

# Un passé dépassé ? L'indépendance des banques centrales au XXI<sup>e</sup> siècle

**Jérôme Deyris**

*Sciences Po Paris, Centre d'études européennes*  
jerome.deyris@sciencespo.fr

**Gaëtan Le Quang**

*UNIVERSITÉ PARIS NANTERRE, ECONOMIX*  
g.lequang@parisnanterre.fr

**Laurence Scialom**

*Université Paris Nanterre, Economix*  
laurence.scialom@parisnanterre.fr

L'indépendance des banques centrales (IBC) repose sur des fondements théoriques dont on retrouve des traces dès les années 1920. Elle semble aujourd'hui avoir perdu en pertinence, l'idéal de neutralité qu'elle suppose étant remis en cause par la multiplication des interventions des banquiers centraux dans l'économie. Face aux conséquences distributives du *central banking* moderne sur les inégalités ou le changement climatique, l'IBC pourrait bien être entrée en crise.

## ***An outdated past? Central Bank Independence in the 21<sup>st</sup> century***

*Central bank independence (CBI) is based on theoretical foundations that date back to the 1920s. We argue that this institutional arrangement may have lost its relevance in the twenty-first century. Indeed, the increasing interventions of central bankers in the economy diverges from the ideal of neutrality that goes hand in hand with this independence. Compelled to take distributive actions on inequality and climate change, central bankers may well be pushing CBI into crisis.*

---

Mots clés : banques centrales, indépendance, démocratie, monnaie, changement climatique

---

Keywords: central banks, independence, democracy, money, climate change

---

Les auteurs sont reconnaissants de soutien accordé par la Chaire Énergie et Prospérité sous l'égide de la Fondation du Risque.

# 1. Introduction

Fin février 2022, des banques centrales censées être indépendantes de leurs gouvernements ont à la demande de ces derniers gelé près de la moitié des réserves de change de la banque centrale russe dans le cadre des sanctions prises à la suite de l'invasion de l'Ukraine. Cette acceptation d'une injonction gouvernementale peut surprendre. En effet, les banques centrales des pays occidentaux ont depuis une trentaine d'années acquis une indépendance forte vis-à-vis du politique, qu'elles ont conservée depuis lors.

Cette indépendance des banques centrales (IBC) était justifiée par deux évolutions, l'une théorique, l'autre pratique. D'une part, des travaux universitaires en économie, souvent présentés comme une véritable révolution scientifique, ont légitimé l'IBC comme un arrangement institutionnel optimal. Dénonçant la tendance supposée des gouvernements à faire pression sur la banque centrale pour stimuler à court terme l'économie, certains chercheurs ont, dans un cadre d'anticipations rationnelles, pointé l'inefficacité d'une telle politique conduisant à de l'inflation sans croissance [Barro et Gordon, 1983 ; Kydland et Prescott, 1977]<sup>1</sup>. Verticalité de la courbe de Phillips<sup>2</sup> et neutralité de la monnaie justifient dès lors de confier la politique monétaire à un banquier central indépendant et conservateur [Rogoff, 1985]. Il existe alors une « science de la politique monétaire » pouvant être insularisée de toute prise de décision politique [Clarida *et al.*, 1999]. D'autre part, la neutralisation des pratiques de politique monétaire a constitué un second argument clé en faveur de l'indépendance. Dans le contexte européen de l'après-guerre, la politique monétaire mobilise divers instruments « sélectifs », multipliant les exemptions, les subventions et les rationnements en fonction des priorités politiques. Le tournant des années 1970 et 1980 marque une rupture, caractérisée par une convergence des politiques monétaires européennes sur le modèle anglo-saxon, accordant davantage de place aux mécanismes marchands supposés plus efficaces [Monnet, 2015, 2018, p. 247-282].

Ces deux justifications nous semblent aujourd'hui remises en question. Nous montrons ainsi, dans la première section, que l'historicisation des pratiques et des théories ayant trait à l'IBC conduit à fortement relativiser le caractère de révolution scientifique souvent attribué à cette dernière. Un détour par l'histoire des faits et de la pensée permet de souligner les nombreux précédents historiques de l'IBC datant des années 1920, mais aussi de montrer que son adoption rapide dans les années 1990 est le fruit d'une victoire conjoncturelle marquée par un alignement d'intérêts entre économistes et décideurs politiques. Loin d'être une fin de l'histoire, l'IBC n'est que le recyclage d'idées et de pratiques anciennes. Il s'agit d'une configuration

1 Tous les économistes ne s'accordaient pas, au début des années 1990, sur cette conception limitative de la politique monétaire qui traduit une définition seulement instrumentale de la monnaie [Aglietta, 1992].

2 Une analyse historique sur l'Angleterre entre 1867 et 1957, menée par William Phillips en 1958, a montré une relation négative entre la hausse des salaires et le chômage. Par extension, la courbe de Phillips désigne une relation inverse, c'est-à-dire une sorte d'arbitrage entre inflation et chômage. Dans les années 1970, la stagflation est apparue en contradiction avec la courbe de Phillips, ce qui a donné une forte audience à l'interprétation de M. Friedman selon laquelle l'illusion monétaire expliquerait que la courbe de Phillips puisse exister à court terme, alors qu'à long terme les agents économiques corrigent leurs erreurs et anticipations. Ce faisant, dans un graphe avec le taux de chômage en abscisse et le taux d'inflation en ordonnée, à long terme la courbe de Phillips serait une droite verticale, il y aurait donc un taux de chômage structurel, insensible aux politiques conjoncturelles, en particulier à la politique monétaire.

historiquement située, amenée comme tous les arrangements institutionnels à évoluer, voire à être remplacée.

