

# ÉTUDE DE DOSSIER

Cadre 2021

**François Villeroy de Galhau, 27 novembre 2020, Interview à Ouest France :** « Ce ne doit pas être un redémarrage à l'identique. Quand nous serons sortis de l'urgence sanitaire, nous devons reconstruire une économie qui soit meilleure, à la fois plus écologique, plus numérique et plus qualifiée. Nous aurons une meilleure qualité de vie si nous accélérons la transition écologique. Nous aurons plus de libertés si, par le numérique, le télétravail se développe, mais comme une option et non une obligation. [...] Si nous tenons bon, ensemble, cette rude crise peut être aussi la chance d'une nouvelle économie. »

**La crise sanitaire bouleverse nos sociétés depuis 2020, nécessitant de revoir le fonctionnement de nos économies et l'organisation du travail. Les banques centrales ont ainsi été confrontées à des défis majeurs, entre mise en place en urgence de mesures de soutien à l'économie (durables et d'une ampleur inédite), réflexion sur le verdissement de la finance et déploiement massif du télétravail à l'instar de toute entreprise.**

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

1. Face à la crise sanitaire, comment les banques centrales œuvrent-elles au maintien de conditions de financement très favorables aux ménages et aux entreprises ?
2. Comment les banques centrales peuvent-elles accompagner le renforcement de la finance verte ?
3. Quels sont les principaux enjeux du déploiement massif du télétravail dans les entreprises ?

*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. **« Cette rude crise peut être aussi la chance d'une nouvelle économie »**  
Interview du Gouverneur François Villeroy de Galhau au journal « Ouest France »  
[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr) – 27/11/2020 – 5 pages
2. **BCE : Lagarde critique le retard pris par la finance verte**  
[www.lefigaro.fr](http://www.lefigaro.fr) – 14/10/2020 – 1 page
3. **How Covid-19 is impacting central banks**  
<https://internationalbanker.com> – 24/12/2020 – 3 pages
4. **Climat : la BCE doit-elle se mettre au vert ?** – Xavier Martinet  
[www.franceculture.fr](http://www.franceculture.fr) – 14/01/2021 – 2 pages
5. **Covid-19 : la BCE rallonge son plan de soutien de 500 milliards d'euros**  
[www.lepoint.fr](http://www.lepoint.fr) – 11/12/2020 – 2 pages
6. **Le mode d'emploi de PSA pour passer au télétravail massif** – Lionel Steinmann  
[www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) – 21/12/2020 – 4 pages
7. **Après l'adoption, le télétravail à l'heure de la consécration en 2021 ?**  
[www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) – 04/01/2021 – 2 pages
8. **Obligations vertes : un impact toujours difficile à vérifier** – Laurence Boccara  
[www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) – 08/01/2021 – 2 pages
9. **L'action des banques centrales pour aider l'économie à survivre au Covid-19**  
F. Odendahl, A. Penalver et U. Szczerbowicz  
<https://blocnotesdeleco.banque-france.fr> – 15/04/2020 – 5 pages
10. **This Is the Future Of Remote Work In 2021** – Caroline Castrillon  
[www.forbes.com](http://www.forbes.com) – 27/12/2020 – 2 pages
11. **Christine Lagarde expected to make ECB a climate change pioneer**  
[www.ft.com](http://www.ft.com) – 04/01/2021 – 2 pages
12. **What are the main goals for central banks in 2021?**  
<https://internationalbanker.com> – 04/01/2021 – 3 pages

## « Cette rude crise peut être aussi la chance d'une nouvelle économie »

Interview de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France, au journal « Ouest France » (publiée le 27 novembre 2020)

### Comment se porte l'économie française après six mois de crise Covid ?

L'économie a d'abord plongé très brutalement : de 31 % au mois d'avril, du jamais vu. Si on prend l'image d'un escalier, nous avons descendu 31 marches mais nous en avons remonté vite ensuite 27 avant de nous arrêter sur un palier au mois d'octobre. Avec le second confinement, la chute d'activité ne serait « que » de 12 % en novembre, mais avec des différences sectorielles très fortes. La restauration, l'événementiel sont à l'arrêt quand d'autres secteurs ont pu s'adapter. Beaucoup d'usines, et la plupart des chantiers de construction étaient fermés au mois d'avril alors qu'aujourd'hui on peut presque y parler d'un retour à la normale. Maintenant, il est bon que les commerces puissent rouvrir ce samedi, et que le Président de la République ait tracé une perspective pour la suite.

### La Banque de France est soupçonnée de vouloir freiner l'accès aux prêts immobiliers. Vous confirmez ?

Non ! Comme il y a eu beaucoup de rumeurs, regardons les faits. Il y a d'abord eu une chute des crédits immobiliers au printemps liée au confinement. Mais depuis, la reprise a été forte. Septembre a battu tous les records avec 19 milliards de crédits nouveaux, et le crédit immobilier progresse à plus de 5 % de croissance sur l'année. Mais tout le monde a intérêt à un financement sain des achats immobiliers ; il faut éviter un surendettement des Français. Certains acteurs y poussent et n'ont malheureusement pas des comportements responsables. Notre rôle à la Banque de France est de veiller à ce qu'il n'y ait pas de ménages mis en situation de surendettement.

### Que proposez-vous ?

Il faut écarter des pratiques dangereuses pour les emprunteurs eux-mêmes. C'est-à-dire des crédits trop longs ou des charges de remboursement trop élevées. C'est pourquoi le Haut Conseil de stabilité financière, qui comporte l'ensemble des autorités publiques et des personnalités qualifiées indépendantes, a adopté deux recommandations de bon sens : éviter les crédits immobiliers de plus de 25 ans et les taux d'effort (mensualité rapportée au revenu) supérieurs à 33 %.

### Où trouver les marges de manœuvre dont certains emprunteurs peuvent avoir besoin ?

Nous avons d'abord prévu des flexibilités importantes en faveur des accédants à la propriété. Nombre de Français ont en outre renforcé leur épargne pendant le confinement. Le bon sens pousse à en utiliser une partie pour compléter l'apport de son achat immobilier plutôt que de suremprunter. Il ne s'agit surtout pas d'empêcher le bon financement de l'immobilier, mais d'éviter que ceci ne se termine mal : souvenez-vous de la crise des « *subprimes* » aux États-Unis en 2007.

## **Avec des taux bas, quels risques de bulles spéculatives ? Dans l'immobilier par exemple.**

Les taux sont aujourd'hui et resteront demain effectivement très favorables pour les emprunteurs immobiliers. L'objet de nos recommandations est précisément d'éviter que cette bonne nouvelle dégénère en excès de dette et en spéculation.

## **Les anciens PEL (plan épargne logement) bénéficient d'une rémunération de 4 %. Vous semblez questionner leur légitimité ?**

La Banque de France n'a pas à décider en la matière. Nous avons juste rappelé deux interrogations opposées sur l'épargne réglementée. D'un côté, le livret d'épargne populaire (LEP) n'est pas assez développé. 15 millions de Français y ont droit et la moitié seulement ont ouvert un livret de ce type. C'est dommage, alors que sa rémunération (1 % aujourd'hui) supérieure à l'inflation protège le pouvoir d'achat des épargnants. De l'autre côté, pour des raisons historiques et juridiques, il y a 115 milliards d'euros sur des vieux Plans épargne logement, antérieurs à 2011. Ils sont en moyenne rémunérés à plus de 4 %, à vie. Au regard des taux bas actuels, c'est devenu un gros coût, peu justifié, pour le bon financement des PME ou des crédits immobiliers. Mais ce n'est pas un sujet simple. Encore une fois, la décision ne nous appartient pas.

## **On peut comprendre que ceux qui les ont ouverts y soient attachés...**

Oui, et ces taux étaient adaptés à l'environnement économique que nous avons connu il y a vingt ans. Je ne suis pas sûr que cela soit encore le cas aujourd'hui.

## **Comment booster le Livret d'épargne populaire ?**

Les banques doivent poursuivre leurs efforts pour mieux le faire connaître à leurs clients. Il faut aussi simplifier un certain nombre de démarches pour le rendre plus accessible. Tous les Français non imposables ou faiblement imposés peuvent y prétendre. Cela contribuerait à une épargne plus juste.

## **Vous parlez d'une épargne abondante en France. Quel est son montant ?**

Certains ménages défavorisés n'ont malheureusement pas pu du tout épargner. Mais globalement, nous estimons que l'épargne supplémentaire liée au Covid, et notamment celle engrangée depuis le premier confinement, est de l'ordre de 90 milliards d'euros. Ce qui représente près de 4 % du PIB. C'est une réserve très importante de croissance, si les Français décident de consommer une partie de cette épargne accumulée dans les deux années qui viennent. Soyons clairs, cela passe d'abord par le retour de la confiance sanitaire.

## **Comment flécher cette épargne pour qu'elle bénéficie à la transition climatique et énergétique ?**

Plutôt que de faire prendre aux Français trop de risques directs, le système financier doit jouer son rôle de transformation. Les PME et les ETI ont besoin de renforcer leurs fonds propres pour combler leurs pertes liées au Covid et investir demain. La loi Pacte avec l'épargne retraite, la réorientation progressive de l'assurance-vie via les fonds euro-croissance propose des dispositifs permettant d'investir dans les entreprises. Tout le monde y a intérêt : les entreprises et les épargnants. Quand on évolue dans un environnement à taux d'intérêt très bas, l'épargne à taux fixe rapporte moins. À long terme, le meilleur investissement est celui dans les actions et les fonds propres des entreprises.

## **Est-ce que l'État peut investir lui aussi au capital des entreprises ?**

Il faudrait compléter ces mécanismes privés de fonds propres par d'autres publics. À la Banque de France, nous estimons que pour accompagner les ETI, PME et TPE qui n'ont pas accès au marché actions, il faudra au moins 20 milliards d'euros de quasi fonds propres publics. C'est un des volets du plan de relance avec notamment ce qu'on appelle les prêts participatifs. C'est important de mettre en place ce dispositif rapidement, mais aussi de le compléter avec des co-investisseurs privés : ceux-ci aideront à sélectionner les entreprises ayant un avenir économique, sinon on risque de gaspiller l'argent public.

## **Certaines entreprises peinent à se faire payer. Cela vous inquiète ?**

Nous voyons une petite tendance à la dégradation. C'est un sujet que nous suivons à travers l'observatoire des délais de paiement. Notre médiateur du crédit aux entreprises, Frédéric Visnovsky, co-préside un comité de crise mis en place depuis le mois d'avril. Il ne faut pas qu'il y ait de dégradation alors qu'on avait fait des progrès ces dernières années. Les délais moyens de paiement étaient revenus à 11,5 jours, en net des crédits fournisseurs dont bénéficient les entreprises.

## **Quels sont les mauvais élèves ?**

Deux acteurs sont potentiellement concernés et nous allons y être très attentifs. Certaines grandes entreprises -et cela me paraît condamnable- pensent s'en sortir au détriment des PME et de leurs fournisseurs. C'est aussi le cas de certaines entités publiques, pas tant l'État que certaines collectivités locales ou établissements hospitaliers. Cette crise frappe tout le monde. Nous ne nous en sortirons qu'ensemble.

## **Les finances publiques étaient déjà sous tension avant la crise du Covid. Comment retrouver de l'oxygène ?**

La dette liée à la crise Covid est justifiée. Tous les pays en Europe mais aussi les États-Unis ont répondu par un effort budgétaire massif à ce choc sans précédent. Le seul acteur qui était en mesure de l'amortir, c'était la puissance publique. Le problème français, c'est la dette d'avant Covid. Nous sommes entrés dans cette crise avec une dette qui était trop élevée : pratiquement 100 % du PIB alors que l'Allemagne était à 60 % du PIB. Nous n'avons pas assez reconstitué nos marges de manœuvre quand cela allait bien. Nous ne devons pas renouveler cette erreur après cette crise.

