrales répondent qu'un lancement de versions numériques de leur monnaie est encore « *peu probable* » dans un « *futur proche* ».

Six banques centrales vont collaborer

La banque centrale des banques centrales estime que la collaboration à l'échelle internationale, notamment via son centre d'innovation, sera nécessaire pour « *éviter toute conséquence internationale imprévue* ».

Dans cette optique, elle a annoncé en début de semaine le lancement d'un groupe de travail regroupant six banques centrales, piloté par Benoît Coeuré, à la tête de son pôle innovation et ancien membre du directoire de la Banque centrale européenne (BCE), et Jon Cunliffe, actuel sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre.

La BCE, la banque centrale de Suède, celle du Canada, du Japon et de la Suisse étudieront ainsi les aspects techniques, fonctionnels et réglementaires de l'utilisation des monnaies numériques des banques centrales.

Un consortium public-privé sur les cryptomonnaies

En parallèle, le Forum économique mondial de Davos a annoncé, ce vendredi 24 janvier, la création d'un consortium international visant à définir un cadre réglementaire pour les cryptomonnaies et qui doit réunir notamment des banquiers centraux, des entreprises et des ONG.

« *Les devises virtuelles sont souvent citées comme un outil d'inclusion financière mais cette opportunité ne pourra se réaliser qu'avec une bonne gouvernance* », a précisé le communiqué.

Plusieurs acteurs de premier plan se sont félicités de l'initiative, qui doit débiter fin avril, à l'instar de Lesetja Kganyago, gouverneur de la banque centrale sud-africaine ou de David Marcus, responsable chez Facebook du projet Libra.

Lagarde Warns Markets Not to Assume ECB Policy on Autopilot

European Central Bank President Christine Lagarde warned investors not to assume that current monetary policy is locked in for the foreseeable future just because officials are focused on reviewing their strategy.

“To those who think it’s on autopilot, that’s ridiculous,” she said in a Bloomberg Television interview at the World Economic Forum in Davos, Switzerland. “Let’s look at the facts. Let’s look at how the economy evolves.”

Lagarde spoke a day after announcing the first reappraisal of the ECB’s inflation goal and tools since 2003, in a process that won’t conclude until around December. With the euro-area economy stabilizing and a stimulus package already in place, few analysts see much chance of a change in policy any time soon.

Economists predict the quantitative-easing program, which was resumed by former President Mario Draghi just before he handed over to Lagarde in November, will run until the end of next year, with interest rates on hold until early 2022. Markets aren’t pricing a change in rates until at least mid 2021.

Still, the economic threats haven’t entirely subsided. Data published Friday showed private-sector activity remained muted at the beginning of 2020, despite signs of a pickup in Germany. In its policy meeting, the ECB continued to describe the risks to its outlook as tilted to the downside, if less pronounced. U.S. President Donald Trump used his appearance in Davos to revive the prospect of tariffs on Europe’s car industry.

“The ECB is still far from bringing inflation to its target and we believe it will act in the next few months,” said Nick Kounis, an economist at ABN Amro in Amsterdam. “I don’t think a central bank like that can close the shop for a year.”

Lagarde said the rethink will be separate from the monetary-policy decisions that the Governing Council takes every six weeks.

Policy “will be conducted irrespective of the strategy review,” she said. “So to those who say it’s going to be completely static and stable for 12 months, I say ‘ah, watch out,’ because things change and we might have different signals and we might reconsider. We might. I don’t know at this point in time.”

Scant Details

Details on precisely what policy makers will study in their review were scant on Thursday, beyond general observations that it will be wide-ranging and focus on topics such as financial stability and climate change. The key question for the ECB is why it has fallen short of its inflation goal of “below, but close to 2%” for years.

Lagarde has her own views on what needs to be done but says she doesn’t want to disclose them for fear of influencing the debate before others have had their say. The intention is to reach out to academics and the wider public via national central banks.

“I know some people are disappointed that we didn’t say much more,” Lagarde said. “But a strategy review starts here and finishes there, and you cannot say here what you’re going to do there -- otherwise you don’t do a strategy review.”

Bank of France Governor Francois Villeroy de Galhau told Bloomberg Television in Davos that he believes the inflation goal must be “symmetric, flexible and credible” -- reflecting the debate over whether to set a precise 2% goal with a range of tolerance either side.

His Dutch counterpart Klaas Knot said in a panel discussion alongside Villeroy that the ECB must be “honest and open” about its failure to hit its target, and “at a minimum, I would say that it needs to be clarified.”

For some ECB watchers, officials have effectively hinted that there is little urgency to share their thinking, and that they’re in no hurry to getting back to tweaking their current monetary stance either.

“I get the sense that until the review is complete, or at least until you have some idea of what’s going to come out of it, it doesn’t make sense to be very activist,” said Peter Dixon, an economist at Commerzbank AG.

The ECB also has less ammunition than it used to, giving it cause for caution before attempting more easing. Resorting to more QE, for example, might mean confronting self-imposed limits on the volume of purchases that could reopen wounds from a bitter showdown among policy makers last year. The program is particularly disliked by the Bundesbank, and indeed faces a ruling on its legality in Germany’s top court in March.

The central bank isn’t alone in benefiting from what is, for now, a relatively benign economic outlook. Economists including those at Goldman Sachs Group Inc. predict most major central banks, including the Federal Reserve, which meets next week, is likely to keep its monetary policy on hold for the rest of the year.

Lagarde will discuss the global growth outlook at Davos later on Friday with a panel of luminaries including her Bank of Japan counterpart Haruhiko Kuroda, as well as U.S. Treasury Secretary Steven Mnuchin, and Kristalina Georgieva, her successor as head of the International Monetary Fund.

**Paul Gordon
Francine Lacqua**