Dans cette perspective, la deuxième section s'attache à montrer que les pratiques des banques centrales ont depuis 2008 massivement dévié des préconisations formulées par la théorie de l'IBC. Alors que celle-ci suppose une banque centrale effacée et « neutre », nous rappelons comment les banques centrales ont considérablement diversifié leurs modes d'intervention en réaction à la crise financière, à celle des dettes souveraines, à l'épidémie de Covid-19 ou au changement climatique. En accroissant leur poids dans l'économie, en différenciant les taux d'intérêt qu'elles imposent aux banques commerciales, et par leurs programmes de rachats d'actifs, les banques centrales ont imprimé leur marque sur le développement économique de ce début de XXI<sup>e</sup> siècle. Elles sont ainsi entrées dans un nouveau régime difficile à concilier avec le cadre institutionnel régissant leur action.

Ce constat nous conduit, dans la dernière section, à esquisser trois scénarios d'évolution du cadre européen. Le premier scénario explore une prolongation du *statu quo* et de la « solitude institutionnelle » de la Banque centrale européenne (BCE) [Mabbet et Schelkle, 2019]. Poussée à intégrer certaines critiques tout en évitant le désaveu constitutionnel, la BCE se verrait ainsi contrainte de renforcer encore davantage les justifications technocratiques de ses actions. Le deuxième scénario étudie l'hypothèse d'une réforme du cadre institutionnel *a minima*, sans véritable remise en cause de l'indépendance de la BCE. L'idée au cœur de ce scénario est d'améliorer les mécanismes de délégation et de délibération, en introduisant des dispositifs permettant de justifier ses choix distributifs et ainsi contribuer à sa légitimité politique. Le dernier scénario, le plus radical, envisage quant à lui une reprise en main démocratique de la politique monétaire européenne. Bien qu'improbable, il mérite d'être posé afin de réfléchir à un meilleur partage des responsabilités entre politiques fiscales, budgétaires, monétaires et prudentielles face aux défis du XXI<sup>e</sup> siècle.

## 2. L'histoire d'un tournant : révolution scientifique ou recyclage idéologique ?

La diffusion rapide de l'idée de l'indépendance et sa traduction institutionnelle sont souvent présentées comme le résultat d'une révolution scientifique dans la théorie économique qui aurait démontré la supériorité de cet arrangement institutionnel au cours des années 1970-1980 [Goodfriend, 2007]. Cette interprétation est erronée [Blot, 2018 ; McCallum, 1995 ; Wray, 2007]. D'abord, l'idée et la pratique de l'IBC sont plus anciennes qu'habituellement admis. Ensuite, son retour dans les années 1990 s'explique par des facteurs largement extérieurs au champ scientifique. Enfin, cet arrangement constitue comme ses prédécesseurs une configuration contingente, et donc à durée de vie limitée, du régime monétaire.

### 2.1. Des précurseurs historiques et un « déjà-là » idéologique

L'idée de l'IBC n'est pas neuve : elle a connu une première période faste dans les années 1920, comme l'a montré Do Vale [2021, 2022]. La Première Guerre mondiale

provoqua l'effondrement du système monétaire international centré sur l'étalon-or et le flottement des taux de change. Le financement de la guerre et le *boom* qui s'ensuivit générèrent de fortes pressions inflationnistes. Dans ce contexte, la Société des Nations (SDN) impulsa des initiatives multilatérales, notamment les conférences financières internationales de Bruxelles (1920) et de Gênes (1922). Celles-ci firent la part belle à l'IBC, arrangement institutionnel considéré comme souhaitable pour poursuivre des politiques déflationnistes censées permettre un retour à l'étalon-or abandonné lors de la Première Guerre mondiale.

Tant les praticiens que les décideurs et experts économiques et financiers souscrivirent à cette prescription [Capie *et al.*, 1994]. Montagu Norman, le gouverneur de la banque d'Angleterre, joua un rôle décisif dans la conception d'une doctrine justifiant une plus grande indépendance des banques centrales [Do Vale, 2021]. Cette recommandation d'indépendance était motivée par la volonté de fournir des « bases saines » à de nombreuses banques centrales naissantes, en particulier dans l'Empire britannique et les dominions. Elle joua également un rôle clé dans la structuration de la communauté des banquiers centraux de l'époque qui, à la suite d'épisodes hyperinflationnistes, appuyèrent, dans le cadre de plans de stabilisation monétaire sous tutelle de la SDN, les réformes des statuts d'un certain nombre de banques centrales dans le but de leur accorder légalement l'indépendance. Ce fut notamment le cas de l'Autriche en 1923 et de la Hongrie en 1924 [Do Vale, 2022, chapitre 2].

Du point de vue de la discipline économique, l'idée d'une révolution scientifique est également tout à fait contestable. Des travaux empiriques très proches de ceux étant considérés comme fondateurs [Alesina, 1988] leur étaient antérieurs sans pour autant avoir révolutionné la pensée [Parkin et Bade, 1978], ni la gouvernance des banques centrales. Forder [2005] montre ainsi que l'idée d'IBC était parfaitement comprise avant 1988. Elle était discutée et avait des partisans et des opposants. Ainsi, entre autres précurseurs, Kisch et Elkin [1928] proposaient une argumentation balancée des avantages d'une banque centrale indépendante, pointant déjà les risques d'interférence politique inflationniste et la nécessité de confier la politique monétaire à des technocrates impartiaux [do Vale, 2022, p. 67-81]. Dès lors, comment expliquer que cette idée n'ait pas pris plus tôt, et que ce premier mouvement pour l'IBC ait fait long feu ?