## **Comment dans ces conditions s'attaquer à la réduction des déficits ?**

Quand la France aura retrouvé le niveau d'activité d'avant Covid, en 2022 ou un peu après, il faudra adopter une trajectoire de désendettement dans la durée. La France avait déjà, avant le déclenchement de la crise du Covid, le niveau de dépenses publiques le plus élevé d'Europe. Il ne s'agit pas d'imposer une cure d'austérité ni de faire des coupes sauvages, mais de rendre nos dépenses plus efficaces.

## **Mais c'est un effort qui a souvent été promis et remis à plus tard.**

Entre 2010 et 2020, les dépenses publiques ont continué de progresser de 1 % chaque année en volume (en euros constants), c'est-à-dire en tenant compte de l'inflation. Si nous arrivions simplement à les stabiliser, nous réussirions à réduire la dette de façon significative d'environ 20 % de PIB au bout d'une dizaine d'années. C'est un effort de persévérance.

## **Pourquoi est-ce si important ?**

La dette publique, c'est le sac à dos que nous transmettons aux jeunes générations. Et ce sac ne cesse de s'alourdir. On dit « *l'État s'endette* » mais l'État, c'est nous tous ! En pourcentage de PIB, ce poids est deux fois plus lourd qu'il y a vingt ans et six fois plus lourd qu'il y a quarante ans. S'attaquer enfin à cette question, c'est se donner les moyens, comme l'Allemagne ou les Pays-Bas, d'investir et de faire face à d'autres crises quand elles surviendront.

## **Faut-il augmenter la fiscalité pour désendetter la France ?**

Je crois que dans la situation où nous sommes, la priorité ce devrait être la stabilité fiscale : ni hausses -tout le monde sera d'accord !-, ni baisses non plus que nous n'avons pas les moyens de nous payer. Par ailleurs, la stabilité fiscale donnerait enfin de la lisibilité aux entreprises et aux particuliers : personne ne comprend plus rien à des règles fiscales qui bougent tout le temps.

## **Pourquoi ne pas annuler cette dette ou la geler comme cela a été fait pour l'Allemagne avec les accords de Londres en 1952 ?**

Les pays qui ont dû faire des aménagements de dette l'ont toujours payé ensuite en termes de défiance des investisseurs. En 1952, l'Allemagne sortait de la guerre et de deux épisodes d'hyper inflation. À l'époque, elle était un pays faible. La France fait partie avec le Royaume Uni des quelques pays qui n'ont jamais fait défaut sur leur dette depuis deux siècles. C'est un des éléments qui fonde la confiance des investisseurs. Envisager l'annulation de dette serait une voie très dangereuse.

## **La BCE pourrait ne pas exiger son remboursement ?**

Lors de la mise en place de l'euro, la France comme les autres États s'est engagée par Traité à toujours rembourser la Banque centrale. C'est un pacte de confiance absolument essentiel.

## **Pour les 20 % de cette dette détenue par la BCE, c'est tout de même une forme d'assurance pour les Européens ?**

Notre boussole, c'est l'inflation. Si la Banque centrale achète aujourd'hui une quantité importante de titres publics (ce qu'on appelle le « *quantitative easing* »), c'est parce que l'inflation en France et en Europe est trop basse. Notre objectif, parce que cela correspond au bon état de santé de l'économie, c'est d'avoir une inflation proche de 2 %. Or aujourd'hui, elle est même négative, à moins 0,3 % dans la zone euro. C'est la raison pour laquelle nous devons avoir une politique monétaire très accommodante, avec des taux d'intérêt très bas et des liquidités abondantes. Cela nous permet aussi de soutenir au maximum le redressement de l'activité économique.

Bien sûr, nous aidons ainsi temporairement les États à faire face à leurs dépenses exceptionnelles. C'est le cas de la France mais aussi de l'Italie qui était dans une situation extrêmement difficile au mois de mars. Pays le plus touché par la crise sanitaire, elle devait affronter en même temps des tensions très fortes sur ses taux d'intérêt. Aujourd'hui, l'Italie emprunte heureusement à des taux qui sont les plus bas de son histoire, à 0,7 % sur dix ans.

## **La confiance dans l'euro ne s'effrite pas ?**

Non, les Européens et les Français restent extrêmement attachés à l'euro. Notre dernier sondage, à la suite de la crise Covid, montre que 72 % des Français font confiance à l'euro. Une des raisons est que le pouvoir d'achat de l'euro est bien préservé grâce à la politique de la Banque centrale européenne.

## **Ce plan de relance exceptionnel de 750 milliards adopté par l'Europe, à quoi va-t-il servir dans la vie de tous les jours des Européens ?**

Pour la première fois, à la suite d'une proposition de la France et de l'Allemagne, l'Europe va emprunter ensemble pour faire face à des dépenses de solidarité. Et ce sont les États les plus touchés par l'épidémie qui en bénéficieront. Il est extrêmement important que ce plan soit mis en œuvre. Cet argent est d'abord destiné à la reconstruction. En anglais, son nom même le dit : le « *next generation fund* » (le fonds pour la prochaine génération). Ce ne doit pas être un redémarrage à l'identique. Quand nous serons sortis de l'urgence sanitaire, nous devons reconstruire une économie qui soit meilleure, à la fois plus écologique, plus numérique et plus qualifiée. Nous aurons une meilleure qualité de vie si nous accélérons la transition écologique. Nous aurons plus de libertés si, par le numérique, le télétravail se développe, mais comme une option et non une obligation. Les entreprises pourraient aussi y gagner en flexibilité.

## **Le risque, c'est une génération sacrifiée ?**

Cette année est difficile pour les jeunes, en particulier pour les moins qualifiés. Essayons de transformer la difficulté en opportunité, et d'en profiter pour investir au maximum dans la formation générale et professionnelle, et dans l'apprentissage. Le plan « *1 jeune, 1 solution* » lancé en juillet est celui dont on parle le moins alors que cette bataille des compétences est sans doute la plus importante.

Il y a beaucoup d'inquiétudes et d'attentes. Mais gardons la vue d'ensemble : la mobilisation française face à la crise repose sur deux jambes. La première, ce sont depuis le printemps les mesures d'urgence destinées principalement aux ménages avec notamment le chômage partiel, pour environ 100 milliards. La seconde jambe, de 100 milliards également, c'est le plan de relance pour 2021-2022 tourné davantage vers les entreprises. Maintenant, il va falloir effectivement bien déployer ces investissements. Mais nous, Français, avons tous montré depuis mars une inventivité et une mobilisation étonnantes, beaucoup plus qu'on ne l'a dit. Si nous tenons bon, ensemble, cette rude crise peut être aussi la chance d'une nouvelle économie.

## BCE : Lagarde critique le retard pris par la finance verte

La présidente de la Banque centrale européenne (BCE) Christine Lagarde a critiqué mercredi le manque de financements dédiés à des projets environnementaux, pourtant urgents à soutenir dans le cadre de l'Accord de Paris, et invité les gouvernements à jouer leur rôle. « *Il n'y a pas assez de financements dirigés dans le secteur vert* », a déclaré Mme Lagarde lors d'une réunion de l'initiative financière de l'ONU pour l'environnement (UNEP FI).

Les investissements de cette nature n'ont représenté que « *100 milliards d'euros l'an dernier* », alors que 290 milliards d'euros seraient nécessaires chaque année, rien qu'en Europe, « *pour concrétiser l'Accord de Paris (de 2017 sur le climat) et même faire mieux si nous le pouvons* », a souligné la Française. « *Il nous manque donc deux tiers de ce qui est absolument nécessaire* », a-t-elle martelé.

L'Europe « *ne fait pas un mauvais travail à cet égard* », a-t-elle nuancé, mais « *une plus grande implication* » est souhaitable pour corriger les « *défaillances du marché dans le domaine de la finance verte* ». « *Est-ce à une banque centrale de faire cela ? Non. Mais les législateurs, les régulateurs, ont un rôle à jouer* », a affirmé Mme Lagarde.

Elle a salué à cet égard les efforts du Parlement européen qui a proposé en juillet d'établir une nomenclature permettant d'identifier les projets pouvant recevoir un label « *vert* ». Cette initiative se heurte encore à des obstacles politiques. Les investisseurs peinent parfois à discerner ce qui est favorable à l'environnement lors de levées d'argent sur le marché.

La BCE, qui rachète depuis 2015 des milliards d'euros d'obligations sur le marché pour soutenir l'économie, veut elle aussi participer à cette réflexion : le principe de « *neutralité* », qui consiste à ne privilégier aucun secteur par rapport à un autre dans la gestion des actifs de la banque, doit être interrogé, a-t-elle estimé.

La patronne de l'institution monétaire souhaite que le changement climatique ait une grande place dans la future stratégie de la politique monétaire de la BCE, un chantier lancé en début d'année et qui a été retardé pour cause de pandémie. En septembre l'institution a décidé d'accepter à partir de janvier une nouvelle catégorie d'obligations durables en garantie des prêts accordés aux banques, illustrant sa volonté de verdir sa politique monétaire.

## How Covid-19 is impacting central banks

*“The Covid-19 pandemic and the induced global lockdown are a truly historic event. Never before has the global economy been deliberately put into an induced coma. This is no normal recession, but one that results from explicit policy choices to avoid a large-scale public health disaster.”* The general manager of the Bank for International Settlements (BIS), Agustín Carstens, was certainly not mincing his words back in May when he delivered a speech at the UBS High-level Discussion on the Economic and Monetary Policy Outlook in Zurich, Switzerland.

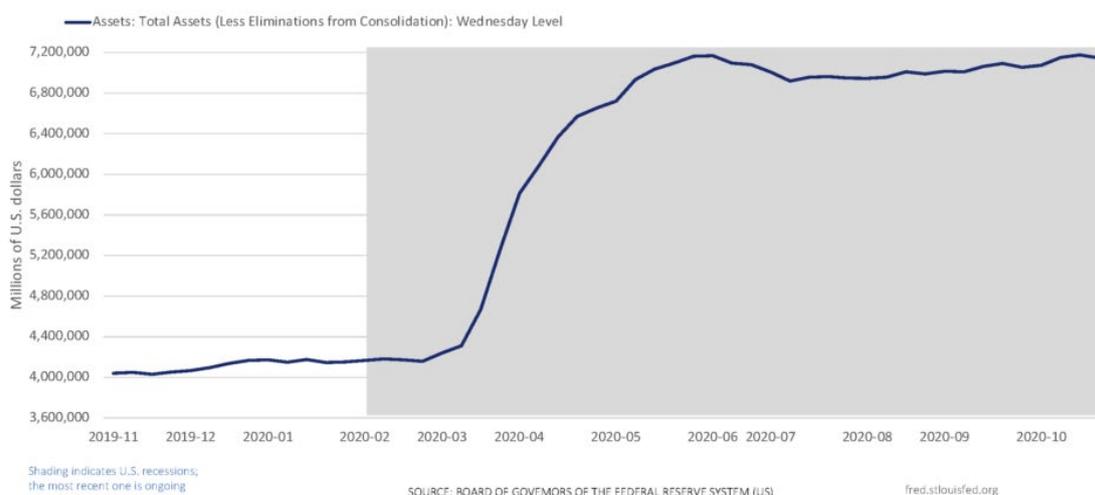
*“The sudden shock called for a speedy and massive policy response. The actions of central banks have again highlighted their central role in crisis management as they swiftly cut policy interest rates and launched large-scale balance sheet measures,”* Carstens also stressed. *“This brought central banks to the forefront again as they can mobilise financial resources faster than any other authority.”* And indeed, in the months since that speech, it would appear that Carstens has been proven correct. As the global economy continues to suffer as a result of lockdown measures that limit economic activity, much of the world has looked first towards central banks as the most likely saviours that can immediately restore financial stability.

But how exactly has the pandemic affected central banks, and how are they responding to the unique challenges that continue to be posed to this day? Few would argue that they have not been swift and forceful in their responses on the whole, initially to contain the imminent financial stress and secure the smooth continuation of credit provision to households and businesses. In this regard, the lessons learnt from the 2008 financial crisis have certainly helped, especially given the similarity in magnitude of the economic shocks that transpired in both instances.

Looking at five of the world’s most important central banks—those of the United States, the eurozone, Japan, the United Kingdom and Canada—the BIS noted that they all deployed the full set of crisis-management policies at their disposal in March and April when the virus first became a global pandemic. Benchmark interest rates have been slashed to near-zero and, in some cases, gone well into the negative zone. Policymakers now have less wiggle room for interest rates, but in most cases, they remain committed to keeping monetary policy as loose as possible until well after normality resumes in terms of growth, inflation and employment. And with low rates, central banks have similarly kept bond yields low, where they will likely remain well after the pandemic is over.

Large-scale asset purchases were also quickly initiated, with most central banks committed to quantitative easing (QE) for some time to come. This has swelled their balance sheets to levels that have never been breached before. To understand the scale of their efforts, the BIS predicts that the combined balance sheets of central banks in the US, the eurozone, Japan, the UK and Canada will expand this year at a faster pace than at any time previously. *“Balance sheets increased, on average, by 10% of GDP during the first three months of the crisis,”* the BIS recorded in June. *“Reasonable scenarios entail an overall increase of between 15–23% of GDP before the end of 2020 and to remain large in the near future.”*

## Federal Reserve Balance Sheet



While limiting such unprecedented expansions do not appear to be high on the to-do lists of most central banks at present, the Bank of England's (BoE's) governor, Andrew Bailey, did recently warn that there may come a time when the Bank runs out of suitable assets to buy. Such a scenario would be more likely to emerge should the UK economy continue to suffer more shocks, and the BoE has not yet unwound its quantitative easing. *“Let’s not ignore the need to manage central bank balance sheets,”* Bailey said. *“There are times when we need to go big and go fast.”*

All five central banks have also established or increased the size of their commercial paper and corporate-bond purchase programmes, the BIS observed in June, while the European Central Bank (ECB) extended eligibility to non-financial commercial paper. The US Federal Reserve (the Fed) purchased investment-grade bonds for the first time and later extended eligibility to subsequently downgraded bonds, either directly or through exchange-traded funds (ETFs), and the ECB similarly extended eligibility to downgraded bonds against appropriate haircuts. The Bank of Japan (BoJ), meanwhile, quadrupled its purchases of commercial paper and corporate bonds, and the Bank of England announced that at least 10 percent of the GBP 200 billion of additional purchases under its Asset Purchase Facility (APF) would involve corporate bonds. What has been especially different about this particular economic crisis *vis-à-vis* 2008's has been the liberal policies central banks have enacted this time to ensure credit continues to flow to households and businesses.

Such credit was not as readily accessible during the 2007-08 global financial crisis (GFC), with the financial support significantly geared more towards the banking sector when compared to the current crisis. These differences are partly a reflection of the different nature of the two crises, according to the BIS. *“The GFC hit financial markets first and then slowly propagated to the real economy, negatively affecting confidence and tightening credit conditions for businesses and households. In contrast, the Covid-19 pandemic imposed severe containment measures that hit the real economy first and then propagated to the financial sector.”*

One very immediate way in which COVID-19 has impacted central banks is through changes to the net income booked into their financial results, along with seigniorage—that is, the profit a central bank can make through the money-creation process, specifically the difference between the money received by issuing currency and the cost to produce and distribute it. An analysis was recently conducted by noted publication *Central Banking* that draws from the financial statements of seven central banks—the Bank of England, the Bank of Japan, the European Central Bank, the Fed, the National Bank of Poland, Sveriges Riksbank of Sweden and the Swiss National Bank—in the first half of 2020, specifically by equating seigniorage with the income on central-bank assets funded by cash issuance less expenses related to cash issuance.

Although the study finds that during the COVID-19 crisis, “*there might be no considerable change in the size of seigniorage*”, the substantial growth of central banks’ balance sheets this year is likely to have led to strong growth in other net income that is generated by central-bank assets above and beyond the value of cash issued. This is similar to what was found during the global financial crisis, when in the post-2007 period, the average financial results of the seven central banks rose faster than seigniorage. And with all seven central banks expanding their balance sheets more during this COVID-19 era than back then, it is most likely that strong growth in the “other income” variable will have been recorded. As such, the research finds that “*it is likely that the divergence between the estimates of seigniorage and the financial results will continue to grow*”.

But it should be observed that central banks and monetary policy can only do so much during such tumultuous times. Fiscal expansion clearly has a hugely important role to play in stimulating growth. It should thus come as no surprise, then, that the likes of Jerome Powell (the Fed’s chairman) and Christine Lagarde (the ECB’s president) have repeatedly pressed their respective governments to boost supportive fiscal measures to contain the devastation. As far as the US is concerned, however, members of Congress have long remained at odds over fiscal-stimulus bills.

According to Agustin Carstens, however, central banks that are administering large-scale government-debt purchases via quantitative-easing programmes could create an overlap between monetary and fiscal policies that may not necessarily lead to optimal outcomes. “*The bottom line is that there is a need to recognise the limits of monetary policy*,” he warned in May. “*Central banks cannot intervene in government debt markets on a large scale for any great length of time. Eventually, the natural boundaries between fiscal and monetary policy will need to be fully restored to preserve central bank credibility*.” Carstens has repeated his message since then, arguing more recently that governments should “*safeguard fiscal sustainability*”, while central banks should focus on their primary mandates of price and financial stability, citing the experience of many Latin American economies as “*a cautionary tale of fiscal-monetary interactions gone wrong*”.

At this stage, it would seem that central banks would rather do too much than too little to provide support and expedite the recovery process. But it still remains difficult at this stage to conclude with any certainty that the world is definitely over the worst of the virus. With cases having risen in many countries in recent weeks and with stricter lockdown measures being reinstated, the outlook for many economies and indeed the global economy remains decidedly uncertain. “*The expansion is still far from complete*,” Powell recently acknowledged. “*At this early stage, I would argue that the risks of policy intervention are still asymmetric*.”

## Climat : la BCE doit-elle se mettre au vert ?

Il y a presque un an, Christine Lagarde prenait la tête de la Banque Centrale Européenne et appelait à ne pas rester « assis à ne rien faire » face au changement climatique. Désormais, c'est l'institution qui est appelée à verdir en urgence sa politique.

Le climat sera pour la première fois au programme de la grande revue stratégique de la BCE cette année et depuis quelques mois certains économistes, Think Tanks et ONG font feu de tout bois pour pousser l'institution à décarboner sa politique et à s'aligner sur les nouveaux objectifs européens de neutralité carbone en 2050. « *Hésitations* », « *neutralité fallacieuse* », ou -insulte pour un banquier central- « *biais de marché* » : le ton est parfois offensif.

C'est le moment de secouer « *l'arbre à argent magique* », affirme dans *The Conversation* l'économiste Jézabel Couppey-Soubeyran : ces immenses réserves de 3 800 milliards d'euros d'actifs issus des différents programmes de rachat de dette d'État, entreprises ou banques depuis 2015 ; et qui sont aussi de puissants soutiens aux émissions de GES.

Selon une étude de la New Economics Foundation & Greenpeace, 63 % des 242 milliards d'euros d'actifs privés détenus par la BCE en juillet étaient « *intenses* » en émissions, alors qu'ils ne représentent que 10 % des emplois et 20 % de l'activité en Europe ; selon CPR Asset Management, 27 % des obligations de l'Union Européenne proviendrait des « *utilities* », infrastructures et transports ; et si seuls les actifs privés sont connus, c'est justement par manque de transparence : « *Sale secret* » de la BCE, déplore une autre ONG Reclaim Finance qui, non contente de secouer l'arbre à argent magique, veut aussi tirer les oreilles des banquiers centraux...

### La BCE déjà dans la voie du verdissement ?

Christine Lagarde en a fait un de ses thèmes récurrents : devant le Conseil des Gouverneurs, le Parlement Européen et même lors d'une rencontre inédite avec la société civile en octobre dernier -la première en 22 ans d'existence note Éric Albert du *Monde*, dans laquelle elle défendait un rôle climatique accru de la BCE- sans toutefois jamais trop s'engager.

L'événement est venu d'un entretien au *Financial Times* à l'été, où la présidente affirmait qu'elle soutiendrait la transition climatique par « *toutes les voies disponibles* », suggérant que la BCE pourrait effectivement choisir d'orienter les rachats de titre en fonction de leur impact climatique : le grand verdissement que réclament les ONG.

Un pas a déjà été fait en ce sens puisque 1/3 du plan de relance, soit 225 milliards d'euros, doivent aussi être des investissements verts – les « *Green Bonds* », prototype d'un éventuel dispositif plus large, qui obligerait aussi les entreprises à publier leurs données climatiques : « *révolution* », soulignait *Les Echos*.

### Le long chemin caillouteux du « *policy-mix vert* »

C'est l'expression de Jézabel Couppey-Soubeyran et c'est le scénario de politique climatique le plus radical envisagé pour la BCE : qu'elle aligne sa politique monétaire avec la politique budgétaire des États et une réglementation contraignante sur les titres qu'elle achète.

En d'autres termes : rien d'autre qu'une « *monétisation des dépenses publiques nécessaires à la transition écologique* ».

En juillet dernier, une des membres les plus influentes de la BCE Isabel Schnabel avait elle-même évoqué une « *prise en compte de l'impact climatique dans les politiques monétaires* », des propos forts pour une banque centrale ; mais c'est un vrai nid à discorde politique et les États ont la main explique *Le Monde* : d'une part il faudra convaincre les 25 banquiers centraux, d'autre part les futures obligations vertes de la BCE devront reposer sur une « *taxonomie verte* » -une classification des 70 activités représentant 93 % des émissions de gaz à effet de serre- ce projet relancé par la Commission en novembre a déjà vu la France et l'Allemagne s'accrocher sur la place du nucléaire.

Enfin, par-dessus le marché -littéralement-, il faudrait trancher la question du rôle de la BCE défini par les traités : s'en tenir aux « *objectifs primaires* » de stabilité monétaire et financière, ou inclure l'« *objectif secondaire* » de neutralité carbone ? Pour le gouverneur de la Bundesbank Jens Weidman, inclure la transition climatique dans les mandats des banques centrales serait le risque « *d'être traînées dans la politique et de faire face à une liste sans cesse plus longue de nouveaux désirs et d'objectifs. Tôt ou tard, leur indépendance sera remise en question, et à juste titre* ».

### **Neutralité de marché, ou neutralité carbone : la BCE peut-elle se mettre au vert sans virer au rouge ?**

Cette « *neutralité de marché* » -symbole de l'indépendance des Banques centrales- est l'enjeu d'un débat féroce : intangible soutient Agnès Bénassy Quéré, au contraire déjà amoindrie par les politiques d'achat de dettes répond Jézabel Couppey-Soubeyran, voire « *fallacieuse* » écrivent dans *Libération* l'économiste Dominique Plihon et le politiste Ahmadou Ndiaye : car en favorisant de fait les entreprises à gros capital très émettrices, la BCE et les autres institutions censées garantir la stabilité des marchés, provoquent au contraire des « *déséquilibres* » et des « *biais de marché* ».

Toutes proportions gardées, les Banques Centrales sont face aux actifs carbonés, comme les plateformes face à leurs usagers remuants, elles doivent décider où placer leur responsabilité : et qu'elles interviennent déjà ou non, elles jouent leur crédibilité. C'est la théorie de « *la tragédie des horizons* », exposée en 2015 dans un célèbre discours à Londres par l'ancien président de la Bank of England, Mark Carney, pionnier de la monnaie verte.

Comme il se doit dans une tragédie, Christine Lagarde lors du premier conseil des gouverneurs portait à sa veste une broche en chouette d'Athéna : ni un « *faucon* », ni « *une colombe* », mais la déesse de la sagesse et de la guerre.