## **2.2. Les années 1980 : alignement d'intérêt et fenêtre d'opportunité**

Entre 1945 et les années 1970, la littérature économique délaisse l'analyse de l'IBC. Le sujet est alors uniquement traité par la théorie de la bureaucratie qui s'intéresse à l'organisation de l'État et des relations entre ses institutions [Panico et Rizza, 2003]. Le consensus économique est que les organes démocratiquement élus doivent assumer la responsabilité des décisions économiques et monétaires les plus importantes, laissant aux experts des banques centrales le fonctionnement opérationnel de la politique monétaire. La fixation des objectifs de la banque centrale relève donc du politique. Le rapport Radcliffe [1959] est probablement le point culminant de ce consensus, décrivant la banque centrale comme « un exécutant hautement qualifié dans le domaine monétaire de la politique économique actuelle du gouvernement central ».

Néanmoins, ce consensus keynésien commence à être remis en question par des économistes dans les années 1960, et le rapport Radcliffe reçoit d'ailleurs un accueil mitigé dans le milieu des banquiers centraux, inquiets de la croissance de la liquidité internationale [Musella et Panico, 1996]. Ces préoccupations se renforcent suite à l'effondrement du système de Bretton Woods en 1971 et à la stagflation suivant le choc pétrolier de 1973. Ce nouveau contexte macroéconomique impulse alors un changement progressif dans la conduite de la politique monétaire. Les banques centrales de la République fédérale d'Allemagne et de la Suisse sont les premières à adopter une position plus ferme vis-à-vis de l'inflation. Les États-Unis, le Canada, la Grande-Bretagne, la France et l'Australie suivent dès 1976. Mais le véritable tournant date d'octobre 1979, après le second choc pétrolier, quand la Réserve fédérale états-unienne annonce un virage monétariste assumé de sa politique monétaire. Duménil et Lévy [2003] évoquent à ce propos le « coup de 1979 », précisant : « au sens où l'on parle d'un coup d'État, car il s'agit d'un processus politique soudain et délibéré, et non l'aboutissement d'un quelconque mécanisme de marché ». Pourtant, Milton Friedman, figure emblématique du monétarisme, n'était pas adepte de l'indépendance des banques centrales, comme le montre son essai de 1962.

Un certain nombre d'autres conditions importantes ont donc favorisé l'adoption de l'IBC [Goodhart et Lastra, 2018]. La première, et la plus importante, a sans doute été l'acceptation générale du concept de courbe de Phillips verticale à moyen et long terme, faisant d'une inflation faible un avantage sans inconvénient macroéconomique. La seconde était le faible niveau d'endettement public de la plupart des pays développés, qui atteignait alors son niveau le plus bas depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Cet environnement macroéconomique facilita la dissociation, à la fois institutionnelle et conceptuelle, entre gestion de la dette publique et décisions de politique monétaire. Les éventuelles hausses des taux d'intérêt pour maîtriser l'inflation étaient alors perçues comme moins problématiques.

Forder [2005] propose quant à lui une relecture stimulante de la généalogie de cette idée d'indépendance et de sa vitesse d'adoption qui prend à rebours ce qui est généralement écrit à ce sujet. Il insiste sur la multiplicité des raisons expliquant l'adhésion si rapide à l'idée d'IBC. Parmi celles-ci, il pointe l'intérêt collectif de la profession des économistes, dont le prestige avait été écorné par des politiques économiques perçues comme des échecs, notamment en termes d'inflation ; mais aussi leur intérêt individuel objectif, les banques centrales offrant aux économistes des opportunités de financement et de carrière.

Si cet argument permet de justifier la popularité de l'IBC chez les économistes, il ne permet pas de comprendre pourquoi les gouvernements l'ont si facilement adopté. De ce point de vue, l'interprétation de McNamara [McNamara, 2002, p. 48, notre traduction] complète celle de Forder. Il avance que « les gouvernements choisissent de déléguer non pas en raison d'avantages fonctionnels étroits, mais plutôt parce que la délégation possède d'importantes propriétés symboliques et de légitimation qui la rendent attrayante en période d'incertitude ou de détresse économique ». Ainsi, la vague d'adoption du dogme de l'IBC s'expliquerait moins par la transposition pratique d'une rupture théorique que, plus prosaïquement, par un alignement conjoncturel

d'intérêts entre économistes et politiques recyclant de manière opportuniste des idées antérieures, dans un contexte marqué par une harmonisation des croyances parmi les banquiers centraux, agissant de plus en plus comme une « communauté épistémique » structurée autour d'un idéal de neutralité technocratique, mobilisant les mêmes théories, et valorisant un haut niveau d'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique [Kapstein, 1992].

### 2.3. Variété historique des paradigmes et des régimes monétaires

Quelles que soient les raisons multiples et convergentes expliquant la rapidité d'adoption de cette idée d'IBC parmi les économistes et les décideurs politiques, la leçon à retenir est que les régimes de *central banking* ne sont pas éternels, que leur mort soit lente ou rapide [Scialom, 2022]. En effet, historiquement, les fonctions, pratiques opérationnelles et les doctrines des banques centrales ont fait preuve d'une très grande plasticité, s'adaptant en permanence au contexte macroéconomique, institutionnel et politique [Bordo *et al.*, 2016 ; Collins, 1993 ; Epstein, 2005]. Ces adaptations modifient ce qui est considéré à un moment donné comme le devoir être et le devoir agir des banques centrales. L'approche historique illustre donc que le *central banking* et la manière dont il est pensé ne sont pas figés dans des principes immuables. Leurs contours évoluent en réponse à des périodes de crise (guerres, crises économiques et financières, urgence climatique) et en fonction également des structures financières. Goodhart [2010] identifie trois époques historiques de relative stabilité et des périodes intermédiaires plus troublées de tâtonnement avant que ne s'impose un nouveau consensus : la période « victorienne » qui commence vers 1840 et s'achève en 1914, la période de « fort contrôle gouvernemental » de 1930 à la fin des années 1960 ; l'ère « du triomphe des marchés » des années 1980 à 2007.