**Xavier MARTINET**

## Covid-19 : la BCE rallonge son plan de soutien de 500 milliards d'euros

**La Banque centrale européenne a renforcé son dispositif de soutien à l'économie de la zone euro en portant notamment l'enveloppe à 1 850 milliards d'euros.**

**L**a Banque centrale européenne (BCE) a comblé les attentes en renforçant jeudi 10 décembre son imposant dispositif de soutien à l'économie de la zone euro, toujours minée par la pandémie de Covid-19 et sans certitude sur le rythme de déploiement des vaccins.

Pour leur dernier rendez-vous de l'année, les 25 membres du conseil des gouverneurs ont décidé de muscler le programme de rachats de dette privée et publique (PEPP) lancé en urgence face à la première vague du Covid-19, en mars. L'enveloppe du programme est portée à 1 850 milliards d'euros, en hausse de 500 milliards et disponible jusqu'en mars 2022, soit neuf mois de plus que prévu.

Cette nouvelle intervention est nécessaire au regard de l'incertitude qui « reste forte » pour l'économie européenne, a souligné l'institution de Francfort. Elle s'inquiète à la fois de la persistance de la pandémie et du calendrier de déploiement des vaccins, disponibles en quantité limitée dans les mois à venir. Pour les gardiens de la zone euro, l'année 2021 sera encore largement placée sous le signe du Covid-19 et ils entendent aider les ménages et les entreprises à passer ce cap. « Sur la base de ce que nous savons aujourd'hui, nous avons de bonnes raisons de croire que la fin 2021 permettra d'atteindre l'immunité collective », a décrypté la présidente de la BCE, Christine Lagarde, lors d'une conférence de presse.

### Reprise ralentie

En complément du programme d'urgence, la BCE a pioché dans le reste de sa boîte à outils monétaires : les prêts géants et ciblés aux banques (dits TLTRO) vont être prolongés à des conditions restant favorables et le « QE » (« Quantitative Easing », un programme de rachat de dette plus ancien) va être poursuivi sans date butoir.

La BCE « n'a pas dégainé un nouveau gros bazooka mais une extension bien conçue de tous les instruments connus pour assurer que le niveau actuel de souplesse monétaire soit prolongé au moins jusqu'au printemps 2022, en espérant que le vaccin aura fait son travail d'ici là », estime Carsten Brzeski, analyste de la banque ING. Depuis le début de la pandémie, la BCE a joué un rôle clé en rachetant massivement les dettes émises par les gouvernements européens pour permettre aux États de s'endetter à bas coût. Ces nouvelles mesures étaient attendues depuis l'annonce en octobre par la BCE d'un « recalibrage » de son action face à la menace d'un nouveau plongeon des économies de la zone euro.

La résurgence de la pandémie en Europe a entraîné une rafale de nouvelles restrictions sur le continent, alarmantes pour les acteurs économiques. L'Allemagne, première économie de la zone euro, se prépare même à durcir ses mesures.

Dans ces conditions, la BCE, qui a publié jeudi de nouvelles prévisions économiques, table sur une reprise de la croissance plus lente que prévu. Après la profonde récession attendue à 7,3 % pour l'année en cours, l'institut de Francfort prévoit une croissance du PIB de la zone euro de 3,9 % en 2021, 4,2 % en 2022 puis 2,1 % en 2023.

### « Limites » de la BCE

Au ralentissement de l'activité s'ajoutent les incertitudes sur le double front du Brexit et du plan de relance de l'UE bloqué par la Hongrie et la Pologne. Une percée sur ce second dossier est espérée lors du sommet des Vingt-Sept qui se tient jeudi et vendredi. À cet égard, Christine Lagarde a renouvelé son appel pressant à mettre en œuvre « sans tarder » le plan de relance budgétaire de l'UE, doté de 750 milliards d'euros. La Française a également exhorté les États à accompagner la reprise en « consacrant de l'argent public aux dépenses productives ».

C'est un signe que « la BCE est bien consciente des limites de ses outils et de leur efficacité et qu'elle parie plutôt sur une réponse budgétaire énergique et ciblée », souligne Silvia Dall'Angelo, économiste chez Federated Hermes. L'institution monétaire est d'autant plus contrainte d'inscrire dans la durée sa politique monétaire avantageuse que le risque de déflation continue de planer sur la zone euro, alimenté par un euro fort qui va être surveillé « de très près », selon Christine Lagarde.

La BCE voit l'inflation progresser de seulement 0,2 % en 2020 puis reprendre très lentement jusqu'à atteindre 1,4 % en 2023, soit toujours loin de l'objectif d'une inflation proche de 2 % après lequel la BCE court depuis 2013.

## Le mode d'emploi de PSA pour passer au télétravail massif

**Dans la foulée du premier confinement, le constructeur automobile a décidé que le travail à distance serait désormais la norme pour les 40 000 salariés dans le monde qui ne travaillent pas dans ses usines. Une nouvelle organisation d'ores et déjà déployée, quitte à en affiner à l'usage les bons réglages.**

**A**u printemps dernier, il était de bon ton chez les philosophes ou les consultants de discourir sur le « *monde d'après* » et les transformations majeures que la pandémie allait générer dans nos sociétés. Neuf mois plus tard, le soufflé est largement retombé... Sauf chez PSA. Le constructeur automobile n'est pas réputé pour être un repaire de rêveurs utopistes, mais il a pourtant donné le coup d'envoi au début mai, avant même la fin du premier confinement, d'une transformation radicale de son fonctionnement.

S'appuyant sur l'expérience de télétravail généralisé imposée par la crise sanitaire, l'entreprise a décrété que le travail à distance serait désormais « *la référence pour toutes les activités non reliées directement à la production* ». Avec comme objectif pour les 40 000 salariés concernés dans le monde (dont 18 000 en France) un temps passé au bureau ramené à 30 %, soit un jour et demi par semaine en moyenne. Une nouvelle organisation déployée en un temps record, quitte à en trouver à l'usage les bons réglages.

### « *Agilité* » et coûts immobiliers

Avec cette « *nouvelle ère d'agilité* » (NEA, le nom du projet), PSA veut travailler plus efficacement, raboter son empreinte carbone et améliorer la qualité de vie de ses salariés, qui vont réduire leur temps passé dans les transports, notamment en région parisienne. Mais Carlos Tavares, le patron du groupe, souhaite aussi et surtout faire des économies sur ses coûts immobiliers.

Celui qui se définit comme un « psychopathe de la performance » avait compacté les usines à son arrivée en 2014, il entend à l'évidence faire de même avec les bureaux, pour diminuer les frais de loyers (le groupe compte pas moins de 400 adresses en Europe). La direction refuse de livrer un chiffre en invoquant le secret des affaires, mais selon un expert du secteur, les économies potentielles se calculent au bas mot en dizaines de millions d'euros.

### Déploiement généralisé dès septembre

Et, lorsque le patron portugais fixe un objectif, il est généralement mis en œuvre au pas de charge. Annoncé au début mai, le télétravail massif a été déployé dans l'ensemble du groupe dès le mois de septembre. Plusieurs sites, en France et à l'étranger, ont bien été désignés pour faire l'objet de retours d'expérience, mais ces tests se font en même temps que le déploiement pour l'ensemble du personnel concerné.

Pour les syndicats, la direction va trop vite : « *Cela avance comme un rouleau compresseur* », déplore par exemple Benoit Vernier, de la CFDT. « *Nous n'avons pas le droit de ralentir. Les attentes des salariés nous obligent* », avançait en juillet le DRH du groupe, Xavier Chéreau, pour justifier cet empressement. D'après une consultation interne menée au mois de juin, 79 %

des salariés concernés sont favorables au principe du télétravail, et 76 % estiment que leur activité peut être effectuée à distance plus de trois jours par semaine.

### **Ajuster au fur et à mesure**

« *Nous n'avons pas attendu de trouver le dispositif idéal pour avancer, confirme aujourd'hui Estelle Rouvrais, qui pilote le projet à la direction des ressources humaines. Nous savons qu'il y aura une période inévitable de 'test and learn', les ajustements se font au fur et à mesure* ». Un réseau de 90 « NEA leaders », dans 23 pays, fait le point tous les quinze jours pour remonter les difficultés ou diffuser les bonnes pratiques.

C'est à Poissy, notamment, que se fait la recherche des bons réglages. Le constructeur dispose dans la commune des Yvelines d'une usine d'assemblage, mais aussi d'un imposant bâtiment tertiaire qui accueille depuis la rentrée pas moins de 5 000 salariés, dont ceux du siège, auparavant situé à Rueil-Malmaison (Hauts-de-Seine). Au quatrième étage, un plateau de 2 000 m<sup>2</sup> a été choisi pour expérimenter le réaménagement à venir des locaux.

Pas question, évidemment, de poste de travail attribué. Le flex office, qui était déjà largement pratiqué, en particulier au siège, reste plus que jamais la norme (dans le bâtiment, seuls Carlos Tavares et Louis Gallois, le président du conseil de surveillance, disposent encore d'un bureau individuel avec une porte). À l'entrée, une batterie de casiers rouge, blanc et bleu permet aux salariés de se délester d'une partie de leurs affaires. Mais ils ne sont plus nominatifs comme c'était le cas jusqu'à présent.

### **15 % de postes individuels**

Dans la nouvelle organisation, les passages dans les locaux doivent prioritairement servir à travailler en équipe et à rencontrer ses collègues. La disposition du plateau le reflète : l'open space classique, doté de postes individuels, n'occupe que 15 % de l'espace. Les 85 % restants sont séparés en deux types d'espaces collectifs de taille à peu près identique. Les premiers sont ouverts et non réservables, avec un coin cafétéria qui côtoie des mange-debout, et quelques alcôves avec table basse et fauteuils pour des réunions à trois ou quatre. Le lieu est à l'évidence pensé pour préserver les rencontres informelles et entretenir le lien social. Un peu plus loin se trouvent les salles de réunion réservables. Elles sont suffisamment vastes pour accueillir jusqu'à 20 collaborateurs, qui peuvent ensuite se diviser en sous-groupes. La plupart des tables sont équipées de roulettes pour être déplacées plus facilement.

Au début octobre, un millier de salariés venant du marketing, de l'informatique ou de la R&D ont commencé à roder ces nouveaux locaux, dans un fonctionnement donnant la primeur au télétravail, et se sont acquittés d'un retour d'expérience par le biais d'un questionnaire. Plusieurs pistes d'évolution sont d'ores et déjà apparues.

Le ratio de 15 % de postes individuels devrait être revu à la hausse, car les collaborateurs ne restent pas toute la journée en réunion et ont ponctuellement besoin de s'isoler pour envoyer un e-mail urgent ou passer des coups de fil. Et, dans les espaces non réservables, les membres d'un même service ont parfois du mal à se retrouver (même si les salles de réunion n'ont pas de porte pour qu'on puisse plus facilement y jeter un coup d'œil) et à se rassembler. L'équipe projet réfléchit à la mise en place de zones consacrées à tel ou tel service pour favoriser les regroupements.

## Fonctionner par objectif

Ces premiers pas ont également souligné la nécessité de revoir profondément les habitudes de travail. Pourtant, PSA ne partait pas de zéro : le premier accord sur le sujet a été signé avec les syndicats dès 2014, et l'an dernier, 18 000 salariés dans le monde avaient travaillé à distance, régulièrement ou ponctuellement. Un échauffement utile, mais insuffisant face au changement de paradigme que demande la « nouvelle ère d'agilité ».

« *La première semaine, les groupes sont arrivés sans repenser leur agenda* », rapporte Estelle Rouvrais. Les salariés s'isolaient dans un coin pour faire des réunions audio avec des collaborateurs situés dans le même immeuble ! Ils sont désormais priés de réserver au maximum ces audios aux phases de travail à domicile, ce qui n'est pas simple lorsqu'un projet concerne plusieurs entités obéissant à des plannings de présence différents. Les collaborateurs doivent également mieux préparer les réunions, afin qu'elles soient plus efficaces. L'objectif est de limiter leur durée à quarante-cinq minutes au maximum.