Malgré leurs différences, l'époque de l'étalon-or (1840-1914) et la période définie par le ciblage de l'inflation (des années 1980 à 2007) peuvent toutes deux être caractérisées par une forte confiance dans les mécanismes de marché et par une grande autonomie des banques centrales. Comme nous l'avons montré, cette indépendance *de facto* est, dès les années 1920, considérée comme l'arrangement institutionnel le plus favorable à la lutte contre l'inflation et à un retour à l'étalon-or. Cette idée renaît de ses cendres à la fin des années 1980. Ainsi, les régimes de banques centrales ne sont pas mortels au sens définitif du terme, mais sujets à de longues périodes d'hibernation.

Telle qu'elle est pensée aujourd'hui, l'indépendance des banques centrales s'incarne de diverses manières. Ainsi, celles-ci peuvent être indépendantes à la fois sur leurs objectifs et les instruments pour les atteindre, ou uniquement en ce qui concerne leurs instruments, l'objectif étant alors fixé par l'autorité politique ou en concertation avec celle-ci. À titre d'illustration, la banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne sont toutes deux libres de leurs instruments, mais les objectifs de la première sont fixés en concertation avec le gouvernement tandis qu'ils sont interprétés librement par la seconde.

Plus fondamentalement, la relativité de l'indépendance s'incarne dans le tiraillement entre indépendance *de jure* et *de facto* (entre le droit et les pratiques). Le caractère nécessairement non absolu de l'indépendance des banques centrales trouve ses racines dans la nature même de la monnaie, un bien collectif reposant exclusivement sur la confiance en son acceptation présente et future [Simmel, 2013]. La responsabilité première des banques centrales est la préservation de cette confiance à travers d'une part la préservation de l'ancrage nominal et d'autre part la prévention des crises bancaires systémiques, les banques commerciales restant les principales créatrices de monnaie. Cette dualité des fonctions garantissant l'acceptabilité incontestée de la monnaie crée nécessairement une tension entre des statuts d'indépendance *de jure* qui véhiculent une conception tronquée du rôle fondamental de la banque centrale, centrée sur le seul ancrage nominal, et ses actions visant concrètement à préserver la stabilité financière et pouvant se traduire par des entorses, justifiées de façon pragmatique et technique, aux statuts affichés.

La culture monétaire et politique des différents pays s'accommode plus ou moins facilement de cet écart entre indépendance *de jure* et *de facto*. Ce dernier est particulièrement problématique en zone euro. En effet, les statuts de la BCE ont été calqués sur ceux de la Bundesbank, eux-mêmes issus d'une conception monétaire bien particulière, soutenue par une histoire traumatique identifiant le désordre social à l'inflation [Aglietta, 1992]. Or, l'acceptation collective de cette conception très restrictive de l'indépendance n'est pas partagée par les différents pays du Système européen de banques centrales. D'autant plus que cette dernière s'avère de plus en plus en décalage avec les pratiques effectives des banques centrales.

### 3. L'irrépressible repolitisation des banques centrales

Dans cette section, nous avançons que la gestion de la crise financière, la mise en œuvre de politiques monétaires non conventionnelles et de politiques macroprudentielles remettent en cause les fondements mêmes de l'IBC. En effet, les choix distributifs induits par ces nouvelles pratiques des banques centrales constituent une forme de repolitisation de leur action qui heurte la doctrine de l'IBC, et déclenchent de nouvelles demandes sociales pour en délimiter les contours.

#### 3.1. Une repolitisation *de facto* en réponse à la crise de la fin des années 2000

« La crise financière et l'indécision des décideurs politiques nous ont poussés à jouer un nouveau rôle, et nous avons laissé faire. Par conséquent, nous intervenons de plus en plus profondément sur les marchés individuels et nous avons maintenant une proximité problématique avec la politique financière » [Oltermann, 2016, notre traduction]. Cette citation de Jens Weidmann, président de la Bundesbank entre 2011 et 2021, met en évidence la situation paradoxale dans laquelle la crise de la fin des années 2000 a mis les banques centrales des pays développés. Ces dernières se sont retrouvées isolées, contraintes d'intervenir massivement pour préserver le système économique de l'effondrement face à l'attentisme de leurs gouvernements [Mabbett et Schelkle, 2019 ; Schmidt, 2016]. Le dogme de l'indépendance, en remettant en

question la coordination entre les instruments budgétaires et monétaires, a considérablement affaibli la capacité du couple État/Banque centrale à produire une réponse adaptée aux crises. L'incapacité à concevoir un *policy mix* efficace a fait peser sur les banques centrales l'essentiel de la charge du soutien à l'économie, ce qui les a conduites à déployer un ensemble de mesures dont la neutralité politique, et donc la compatibilité avec l'IBC, s'est avérée contestable. Le « *whatever it takes* » de Mario Draghi a certes sauvé la zone euro de l'effondrement, mais il est aussi le symptôme du diagnostic critique établi par Raghuram Rajan [2012] selon lequel « *Central banks are now the only game in town* ».

Si de telles mesures d'urgence étaient indispensables au moment de la crise, leur utilisation répétée pendant près d'une décennie (pensons au *quantitative easing*), ou leur inscription dans un corpus réglementaire appelé à durer (pensons à la politique macroprudentielle) interrogent. De fait, si les banques centrales sont appelées de manière structurelle à modifier durablement l'allocation des ressources, il est nécessaire d'explicitier, voire de repenser, le mandat qui encadre et légitime ces interventions. Ces dernières ont un effet distributif plus prononcé que les instruments traditionnels [Honohan, 2019], bien que cela n'ait pas toujours été reconnu par les banquiers centraux [Fontan *et al.*, 2016]. Au moins trois exemples récents en attestent.

D'abord, la multiplication des instruments de politique monétaire a considérablement accru la présence des banques centrales dans l'économie. En premier lieu, les politiques de rachat des dettes souveraines se sont normalisées au point que l'éligibilité des obligations d'État à ces dernières est devenue une variable importante de l'appréciation du niveau d'endettement public. C'est d'ailleurs ce qui a permis aux États membres de la zone euro de mener une politique de soutien inconditionnel à leurs économies pendant la pandémie, puisque la quasi-totalité des dettes post-Covid ont été rachetées par la BCE, les mettant de fait hors marché. En deuxième lieu, les *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTROs), qui orientent de fait les financements vers certains secteurs et certaines maturités, contredisent radicalement la neutralité censée caractériser les interventions de la banque centrale dans le cadre du dogme de l'indépendance. Cette politique de guidage du crédit décidée unilatéralement par la BCE échappe donc à toute délibération démocratique quant aux secteurs ou activités bénéficiaires. En troisième lieu, les *Corporate sector purchase programmes* (CSPP) conduisent les banques centrales à détenir potentiellement des actifs jusqu'à échéance, faisant de ces dernières de véritables investisseurs plutôt que de simples fournisseurs de liquidités. Là encore, ce choix est discutable et a d'ailleurs été amplement critiqué pour ses biais carbonés [Dafermos *et al.*, 2020 ; Matikainen *et al.*, 2017].

Au-delà de la politique monétaire, le rôle ambigu joué par la BCE lors de la mise en œuvre, au début des années 2010, des plans de sauvetage à destination de certains pays de la zone euro l'a contraint à abandonner une nouvelle fois sa neutralité. Ainsi, dans le cas de l'Irlande et de la Grèce, la BCE a conditionné son aide d'urgence en liquidité (*emergency liquidity assistance* – ELA) à la mise en œuvre de politiques d'austérité, adoptant ce faisant un rôle punitif [Chopra *et al.*, 2015]. Cette tendance à s'immiscer dans les choix politiques des États membres prend également la forme de pressions

régulièrement exercées par la BCE sur les gouvernements afin d'accélérer la mise en œuvre de « réformes structurelles » [Braun *et al.*, 2022 ; Buiter, 2014].

Enfin, dans la mesure où l'agenda macroprudentiel a essentiellement été porté par les banques centrales, ces dernières se sont exposées au risque de se voir imputer la responsabilité de mesures par essence distributives. Ainsi, l'opposition, en 2015, des Irlandais aux mesures macroprudentielles décidées par leur banque centrale illustre le caractère éminemment politique de celles-ci. En réponse à la mise en place de contraintes sur les emprunteurs de type *loan to value ratio* et *loan to income ratio*, qui ont pour effet direct de rendre plus difficile l'accès à la propriété, les Irlandais ont manifesté leur mécontentement [The Irish Times, 2020]. Cette situation illustre le paradoxe identifié par Andrew Baker [2015] : la mise en œuvre de mesures macroprudentielles fortement distributives constitue une politisation *de facto* des banques centrales pourtant indépendantes.

### 3.2. Une demande de repolitisation *de jure* : climat et inégalités

Cette repolitisation *de facto* de l'action des banques centrales nourrit des demandes d'intégration des dimensions sociales et environnementales au sein de leurs mandats, ce qui remet en question le postulat implicite à l'IBC selon lequel la légitimité des banques centrales est toujours acquise. Étonnamment, ce type de demandes est parfois relayé de l'intérieur même des banques centrales [Bolton *et al.*, 2020 ; Elderson, 2021 ; Schnabel, 2021a].

L'interaction entre la problématique environnementale et les marchés financiers suscite, en effet, une double inquiétude qui nourrit les appels à un verdissement de l'action des banques centrales fondés sur la nature systémique des risques financiers climatiques [Elderson, 2021]. En effet, la crise écologique représente une menace certaine pour la stabilité financière, puisque le franchissement des limites planétaires a pour conséquence inéluctable la multiplication des événements extrêmes de type « cygne vert » [Bolton *et al.*, 2020]. Or, ceux-ci relèvent par nature de l'incertitude et ne sont donc pas intelligibles dans le cadre des modèles probabilistes usuellement mobilisés pour évaluer les risques financiers tant par les intermédiaires que par les banques centrales [Chenet *et al.*, 2021]. Autrement dit, les modèles de gestion du risque, y compris ceux utilisés pour déterminer les contraintes réglementaires dans le cadre des Accords de Bâle ou de Solvabilité 2, sont incapables d'apprécier correctement la menace que la crise écologique fait peser sur la stabilité financière. Par ailleurs, les différents engagements pris à l'échelle internationale, dans le cadre de l'Accord de Paris par exemple, condamnent à terme des secteurs d'activité entiers et donc les actifs qui y sont adossés. Ce risque « d'échouage » [Carney, 2015] représente un risque majeur pour la stabilité financière.

Prenant acte que le climat n'est pas seulement une menace pour la finance, mais que cette dernière alimente en retour la crise climatique, certaines demandes sociales exhortent les banques centrales à aller au-delà d'une simple approche par les risques, et à inscrire leur action dans une approche dite de double matérialité. Dans la mesure

où l'allocation des ressources financières reste tributaire de modèles qui apprécient mal le risque de certaines activités (notamment celles en lien avec la production d'énergies fossiles), les marchés financiers continuent de financer massivement ces dernières. Il s'agit d'un véritable cercle vicieux puisque le « *finance as usual* » prépare le terrain à la prochaine crise financière majeure. Ce nouvel argument renforce la nécessaire intégration des problématiques environnementales dans le mandat des banques centrales.