Le choc est encore plus rude pour les managers de terrain. Tout en se familiarisant avec les nouveaux outils de réservation de salle, ils doivent en théorie consacrer le temps passé en présentiel à leur rôle d'animateur d'équipe, ce qui peut finir par rendre les journées assez longues. Il leur faut surtout apprendre à manager à distance la majorité du temps, en faisant confiance à leurs collaborateurs, et à fonctionner par objectif. Sur ce sujet, comme partout, « *il y a ceux qui sont convaincus et ceux qui restent à convaincre* », résume un cadre.

## Des difficultés mises sous le tapis

Les parcours de formation des managers, qui étaient en cours de refonte, ont été dotés de nouveaux modules. Mais, pour juger de l'évolution des pratiques, il va falloir attendre : la période d'expérimentation, déjà succincte (deux mois), a été écourtée à quatre semaines du fait du reconfinement, à la fin octobre. PSA a depuis rebasculé dans un télétravail de précaution, les salariés devant passer le moins de temps possible au bureau. À Poissy, seule une poignée d'entre eux est d'ailleurs présente sur le plateau.

Cette situation contribue à anesthésier pour le moment les questions sensibles. À commencer par celle du bon vouloir des salariés : en France, le télétravail ne peut être imposé. Et tous les collaborateurs ne souhaitent pas forcément travailler à 70 % chez eux, notamment parce qu'ils n'en ont pas la possibilité. « *Je suis marié à une assistante maternelle. Mauvaise pioche pour le télétravail !* » témoignait un collaborateur dans une enquête menée par la CFE-CGC.

Avec le reconfinement, le sujet est aujourd'hui mis sous le tapis. La direction se veut toutefois rassurante : « *Les personnes qui ne peuvent pas ou ne veulent pas travailler chez elles, on les accueillera toujours* », affirme Estelle Rouvrais. Pas forcément dans leurs locaux de rattachement, mais aussi dans des « tiers lieux », qui pourraient être d'autres sites du groupe, ou des espaces de co-working, le sujet reste à approfondir.

## Accompagnement matériel et financier

Les syndicats l'admettent mezza voce : globalement, les salariés sont plutôt demandeurs. C'est donc principalement sur les garde-fous (respect du volontariat, droit à la déconnexion, gestion des plannings...) et l'accompagnement financier des salariés que portent leurs revendications. Après plusieurs réunions de concertation depuis mai (toutes en audio, naturellement), la

direction a ouvert officiellement une négociation le 1<sup>er</sup> décembre pour que cette conversion au télétravail massif fasse l'objet d'un avenant à l'accord « bien-être et motivation au travail » signé au début 2020.

Lors de cette réunion, « *l'entreprise a enfin admis que les salariés pourraient bénéficier d'une aide financière et matérielle, alors qu'elle s'y refusait jusque-là* », se félicite Franck Don, de la CFTC. Mais les propositions chiffrées ne seront dévoilées que lors de la prochaine réunion, au début 2021. « *Pour travailler correctement chez eux, les salariés ont besoin au minimum de disposer comme sur site d'un fauteuil ergonomique, d'un écran additionnel et d'un casque* », liste Anh-Quan Nguyen, pour la CFE-CGC.

L'accord de 2014 prévoyait, pour un jour de télétravail par semaine, un remboursement des frais d'installation de 150 euros au maximum, et 10 euros mensuels comme participation aux frais d'électricité, de chauffage et d'Internet, rappelle l' élu. Comme ses collègues, Anh-Quan Nguyen réclame, pour accompagner le télétravail massif, une revalorisation substantielle de ces montants et une rétroactivité pour ceux ayant investi dans du matériel depuis mars.

### **Clause de revoyure**

Les représentants du personnel demandent également que le futur avenant soit doté d'une clause de revoyure au bout d'un an, afin d'ajuster le dispositif si besoin. La direction, de son côté, assure qu'elle sera pragmatique : « *Nous allons prendre le temps pour bien assurer ce projet de transformation* », aurait déclaré Xavier Chéreau lors du dernier CSE central, le 16 décembre. Dans ce grand chambardement, les syndicats s'inquiètent également des difficultés qu'ils rencontreront désormais pour garder le contact avec les salariés. « *Les tournées informelles dans les locaux pour prendre le pouls vont devenir extrêmement difficiles* », redoute un élu. Un autre lâche, fataliste : « *Désormais, pour organiser une mobilisation, il va falloir se lever tôt...* »

**Lionel Steinmann**

## Après l'adoption, le télétravail à l'heure de la consécration en 2021 ?

**Bouleversement économique, immobilier, organisationnel, humain... le recours au télétravail a profondément modifié le tissu professionnel des grandes métropoles. Au printemps, des millions de salariés ont basculé en travail à distance, souvent dans la précipitation. Si le télétravail est moins répandu au cours du second confinement de la fin d'année, les ressources humaines pensent sérieusement à mettre en place un télétravail plus pérenne pour l'avenir. Alors quitter Paris, ça vous « télétravaille » toujours ?**

### 8 millions de télétravailleurs potentiels en France

La pandémie a bouleversé les modes d'organisation dans les entreprises. Au premier confinement, des millions de salariés ont basculé dans l'urgence en télétravail. Beaucoup d'entreprises et salariés ont alors été complètement déboussolés lors de cette mise sous cloche improvisée de l'économie tricolore au printemps. Si le second confinement a également entraîné une nouvelle massification du télétravail, les règles sont bien plus souples et les entreprises ont été mieux préparées pour affronter cette nouvelle décision. Il reste que les répercussions macroéconomiques du travail à distance sont loin d'être tranchées...

### Côté protection des salariés, la France à la traîne de l'Europe

La pratique du télétravail a explosé en Europe avec la crise sanitaire. Mais, d'un pays à l'autre, les conditions d'exercice ne sont pas du tout harmonisées. Ainsi, au Portugal, des droits pour les télétravailleurs ont été actés dès 2015 : de fait, tous les frais générés par l'activité professionnelle sont à la charge de l'employeur, connexion internet comprise. En Espagne, depuis septembre, la législation a fait un grand pas. En France, on est loin de cette situation...

### L'accord en France sur le télétravail est-il une mascarade ?

Frais professionnels, volontariat ou déconnexion..., l'accord national interprofessionnel sur le télétravail s'apparente à un « *guide de bonnes pratiques* » pour l'entreprise, n'apportant « *rien de nouveau* » au salarié, estiment des experts du droit du travail, pour qui le temps des accords fixant des règles contraignantes est révolu.

Éligibilité des postes au télétravail, volontariat, réversibilité (retour du salarié sur son lieu de travail), dispositions précises sur le télétravail en temps de crise (épidémie, catastrophes naturelles...), droit à la déconnexion, vie privée... « *rien n'est contraignant dans cet ANI creux* », estime Emmanuel Dockès, professeur de droit social à Lyon 2. Or, avance Virginie Devos, du cabinet August Debouzy (employeur), si les contentieux autour du télétravail ont jusqu'à présent été « *rare* », ils risquent de se développer à l'avenir, avec l'explosion de cette forme de travail...

### Les cadres, nouveaux adeptes du télétravail

Une écrasante majorité des cadres du privé veut désormais télétravailler « *à l'avenir* », et près d'une moitié souhaite y recourir « *deux à trois jours par semaine* », selon un sondage mené par l'Apec mi-décembre.

Les cadres du privé « *aspirent ainsi à un modèle hybride, mêlant télétravail et présentiel, escomptant gagner par ce biais en temps et en sérénité* », note l'Apec. Mais le télétravail en mode « *confiné a révélé aux cadres le risque d'isolement et le besoin d'un environnement adapté pour télétravailler dans de bonnes conditions* »...

## Les Parisiens veulent télétravailler plus, mais pas trop

Le télétravail, en explosant avec la Covid, a fait des adeptes : les salariés de Paris et sa petite couronne veulent travailler plus de jours par semaine à la maison, mais en conservant leur bureau comme lieu d'exercice principal.

Les salariés sont même loin de vouloir revivre le confinement : 63 % des personnes interrogées souhaitent travailler la majorité de leur temps au bureau (au moins trois jours par semaine). Ils ne sont que 8 % à vouloir travailler exclusivement à distance...

### Le télétravail consacre la mort du « *petit chef* »

Pendant que les personnels soignants, la « *première ligne* » et les professions essentielles (logistique et distribution), la deuxième ligne, étaient au front, 36 % des actifs ont expérimenté pendant ces deux mois de confinement le travail à distance. Soit 8 millions de Français qui ont travaillé de la maison, et l'ont plus ou moins bien vécu selon l'état de préparation de leur entreprise, leur structure familiale (avec et sans enfants) et leurs conditions de logement...

### Le télétravail va-t-il changer la face du monde ?

En ces temps de confinement, pas un jour ne s'écoule sans que s'exprime le désir d'un « *monde d'après* ». L'expérience du télétravail est de celles qui nourrissent les espoirs. N'ayant eu d'autre choix, nous aurions levé les inhibitions, progressé dans l'usage des technologies, et démontré qu'il est possible de fonctionner à distance autrement que ponctuellement...

### Après le déconfinement, un coup de frein sur le télétravail !

Après plusieurs mois de télétravail (forcé) pendant la crise sanitaire, nombre d'entreprises rappellent leurs employés dans leurs locaux, suscitant une certaine incompréhension, et tentent de négocier des accords pour trouver la juste dose de travail à distance.

Si seulement un quart des salariés travaillaient sur site fin mars, ils étaient déjà 50 % fin mai. Fin juillet, le télétravail, en plein essor avec le confinement, ne concernait plus qu'un salarié sur dix, selon les dernières données du ministère du Travail...

### Avec le télétravail, il y a tout un management à réinventer

La crise a précipité des millions de personnes dans le télétravail en seulement quelques jours. Pour la chercheuse au CNRS et enseignante Aurélie Leclercq-Vandelanoitte, le télétravail n'est ni bon, ni mauvais. C'est une question de dosage et il doit s'inscrire dans un projet d'entreprise...

### Pourquoi le télétravail obligatoire est un véritable risque psychosocial

Une proportion significative de salariés est très favorable au télétravail. Les raisons invoquées. D'abord les transports lorsqu'ils sont longs et coûteux, d'autant que le masque accroît leur pénibilité. La crainte de la contagion est plus ou moins forte selon les personnes, celles réputées « *à risque* » ont pris la pleine mesure de leur situation, ainsi que les salariés qui cohabitent avec elles.

Il existe ensuite de moins bonnes raisons à la préférence pour le télétravail. Derrière la proximité potentiellement contagieuse des collègues, il y a le bruit qui empêche de se concentrer. C'est donc aussi pour fuir la promiscuité des open-space et l'impossibilité de se concentrer que nombre de salariés « *préfèrent* » le télétravail. Enfin, et ce n'est pas anecdotique, c'est également parfois pour fuir leurs collègues ou leur management que certains salariés apprécient de rester à la maison. De ce point de vue, la préférence pour le télétravail est parfois le reflet inversé de l'ambiance de travail en présentiel...

## Obligations vertes : un impact écologique toujours difficile à vérifier

**L'argent prêté par l'épargnant dans le cadre d'obligations vertes doit être utilisé pour la transition écologique. Pas facile de s'en assurer, toutefois...**

Quel est le point commun entre le Royaume-Uni, la Ville de Paris, Engie, Orange et Daimler ? Tous ont émis, ou vont émettre, des obligations vertes sur le marché financier. La diffusion de ces titres aussi appelés « *green bonds* » se multiplie, faisant croître de façon exponentielle un marché encore embryonnaire il y a cinq ans.

Face à une prise de conscience de l'urgence d'agir contre le réchauffement climatique, les acteurs du monde économique sont en effet de plus en plus nombreux à verdir leurs dettes. Pour l'investisseur qui souscrit de telles obligations (donc prête de l'argent à une entreprise, une collectivité, etc., en échange de la perception d'intérêts), il faut savoir qu'elles fonctionnent comme les autres en termes de durée d'emprunt, de versement d'intérêts et de risques. Seule différence : l'émetteur annonce n'utiliser les fonds que pour financer des projets destinés à favoriser la transition écologique.