Si ces demandes se concentrent en Europe sur la transition écologique, elles peuvent se porter sur d'autres questions en fonction des contextes institutionnels [DiLeo et al., 2023 ; Jabko et Kupzok, 2024]. Ainsi, la politisation des questions d'inégalité d'accès à l'emploi en fonction des origines ethniques des travailleurs américains a forcé la Fed à réviser sa stratégie pour mieux tenir compte du taux d'emploi de ces populations [Scialom, 2021]. Certes, le double mandat de la Fed s'enracine dans le mouvement des droits civiques, mais ces questions sont passées au second plan dans le contexte inflationniste des années 1970 marquées par le tournant monétariste avec l'arrivée de Paul Volcker à la tête de la Fed en 1979. Ces préoccupations sociales ont été remises sur le devant de la scène au lendemain de la crise de 2008. Dans les années qui ont suivi, la Fed a soutenu l'activité jusqu'à faire descendre le taux de chômage, y compris celui des populations afro-américaines, à des niveaux historiquement bas. L'impact très négatif de la crise du Covid sur l'activité économique, en particulier sur la situation des ménages à faibles revenus, a encore renforcé le poids de l'objectif de soutien à l'activité. Concrètement, cela s'est traduit par le suivi de nouveaux indicateurs relatifs au taux de chômage des populations afro-américaines et à la croissance des salaires les plus bas [Powell, 2020]. En parallèle, alors même que, contrairement à la Fed, la BCE n'a jamais reconnu le soutien à l'activité comme relevant de son mandat, certaines voix ont appelé à la prise en compte des effets de la politique monétaire sur les inégalités. C'est ce dont témoigne le discours prononcé par Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, le 9 novembre 2021 et intitulé « *Monetary Policy and Inequality* » [Schnabel, 2021b]. La résurgence de l'inflation au lendemain de la pandémie a – au moins momentanément – relégué ces questions sociales hors des préoccupations des banques centrales.

Ainsi, victimes d'une « solitude institutionnelle » [Mabbett et Schelkle, 2019] qui les a poussées à multiplier les interventions distributives sans mandat clair pour le faire, les banques centrales se retrouvent malgré elles sous le feu des critiques. Si la *central banking* contemporain se caractérise par le retour à des instruments interventionnistes, la société civile réclame chaque jour davantage de bénéficier d'un droit de regard et de contrôle sur les décisions de la politique monétaire.

## 4. Quelles transformations du *central banking* européen ?

Dans cette section, nous discutons, à travers l'exemple de la BCE, des différentes façons dont les contradictions soulevées jusqu'ici pourraient être accommodées. Le cas de la BCE est particulièrement parlant, car cette dernière dispose d'un niveau

d'indépendance inégalé<sup>3</sup>. Nous dressons trois scénarios, dessinant un gradient entre continuation de l'arrangement présent et réintégration assumée de la politique monétaire dans la sphère politique<sup>4</sup>.

#### 4.1. Solitude institutionnelle et technocratie exacerbée

Le premier scénario serait celui d'un maintien de l'arrangement actuel sans réforme du cadre institutionnel. Ce scénario ne condamne pas d'emblée la BCE à la réplication des mêmes biais, qu'ils soient carbonés ou inégalitaires. La lettre de la loi laisse à la banque centrale une marge de manœuvre importante pour interpréter son mandat et intégrer ces facteurs.

En effet, les objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière peuvent suffire à justifier une plus grande prise en compte du changement climatique ou des inégalités par la BCE dès lors que ces phénomènes ont des conséquences adverses reconnues sur l'atteinte desdits objectifs. Ainsi, si les risques financiers climatiques sont considérés comme sous-évalués par les marchés, la décision de la BCE de pénaliser les actifs les moins transparents sur leur empreinte carbone dans son cadre de collatéral est légitime [BCE, 2022]. En outre, le mandat de la BCE statue que « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, elle soutient les politiques économiques générales dans l'Union en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne ». Une interprétation minimaliste de cet objectif « secondaire » implique que la BCE doit privilégier, lorsqu'elle a le choix entre deux instruments d'efficacité comparable, celui qui soutient le mieux les objectifs de l'UE. Une interprétation plus large, considérée comme « plus plausible » par les juristes de la BCE, conduit même à reconnaître que la banque centrale pourrait mettre en œuvre des mesures de politiques monétaires dont le seul objectif serait de soutenir les objectifs de l'Union, tant que ces mesures ne mettent pas en péril la stabilité des prix [Ioannidis *et al.*, 2021]. Sans modification du cadre institutionnel, la BCE pourrait donc aller plus loin dans l'intégration du climat ou des inégalités.

Pour autant, ce scénario demeure problématique pour plusieurs raisons. D'abord, la banque centrale ne peut tordre indéfiniment un mandat sans risquer d'entamer sa crédibilité [Baer *et al.*, 2021]. Elle reste contrainte par la lettre de son mandat, et s'est déjà exposée à plusieurs reprises à des procédures judiciaires attaquant la légitimité de certaines de ses décisions, considérées par les plaignants comme contraires à son mandat [Fontan et De Cabanes, 2019]. Si elle a échappé jusqu'à présent au désaveu constitutionnel, transformant *de facto* des politiques « non conventionnelles » en nouvelle norme, c'est en grande partie grâce au caractère jugé proportionné de sa réponse face à un risque aigu de dislocation de la zone euro. En réponse au changement climatique ou à la montée des inégalités, il pourrait être difficile pour la BCE de justifier un activisme aussi assumé, notamment en période de retour de l'inflation.

3 Alors que dans la plupart des pays, l'indépendance relève de la loi ordinaire et est donc facilement révocable, ce n'est pas le cas de la BCE pour laquelle l'unanimité des États membres est indispensable pour changer ses statuts. De plus, cette dernière dispose non seulement de toute latitude quant à la définition et à l'implémentation de ses instruments, mais également d'une grande liberté pour interpréter son mandat et ses objectifs.

4 Une dernière possibilité consisterait à revenir à la configuration des années 1990 en réduisant considérablement les interventions des banques centrales. Comme Blot (2018), nous considérons que ce scénario n'est ni plausible ni souhaitable, aussi avons-nous choisis de ne pas le traiter.

Surtout, ces transformations ne font que souligner davantage le problème de légitimité des choix distributifs de la BCE. Toute modification de son action, fut-elle en direction d'une meilleure prise en compte des externalités, demeure arbitraire tant qu'elle se fait en dehors de la sphère politique ou de sa délégation explicite. Elle implique, pour la BCE, un nouvel exercice d'interprétation des « déficits d'autorisation démocratique » de son mandat [de Boer et van 't Klooster, 2020], la poussant à faire preuve d'une forme « d'ambiguïté stratégique » [van 't Klooster, 2021]. En effet, ne pouvant assumer explicitement ses choix distributifs, la BCE est amenée à techniciser toujours davantage ses décisions en les présentant comme relevant d'actes purement techniques. Pourtant, celles-ci, loin d'être des choix neutres et consensuels issus de l'expertise économique, font l'objet de luttes internes importantes soulignant leur caractère politique [Deyris, 2023].

Ainsi, si le « technocratisme keynésien » de la BCE [van 't Klooster, 2021] peut être salué en ce qu'il permet une action plus interventionniste et un soutien aux États, il renforce dans le même temps sa solitude institutionnelle, sa technicisation, et exacerbe le risque de controverses judiciaires. Devant ce paradoxe, une réforme institutionnelle apparaît souhaitable à l'heure où la BCE semble vouloir mobiliser le mandat secondaire pour aller plus loin dans l'intégration du changement climatique à sa politique monétaire [BCE, 2022].

## **4.2. Démocratisation, coordination institutionnelle et indépendance**

Le deuxième scénario serait celui d'une réforme institutionnelle qui chercherait à pallier les problèmes cités précédemment sans pour autant remettre fondamentalement en cause le schème de l'indépendance. Pour ce faire, deux voies sont possibles : l'amélioration de la délégation ou celle de la délibération [Monnet, 2021a, p. 79-80], chacune pouvant conduire à de multiples réformes comme le résume le Tableau 1.

Pour renforcer la légitimité de la délégation, deux pistes principales de réformes ont été suggérées. D'abord, le processus de nomination des banquiers centraux pourrait être démocratisé. Actuellement, chaque gouverneur de l'Eurosystème est désigné selon des procédures nationales, certaines étant plus démocratiques que d'autres (voir Tableau 2). Pour les membres du directoire de la BCE, le Conseil européen propose un unique candidat au Parlement européen, qui ne peut que l'accepter ou le refuser. Face à ce constat, Jourdan et Diessner [2019] suggèrent que le Conseil européen soumette une liste de candidats aux eurodéputés, accordant à ces derniers davantage de poids sur le choix des membres du directoire. Cette réforme, qui pourrait être étendue à l'ensemble des pays de la zone euro, est d'autant plus pertinente que le profil des banquiers centraux a un impact non négligeable sur les politiques mises en œuvre [Mishra et Reshef, 2019] ou les réformes prônées [Bennani, 2015].

Une autre piste d'amélioration de la délégation consisterait à combler les « déficits d'autorisation » de la banque centrale de façon plus démocratique. Plutôt que de laisser la BCE interpréter librement son mandat et ses objectifs secondaires, une institution politique pourrait fournir des indications de façon régulière, par exemple en

hiérarchisant les différents objectifs devant être poursuivis. Cette clarification pourrait se faire *via* le Parlement européen [Blot, 2018 ; de Boer et van 't Klooster, 2020], sa commission ECON [Claeys et Domínguez-Jiménez, 2020], un Conseil européen du Crédit nouvellement créé [Monnet, 2021b], ou un *board ad hoc* comprenant des représentants des autorités monétaires et fiscales [Reichlin *et al.*, 2021]. Ces réformes seraient un moyen souple de réduire le flou entourant l'interprétation de son mandat sans avoir à passer par une révision de ce dernier. Celle-ci nécessiterait une réforme constitutionnelle, lente et politiquement difficile, voire inenvisageable au niveau européen. De plus, elle risquerait, une fois aboutie, d'être dépassée à moyen terme par de nouveaux dilemmes distributifs pour lesquels il aura été impossible de déterminer *ex ante* la marche à suivre, ne comblant que temporairement un décalage appelé à se rouvrir.

**Tableau 1. Principales réformes de démocratisation d'une BCE indépendante**

Délégation	Nominations	Désignation plus démocratique des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE ; possibilité de révocation démocratique
	Objectifs	Clarification démocratique de l'interprétation du mandat et des objectifs secondaires attendus
Délibération	Transparence	Divulgation des minutes des réunions du Conseil des gouverneurs ; possibilité pour le président de la commission parlementaire ECON d'assister aux réunions
	Expertise	Mieux armer les parlementaires en sortant de l'hégémonie technique des banquiers centraux ; création d'une sous-commission aux affaires monétaires
	Dialogue	Renforcer le pouvoir de la Commission ECON pour permettre un dialogue plus équilibré entre la BCE et le Parlement

Source : auteurs

**Tableau 2. Processus de nomination des gouverneurs européens**

Exécutif + Comité interne	Allemagne, Estonie, Grèce, Italie
Exécutif	Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Finlande, Irlande, Luxembourg, Malte, Pays-Bas
Exécutif + Parlement	France, Lituanie, Portugal, Slovaquie, Slovénie, Banque Centrale européenne
Parlement	Lettonie

Source : auteurs à partir des *legal acts* de chaque pays

La seconde piste d'amélioration de la légitimité de la BCE est celle d'un renforcement des mécanismes de délibération entre l'autorité indépendante et sa tutelle politique.