« *C'est la totalité de l'émission qui est concernée et affectée à ces opérations* », précise Tanguy Claquin, responsable mondial de la finance durable au Crédit agricole CIB.

Amélioration de l'efficacité énergétique, prévention et maîtrise de la pollution, gestion des ressources naturelles, biodiversité, verdissement des moyens de transport : l'éventail des investissements possibles est plutôt large. « *Il n'empêche, à regarder de plus près les émissions de green bonds des dernières années, les entreprises qui en font l'usage se concentrent dans quelques secteurs d'activité* », relève Jean-Philippe Desmartin, directeur de l'investissement responsable chez Edmond de Rothschild Asset Management.

### Parfois dans les assurances-vie

Les plus gros émetteurs sont les sociétés du secteur des « *utilities* » -les entreprises fournissant du gaz, de l'électricité, de l'eau-, de la finance (les banques) et, dans une moindre mesure, de l'immobilier (les foncières).

En revanche, les entreprises des transports aériens, de l'industrie, de la culture et de la production animale sont quasi absentes. « *Les secteurs les plus polluants en matière d'émissions de gaz à effet de serre (...) ne présentent pas nécessairement les encours d'obligations vertes les plus importants* », signalait la Banque de France fin 2019.

Quel est l'intérêt pour un particulier de glisser des obligations durables dans son portefeuille ? « *C'est l'occasion de réaliser un placement financier qui a du sens* », affirme Julien Bras, gérant de portefeuille taux ISR chez Allianz Global Investors. Ces titres ont par ailleurs bien résisté en 2020 car l'emploi des fonds concerne des activités non affectées par la crise.

Néanmoins, côté performances, il ne faut pas s'attendre à des étincelles. Ces titres écologiques ne rapporteraient pas plus que les obligations standards. Une étude menée en 2019 par Julia Kapraun, universitaire au département finance de l'université Goethe de Francfort (Allemagne), a calculé que

le coupon moyen des obligations vertes ressortait à 3,40 % pour une maturité moyenne de huit années et neuf mois.

Pour un particulier, détenir une obligation écologique peut se décliner de différentes façons. « *Sans même le savoir, certains épargnants en ont dans le fonds en euros de leur assurance-vie* », signale Chloé Pruvot, directrice des investissements du groupe Apicil. Quand le green bond se décline sous la forme d'un ETF (Exchange Traded Funds, ou tracker), il peut entrer dans le portefeuille d'un fonds spécialisé et ainsi être logé dans un compte-titres ou dans la partie unités de comptes d'une d'assurance-vie.

### Greenwashing toujours possible

Comment s'assurer que l'obligation est vraiment verte ? L'émetteur est censé fournir, a posteriori, des informations à ses créanciers par le biais de la publication d'un reporting annuel. Il s'agit de faire un chiffrage des impacts environnementaux des investissements vertueux. Ces documents existent bel et bien, mais sont hétérogènes dans leur présentation, leur contenu et même leurs résultats. « *Il n'existe pas de méthodologie normée pour réaliser les calculs d'impacts* », indique M. Claquin. « *Bien que marginales, les déceptions en matière de résultats peuvent arriver* », concède M. Bras.

« *Seules 70 % à 75 % des sociétés émettrices détaillent l'usage des fonds. Cet engagement n'est en effet pas juridiquement contraignant* », ajoute M<sup>me</sup> Pruvot. L'Autorité des marchés financiers plaide pour que l'utilisation des sommes soit détaillée et intégrée dans le prospectus officiel présenté aux investisseurs.

Même si une standardisation européenne est en cours de gestation à Bruxelles, « *il n'y a pour l'instant pas d'instance officielle indépendante certifiant ou contrôlant que l'obligation soit réellement verte. Mais il arrive que des fonds soient notés par un tiers extérieur comme une agence de notation* », poursuit Hervé Guez, directeur de gestion chez Mirova.

### 350 milliards

C'est, en dollars, le montant estimé pour 2021 des émissions d'obligations vertes, selon Climate Bond Initiative, contre 222,8 milliards de dollars en 2020. Selon cet organisme international, la taille de ce marché mondial a franchi, en décembre 2020, le cap des 1 000 milliards de dollars. La France est la championne des émissions de « green bonds » sur le Vieux Continent, devançant l'Espagne et l'Allemagne. Selon l'Association des marchés financiers en Europe (AMFE), l'Hexagone a ainsi émis 25,8 milliards d'euros de titres verts au premier semestre 2020, soit un tiers des émissions de l'Europe sur cette période.

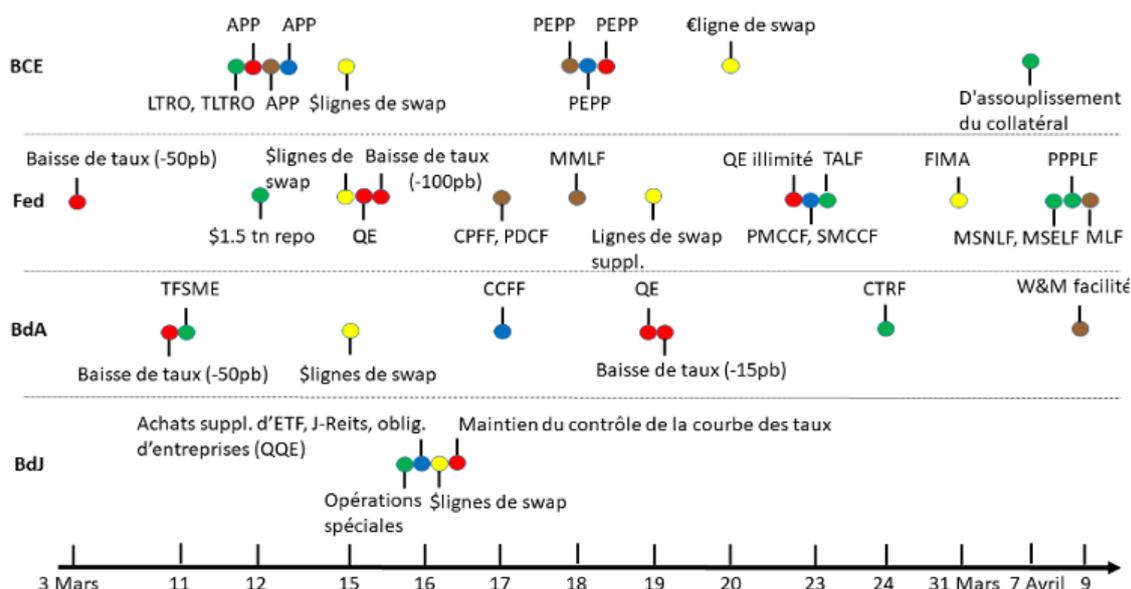
La porte demeure donc ouverte à des effets d'aubaine et d'affichage commercial. « *Les obligations vertes sont un vecteur de communication de plus en plus important et à ce titre, il y a des risques de "greenwashing"* », confirme Bram Bos, gérant principal du portefeuille de green bonds de NN Investment Partners.

Comment choisir, alors ? Mieux vaut privilégier les fonds obligataires labellisés Greenfin. Lancé par l'État au sortir de la COP21, ce « tampon » permet de repérer plus facilement les véhicules verts respectant un niveau d'exigence et de qualité des actifs sélectionnés.

Avec la crise économique, les plans de relance de la Banque centrale européenne et de l'État français prévoient de mettre davantage l'accent sur la transition climatique : les placements devraient donc encore verdier.

## L'action des banques centrales pour aider l'économie à survivre au Covid-19

*Le Covid-19 constitue une urgence de santé publique. L'activité économique est suspendue en raison des indispensables mesures de confinement prises presque partout dans le monde. Les mesures ciblées des principales banques centrales adoptées face à cette crise économique ont de nombreux points communs, mais elles diffèrent dans les détails et dans leurs libellés.*



**Figure 1 : Calendrier des principales mesures prises par les banques centrales en réponse à la crise du Covid-19**

Source : Banque de France.

*Note : Le graphique présente un code couleur selon le principal canal de transmission (taux sans risque -rouge-, apport de liquidité aux clients des banques -vert-, soutien aux marchés de capitaux -bleu-, limitation des écarts de rendement -marron-, swaps -jaune-), cf. texte. (Les mesures peuvent avoir plus d'un canal de transmission).*

Le Covid-19 est un coronavirus extrêmement virulent et mortel, qui se propage rapidement. Sans intervention des gouvernements face à la pandémie, les systèmes de santé auraient été submergés de malades nécessitant des traitements lourds.

L'impératif médical d'imposer un confinement partiel ou général de la population a considérablement réduit l'activité économique avec un risque de faillites d'entreprises et une forte hausse du chômage. Dans ces circonstances, assurer un apport supplémentaire et temporaire de liquidité au profit des entreprises et des ménages s'est avéré essentiel. Parallèlement, l'augmentation de la volatilité sur les marchés financiers liée aux besoins en liquidité des investisseurs a nécessité d'autres mesures de politique monétaire ciblées. La figure 1 présente le calendrier des mesures prises par les quatre principales banques centrales du G7 : la Banque Centrale Européenne (BCE), la Banque du Japon (BoJ), la Réserve Fédérale des États-Unis (Fed) et la Banque d'Angleterre (BoE). À l'exception de la BoJ, qui a introduit un paquet de mesures unique, les principales banques centrales ont pris des mesures supplémentaires quand les estimations relatives aux perspectives économiques se sont détériorées.

## La crise économique actuelle est différente de la crise financière de 2008...

L'ampleur de la récession causée par le Covid-19 pourrait dépasser celle qui a suivi la faillite de Lehman Brothers en 2008. Son coût final est très incertain et les estimations varient largement (selon le FMI, l'économie mondiale devrait connaître une contraction de 3 % en 2020).

L'une des principales différences par rapport à la crise financière est que les banques et les autres institutions financières sont en meilleure santé et ne sont pas à l'origine du choc. En dépit des très fortes baisses sur les marchés boursiers et de l'augmentation des *spreads* de risque, le système financier continue de fonctionner sans heurt.

Aujourd'hui, ce sont principalement les entreprises et les ménages des pays dont les systèmes de protection sociale et les dispositifs de chômage partiel sont moins développés qui sont au cœur de la crise. Les mesures de confinement prises à l'échelle mondiale ont suspendu l'activité économique dans l'ensemble des secteurs des services nécessitant une proximité physique, fortement contraint la production et les chaînes d'approvisionnement, et perturbé l'offre de main-d'œuvre partout dans le monde. La perte de revenus et de pouvoir d'achat qui en résulte pour les ménages et les entreprises aggravera la récession (Guerrieri *et al.*, 2020).

Il est normal que les entreprises et ménages sous tension commencent à conserver leurs liquidités. Les entreprises essaient de se faire payer par leurs créanciers mais retardent le paiement de leurs fournisseurs. Or, cela nuit à la situation de liquidité du fournisseur et ainsi de suite. De même, la faillite d'une entreprise est susceptible d'entraîner des faillites en chaîne. De nombreuses entreprises en bonne santé pourraient disparaître avant la fin du confinement, entraînant une augmentation rapide du taux de chômage.

### ... nécessitant des réponses plus ciblées

Ces circonstances uniques appellent des réponses ciblées de la part des autorités (Gopinath, 2020). L'objectif n'est pas de stimuler aujourd'hui la demande attendue dans le futur, comme le ferait normalement la politique monétaire, dans la mesure où il est inutile d'accroître la demande immédiate lorsqu'il existe une contrainte sur l'offre. L'objectif consiste plutôt à préserver, autant que possible, des entreprises et des emplois viables jusqu'au retour à des conditions normales. La politique monétaire n'empêchera pas une récession économique, mais elle peut alléger son impact économique et contribuer à une reprise rapide.

Les gouvernements ont pris des mesures d'urgence destinées à éviter les licenciements massifs, à autoriser des dispositifs de chômage partiel, à accorder des allègements fiscaux et des garanties de crédit, à soutenir les petites entreprises et à accroître les dépenses publiques de santé.

### Les banques centrales du monde entier ont pris des mesures pour soutenir l'économie

Les banques centrales ont également été très actives dans le cadre de leurs mandats en mettant en œuvre diverses mesures à grande échelle en un mois, c'est-à-dire beaucoup plus rapidement que lors des crises précédentes. Bien que les modalités diffèrent selon la structure de l'économie, les mesures convergent globalement, comme le montre le code couleur de la figure 1.

Ces mesures soutiennent les flux de crédit à l'économie via les marchés financiers et le système bancaire, et, cette fois, mettent toutes l'accent sur la nécessité de préserver le financement du secteur des entreprises (en 2008-2009, l'accent était mis sur le financement hypothécaire).

La figure 2, ciblée sur la BCE, montre que ces mesures agissent par le biais de plusieurs canaux distincts : soutien direct à l'économie réelle via la baisse des taux d'intérêt sans risque ; aide aux banques dans l'apport de liquidité à leurs clients, en particulier aux PME ; soutien aux marchés de capitaux et offre de crédit ; maintien de la possibilité de financement en dollars ; et, dans la zone euro, maintien du mécanisme de transmission unique.

#### *Maintien des taux d'intérêt sans risque à un bas niveau (code couleur rouge)*

Les banques centrales disposant d'une marge de manœuvre pour le faire ont abaissé leurs taux directeurs à court terme. La Fed et la BoE ont abaissé leurs taux directeurs à ce qu'elles considèrent comme leur plancher effectif, c'est-à-dire 0-0,25 % et 0,1 %, respectivement. La BCE et la BoJ menaient déjà des politiques monétaires très accommodantes avec des taux d'intérêt négatifs, de - 0,5 % et - 0,1 % respectivement.

Même lorsque les taux directeurs à court terme sont déjà à zéro ou négatifs, les banques centrales peuvent encore stimuler la demande en abaissant les taux sans risque à moyen et long terme grâce aux « *mesures non conventionnelles* ». Elles ont par conséquent repris ou étendu leurs achats d'actifs à plus long terme. Outre l'enveloppe de 120 milliards d'euros consacrée à des achats d'actifs supplémentaires dans le cadre de l'APP, la BCE a introduit un programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) de 750 milliards d'euros. La Fed a annoncé un programme d'achats illimités et la BoE un programme de 200 milliards de livres sterling. La Banque de réserve d'Australie (RBA) a innové en annonçant un programme d'achats d'obligations d'État afin de plafonner à 0,25 % les rendements à trois ans.

Les achats d'actifs à plus long terme font baisser les taux d'intérêt sans risque le long de la courbe, ce qui devrait se répercuter sur les entreprises et les ménages, allégeant ainsi les tensions financières durant cette période et favorisant la reprise lorsque le confinement prendra fin.

#### *Aide aux banques dans la fourniture de liquidité à leurs clients, en particulier aux PME (code couleur vert)*

Le deuxième canal consiste à fournir une liquidité abondante aux banques et à les inciter davantage à répercuter cet apport sur leur clientèle. Cette mesure est particulièrement pertinente dans les économies qui ont fortement recours au crédit bancaire comme la zone euro. Pour cela, les banques centrales ont augmenté les montants disponibles dans les opérations de refinancement régulières. Elles ont également renforcé l'incitation pour les banques à consentir des prêts aux entreprises en assouplissant les conditions auxquelles elles peuvent emprunter si elles augmentent leurs crédits (les TLTRO III pour la BCE, le TFSME pour la BoE, et la *Main Street Loan Facility* (MSELF et MSNLF) ainsi que la Paycheck Protection Program Lending Facility (PPPLF) pour la Fed).

Les banques centrales ont également assoupli les exigences en matière de garanties. Cette mesure permet aux banques de disposer de montants plus élevés via leurs facilités de prêt et soutient les marchés d'actifs concernés.

### *Aide aux entreprises qui font appel aux marchés de capitaux (code couleur bleu)*

Les banques centrales soutiennent également les entreprises qui ont recours aux marchés de capitaux pour leurs financements, en achetant leurs titres. Ces achats font baisser les rendements des titres de dette émis par les entreprises et augmenter la valeur des garanties des entreprises ; indirectement, ils devraient permettre aux grandes entreprises de payer leurs petits fournisseurs. La BCE a relevé les montants des achats réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) et effectuera des achats supplémentaires d'obligations émises par les entreprises dans le cadre du PEPP. La Fed a introduit pour la première fois des facilités d'achat d'obligations émises par des entreprises par le biais des facilités de crédit aux entreprises du marché primaire et secondaire (*Primary and Secondary Market Corporate Credit Facility*), PMCCF et SMCCF respectivement. La BoE a introduit sa facilité de financement des entreprises Covid (*Covid Corporate Financing Facility*, CCFF).

La BoJ, qui est la seule banque centrale à acheter des actions d'entreprises, a doublé ses achats de fonds négociés en bourse en actions (*equity exchange traded funds*, ETF).

### *Maintien du mécanisme de transmission (code couleur marron)*

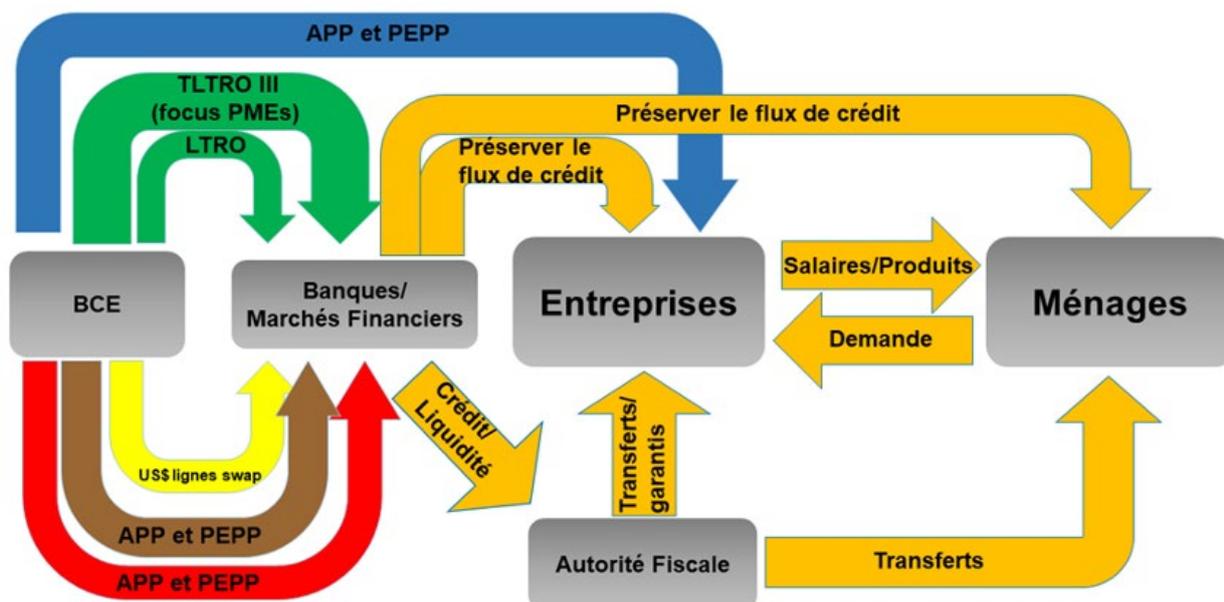
Ces dernières semaines, la transmission des taux contrôlés par les banques centrales aux autres taux d'intérêt a été perturbée et les primes de risque ont très fortement augmenté sur de nombreux marchés. La Fed a directement ciblé les marchés perturbés avec ses programmes de liquidité d'urgence pour les fonds d'investissement monétaires, les États et les administrations locales (via la *Municipal Liquidity Facility*, MLF) et les émetteurs de billets de trésorerie. La BoE a temporairement augmenté la taille du compte bancaire du gouvernement auprès de la banque centrale (*ways and means facility*) afin de garantir le bon fonctionnement des marchés monétaires à court terme.

Dans la zone euro, des disparités sont apparues entre pays membres dans les conditions de refinancement des États, des banques et des entreprises, menaçant la politique monétaire unique. Afin de remédier à ces disparités, le PEPP permet « des fluctuations dans la répartition des flux d'achats dans le temps, entre les catégories d'actifs et entre les pays ».

### *Maintien des flux de financement en dollars (code couleur jaune)*

Les banques centrales ont également coopéré en vue d'assouplir l'approvisionnement mondial en dollars en améliorant les modalités de leurs lignes de *swap* permanentes et en effectuant des opérations de repo avec la Fed (FIMA) (cf. Corsetti *et al.* (2020) pour une analyse récente des flux en dollars).

En agissant rapidement et avec des instruments visant à alléger les contraintes de financement pesant sur les entreprises, les banques centrales du monde entier aident les gouvernements, les entreprises et les ménages à surmonter cette période exceptionnellement difficile.



**Figure 2 : Flux stylisés relatifs aux interventions de politique monétaire**

Source : Banque de France.

Note : Le graphique présente les flux stylisés des mesures de politique monétaire de la BCE (même code couleur que la figure 1). Les flèches orange indiquent les effets recherchés par les mesures prises.

Florens Odendahl  
Adrian Penalver  
Urszula Szczerbowicz

## This Is the Future Of Remote Work In 2021

The world witnessed a historic shift in the 2020 job market due to the Covid-19 pandemic. While some companies used to offer the ability to work from home as a perk, it has now become the norm for most businesses. By 2025, an estimated 70% of the workforce will be working remotely at least five days a month. While 2020 may be considered the year of remote work, it is just the beginning as we see the trend continuing in 2021.

### Remote work becomes permanent

The percentage of workers permanently working from home is expected to double in 2021, according to a survey from Enterprise Technology Research (ETR). *“The productivity metric is proving that remote work is working,”* said Erik Bradley, chief engagement strategist at ETR. *“So, we all thought that there would be some increase in permanent remote work, but we didn’t expect that to double from pre-pandemic levels.”* Another recent Gartner CFO survey revealed that over two-thirds (74%) plan to permanently shift employees to remote work after the Covid-19 crisis ends. As expected, Big Tech companies are paving the way. Twitter, based in San Francisco, told employees in May that they could work from home indefinitely. Square, which is also led by Twitter's Jack Dorsey, adopted a similar policy around the same time and will allow employees to work from home indefinitely, even after offices reopen. Facebook CEO Mark Zuckerberg told employees in late May that many would work remotely indefinitely and plans to keep staff remote through 2020.

### Remote work means less office space

Moe Vela, Chief Transparency Officer of TransparentBusiness, predicts that the need for large physical office spaces will gradually become a thing of the past. *“Completely remote companies with no headquarters will continue to form as other organizations decide to reduce their office space for hybrid teams or forgo one altogether to save on costs,”* adds Vela. And companies are already taking steps in this direction. Earlier this summer, outdoor retailer REI announced that it is selling its brand new, unused 8-acre corporate campus in Bellevue, Washington. In a statement, CEO Eric Artz said the company would *“lean into remote working as an engrained, supported, and normalized model”* for employees. Many companies are also planning a new combination of remote and on-site working, giving rise to a hybrid work model. As Anna Convery-Pelletier, CMO at Radware, suggests, *“One strategy might be to have specific days for in-person meetings and collaboration, and then other days allocated for remote work. In-person meetings might be reserved for brainstorming sessions, introducing new projects, or team-building exercises, while remote days would be for work that can be performed individually. The office could be redesigned and reorganized by getting rid of cubicles and creating more collaborative meeting spaces.”*

### Remote work requires more engagement

In an office setting, a positive attitude and strong relationships open the doors to advancement. One of the disadvantages of working remotely is that it's more difficult to highlight professional achievements. In 2021 employees will need to put extra effort into amplifying their engagement virtually to ensure they have access to new opportunities. In a remote setting where employees collaborate mostly via email, engagement is much harder for workers to convey and for employers to identify. By participating in virtual events, being active in online meetings, and

keeping enthusiasm high, employees will be able to stand out as leaders while working from home.

### **Remote work affects performance management**

Remote work has changed performance management considerably. Organizations will increasingly focus on work done instead of hours worked—making tools and apps to help manage remote employee performance more essential. To maximize employee efficiency, employers will need visibility over what workers are doing. Some examples of remote employee management tools include Time Doctor, Timely and TransparentBusiness. At some point, it may even be necessary to create a new job position, like Director of Remote Work, to oversee production and collaboration and ensure operational efficiencies. Some companies are also making performance reviews ongoing rather than annual. Continuous feedback will become essential as managers strive to help employees navigate their job responsibilities and meet performance expectations. Rethinking how goals are set and identifying key performance metrics will be critical to managing remote workers in the new normal.

### **Remote work makes cybersecurity vital**

As organizations allow a significant part of the workforce to remain remote, cybersecurity will become an even greater concern in 2021. In Cisco's Future of Secure Remote Work Report, 85% of all respondents reported that cybersecurity is extremely important or more important than before the pandemic. A real concern is around how data is being accessed and how to secure it effectively. Jack Mannino, CEO of security firm nVisium, agrees that organizations need to think more strategically about cybersecurity investments and how to best protect workers, data and equipment. *"The shift to remote work has prompted many organizations to make significant new investments in their IT systems and infrastructure,"* Mannino said. *"While the shift has already happened for many, the security debt created in the process has not been addressed in many places. Securing a remote workforce requires a different mindset and presents an expanded perimeter for an attack."*

The Covid-19 pandemic has proven that we can work from home and do it effectively—without losing productivity. In a survey by Mercer, an HR and workplace benefits consulting firm, 94% of employers said productivity was the same as or higher than before the pandemic, even with their employees working remotely. The future of remote work will require many changes, including investing in digital infrastructure and freeing office space. For most companies, having employees work outside the office will require reinventing many processes and policies. The question is, will the benefits outweigh the drawbacks? Only time will tell.

**Caroline Castrillon**

## Christine Lagarde expected to make ECB a climate change pioneer

**Economists surveyed by FT anticipate reduction in purchases of bonds issued by big carbon emitters.**

Christine Lagarde is expected to make the European Central Bank a pioneer in fighting climate change by slashing its purchases of bonds issued by fossil fuel companies and other heavy carbon emitters, according to a Financial Times (FT) poll of economists.

The ECB president has pledged to make tackling climate change a major part of the central bank's strategic review of its remit and tools, which is due to be completed by the second half of 2021.

Two-thirds of the 33 economists polled by the FT believe the review will result in the ECB deciding to break with its long-held principle of “*market neutrality*”, which requires it to buy bonds in proportion to the overall market.

Environmental campaigners have criticised the ECB's €248bn corporate bond purchases for reinforcing the market's bias in favour of heavy carbon emitters such as oil and gas companies, utilities and airlines because these sectors issue more bonds than most others.

*“Market neutrality was always a pretence because it still involved choices of what to buy and what not to buy — so why not make those choices consistent with [policy] preferences?”* said Paul Diggle, senior economist at Aberdeen Standard Investments.

Other major central banks have also begun to look at how they can address climate change. The Bank of England plans to conduct climate stress tests on the UK banking sector in June 2021, while Sweden's central bank recently ditched bonds issued by Australian and Canadian regions from its foreign exchange reserves because their carbon emissions were too high.

The US Federal Reserve recently joined the Network for Greening the Financial System, a consortium of 75 central banks set up to support the Paris climate goals — a further sign of how the issue is rising up the monetary policy agenda. However, no major central bank has applied explicit climate change criteria to its bond purchases.

Ms Lagarde has already signalled that she is in favour of such a move, saying recently that central bankers should “*ask themselves*” if they are taking “*excessive risk*” by trusting investors to price environmental issues.

*“On balance there is probably a better than even chance that, at some stage, the ECB increasingly discriminates between green and brown issues and issuers, in one form or the other,”* said Konstantin Veit, a portfolio manager at Pimco.

However, the idea is likely to be opposed by other members of the ECB's governing council, such as Jens Weidmann, head of Germany's central bank, who wrote in the FT last month that “*it is not up to us to correct market distortions and political actions or omissions*”.

Stefan Kooths, research director at the Kiel Institute for the World Economy, said he thought the ECB was “*very likely*” to adapt its monetary policy to meet climate policy targets, even though he thought this was “*a bad idea*”.

But Mr Diggle said that “*achieving climate objectives actually helps deliver on the [ECB’s] price stability objective, given the long-term risks involved in climate change*”.

Given how divisive the issue is likely to be, several economists expect the ECB to seek a compromise.

“*It will likely reduce its exposure to big [carbon] emitters, without necessarily dropping the market neutrality approach or, if it drops it, justifying it with correcting a market failure,*” said Florian Hense, economist at Berenberg.

Gilles Moec, chief economist at Axa, said the ECB could try “*carbon targeting*” in which it would “*gradually reduce the weight of high [carbon] issuers in their portfolio, but also provide incentives for these issuers to actively reduce their own [carbon] footprint*”.

## What are the main goals for central banks in 2021?

It has been an unusually eventful year for central banks all over the world in 2020, and given the current circumstances, the coming year is set to be no less busy. With a variety of challenges to overcome, therefore, central banks hope to achieve several important goals before the end of 2021.

### Economic relief

With the impact of the coronavirus far from over, it is no surprise that at the top of the priority list for central banks in 2021 will be the economic recovery. As was the case in 2020, central banks will continue injecting substantial liquidity into their respective economies. *“On our projections, G10 central banks will inject another US\$2.8 trillion of liquidity next year—just in their government bond purchases,”* Morgan Stanley analysts recently stated. *“That’s more than twice the amount of liquidity central banks injected in any year prior to the one drawing to a close.”*

Indeed, some jurisdictions are set on *increasing* their asset purchases, further highlighting how significant the pandemic’s impact on certain economies is likely to be next year. The European Central Bank (ECB), for example, expanded its quantitative-easing programme on December 10 by €500 billion, which has thus brought its total stimulus package to €1.85 trillion (\$2.24 trillion). What’s more, the ECB plans to extend purchases until at least March 2022 and boost subsidised lending to the region’s banking sector to stimulate lending to the real economy. According to ECB President Christine Lagarde, the pandemic continues to pose *“serious risks”* to countries in the eurozone. *“The monetary policy measures taken today will contribute to preserving favourable financing conditions over the pandemic period, thereby supporting the flow of credit to all sectors of the economy, underpinning economic activity and safeguarding medium-term price stability,”* the ECB statement read.

The US Federal Reserve System (the Fed) may well follow in the ECB’s footsteps with regards to boosting asset purchases, although no concrete steps have been taken as of yet. Nonetheless, it is almost certain that it won’t raise interest rates during the year. Not only is the US economy some way off from returning to growth and stability, but Fed Chair Jerome Powell also indicated in August that the Fed would allow inflation to rise above target to make up for the low-inflation environment of recent times before it even contemplates raising interest rates.

Aside from monetary policy, moreover, both the ECB and the Fed have also repeatedly called for more fiscal measures to provide relief to their respective economies. *“I think that the risk of overdoing it is less than the risk of underdoing it,”* Powell told the United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs on December 2. *“That is the record of pandemics and crises. People are always worried about doing too much, and you look back in hindsight, and you say, ‘Well, we didn’t do too much. We might’ve done a little more and done a little sooner’.”* Although yet to receive Congressional approval, a roughly \$1-trillion stimulus package is being negotiated and should be approved in the near future.

## Addressing climate risk

As the world continues its fight against climate change, central banks have acknowledged their need to be more active in addressing climate-related financial risks. *“In our role as prudential supervisors and guardians of financial stability, we have to ensure that banks adequately incorporate these risks into their risk management,”* Deutsche Bundesbank’s president, Jens Weidmann, recently wrote in the *Financial Times*.

According to the Financial Stability Board (FSB), certain financial authorities are exploring possible approaches to reduce climate-related financial risks, but they tend to be less developed than tools to address other types of financial risk. The FSB’s November report *“The Implications of Climate Change for Financial Stability”* found that three-quarters of financial authorities were considering climate risks in their financial-stability monitoring, and some were starting to quantify those risks. This was typically being done by scenario analysis, which can quantify the totality of exposures of financial institutions to climate-related risks within their jurisdictions. *“To date, such scenario analysis is being developed by the Bank of England, Banque de France/ACPR, and the European Central Bank,”* the FSB observed. *“Other financial authorities have said they plan to run analyses along similar lines in the future.”*

In November, the ECB published reports claiming that eurozone banks were not providing sufficient climate-related and environmental-risk disclosures. *“While there has been some improvement since the previous year, banks need to make significant efforts to better support their disclosure statements with relevant quantitative and qualitative information. In the second half of 2021, the ECB intends to identify remaining gaps and discuss them with the banks.”* The ECB published a guide on climate-related and environmental risks, advising banks how to prudently manage and transparently disclose such risks under current prudential rules. As such, 2021 will see the ECB conducting *“a full supervisory review of banks’ practices and take concrete follow-up measures where needed”*.

## Making progress in digital-currency issuance

The world may also see the introduction of the first major central bank digital currency (CBDC) in 2021. Having launched its Sand Dollar in October, the Bahamas has already claimed the title as the first country to roll out a national digital currency. As far as the world’s biggest economies are concerned, however, the race remains well and truly on. That said, the most likely candidate to release a CBDC in 2021 is China, which began researching the introduction of a digital yuan in 2014. *“We should ... actively participate in formulating international rules on digital currency and digital tax to create new competitive advantages,”* President Xi Jinping wrote in October. And at a G20 summit meeting in November, he stated his desire *“to discuss developing the standards and principles for central bank digital currencies (CBDCs) with an open and accommodating attitude, and properly handle all types of risks and challenges, while pushing collectively for the development of the international monetary system.”*

But other countries are not far behind China in their progress in this area. According to a survey of 66 banks conducted by the Bank for International Settlements (BIS) at the end of 2019, 80 percent were carrying out some work in CBDCs, which was higher than the 70 percent of central banks doing so a year earlier. Of that 80 percent, moreover, just 10 percent had developed pilot projects with all such banks being in emerging-market economies, while 40 percent said they had progressed from initial research to proofs of concept whereby they had conducted feasibility tests to verify that the currency had practical potential.

In its October paper, for example, the Bank of Japan (BoJ) indicated that it would start testing the basic functions of a digital yen as a payment system in 2021. The European Central Bank (ECB) also published a report in the same month stating that it may issue a digital euro, but that a more concrete decision on whether to launch a CBDC will be made in mid-2021. And in December, Switzerland's central bank announced it had successfully tested CBDCs in settling wholesale transactions between financial institutions. However, Swiss National Bank (SNB) Governing Board member Andrea Maechler acknowledged that the bank has not committed to issuing a CBDC. *"The simple answer is no, we are not ready to issue one,"* she stated, adding that important questions about CBDCs remain.

### **Increasing holdings of gold**

Another trend we are likely to see from central banks in 2021 is a step up in their appetite for gold. Despite a setback in gold demand this year, central banks all over the world have been stocking up on the yellow metal since 2018 as they have sought to diversify their holdings away from the US dollar. The gold-buying spree saw a record annual quantity of 656 tons purchased by central banks in 2018, followed by a marginally lower amount of 650 tons the following year. *"The broader push to buy gold is clear amid a longer-term de-dollarization trend and a bias toward reserve diversification,"* noted Aakash Doshi, Citigroup's head of commodities research for North America.

But with gold prices reaching record highs, central banks have scaled back their gold purchases this year. *"Although official sector gold demand was quite robust in 2019 and 2018 and is softer this year, it is not necessarily weak by historical standards,"* according to James Steel, chief precious metals analyst for HSBC. *"While the influence of central bank activity should not be discounted, it is taking a backseat to ETFs and other forms of demand this year."* Nonetheless, gold buying is once again being forecast to pick up in 2021. Citigroup is expecting demand from this sector to rise to around 450 tons from 375 tons this year, while HSBC Securities projects a more modest uptick to 400 tons from 390 tons in 2020.