D'abord, la transparence de cette délibération pourrait être améliorée. Il a été ainsi demandé à de nombreuses reprises à la BCE de divulguer les transcriptions précises de ses réunions, comme le font la Fed ou la Banque d'Angleterre [Buiter, 1999, 2014]. Actuellement, seuls des « comptes rendus » généraux dont le contenu reste vague tiennent lieu de procès-verbaux. Ces derniers ne rendent pas compte des débats internes et ne rendent pas publics les votes des membres du conseil des gouverneurs, alors que les textes européens ne l'interdisent pas. Toujours pour améliorer la transparence des choix de la BCE et pour renforcer sa responsabilité devant sa contrepartie politique, le président de la commission ECON du Parlement pourrait être autorisé à assister aux réunions à titre d'observateur, comme le sont déjà le président du Conseil européen et (au plus) un membre de la Commission européenne [Jourdan et Diessner, 2019].

En sus de la transparence, des réformes visant à équilibrer le rapport de force entre la BCE et les instances politiques européennes ont été suggérées. D'une part, la création d'un Conseil européen du Crédit qui fournirait aux parlementaires des analyses poussées sorties du giron de la banque centrale renforcerait leur expertise [Monnet, 2021a, 2021b]. Pour l'heure, ce sont, en effet, les banques centrales qui détiennent l'essentiel de la force de frappe technique, ce qui facilite la légitimation de leurs décisions et pousse à des biais dans les résultats [Dietsch *et al.*, 2019 ; Fabo *et al.*, 2021]. D'autre part, la commission ECON pourrait être renforcée par la création d'une sous-commission de taille plus réduite spécialisée dans la politique monétaire afin de renforcer son expertise et de permettre de renforcer la qualité des auditions trimestrielles. Enfin, ces « dialogues monétaires » pourraient être améliorés en accordant aux parlementaires le droit de poser des questions complémentaires de sorte à instaurer un véritable débat [de Boer et van 't Klooster, 2021 ; Claeys *et al.*, 2014 ; Claeys et Domínguez-Jiménez, 2020].

Menées ensemble, ces réformes complémentaires permettraient d'améliorer la légitimité de la BCE tout en sauvegardant l'essentiel de son indépendance, cette dernière décidant toujours de façon autonome des politiques à mettre en œuvre.

### 4.3. Politisation, État stratège et refonte institutionnelle

Pour autant, nous avançons qu'une amélioration des procédures de délégation ou de délibération ne suffira pas à combler le désajustement décrit jusqu'à présent.

D'abord, car la politique monétaire conduit toujours intrinsèquement à effectuer des choix distributifs, et donc politiques. Présentée comme une solution procédurale à l'incohérence temporelle des décideurs politiques, le fait même de confier la politique monétaire à une institution indépendante et conservatrice revient en réalité à effectuer un choix distributif et à trancher entre débiteurs et créanciers [McNamara, 2002 ; Stiglitz, 1998]. Comme le formule Kirshner [2001, p. 61, notre traduction], « le taux d'inflation doit être considéré comme une variable comme le taux de change, avec des gagnants et des perdants à différents niveaux. Le taux d'inflation et le taux de change ne deviennent pathologiques qu'à des valeurs extrêmes. À d'autres moments, ses principaux effets sont politiques ». Ainsi, la fixation d'une cible d'inflation faible, sa mise hors du champ de la délibération démocratique par son

inscription dans des traités signés au début des années 1990, et son interprétation par la banque centrale de façon autonome (indépendance en termes d'objectifs) ne sont plus tenables.

L'indépendance en termes d'instruments nous semble également difficile à soutenir. Conçue initialement pour permettre à la banque centrale de faire évoluer son instrument principal de politique monétaire au gré des circonstances, elle a *de facto* conduit cette dernière à multiplier ses canaux et instruments d'interventions, démultipliant ainsi l'interférence de ses actions avec les questions distributives. Loin de n'avoir qu'un impact sur les inégalités ou le changement climatique, cette politique du crédit ne disant pas son nom conduit à favoriser certains types de financement, certains types de maturité et certains types de secteurs, voire d'entreprises, et ce, de façon purement technocratique. Ainsi, il demeure constitutionnellement interdit au Parlement ou à toute autre autorité politique d'émettre des instructions à la BCE, ou de la rappeler à l'ordre lorsque ses choix d'instruments entrent en conflit avec les objectifs politiques des États membres. En effet, les membres du directoire, nommés pour un unique mandat de huit ans, n'ont pas à se soumettre aux demandes du Parlement et ne peuvent être rappelés à l'ordre en cours de mandat, encore moins démis de leurs fonctions. Bien qu'assumée institutionnellement, cette absence de mécanismes de sanctions est surprenante une fois mise en perspective avec la littérature économique sur la délégation, puisqu'elle consiste à exacerber *de facto* la tendance de l'agent à dériver des missions qui lui sont confiées par son principal [McNamara, 2002].

Au-delà de la démocratisation des nominations, il pourrait être souhaitable d'introduire un mécanisme de destitution des gouverneurs de la BCE et des banques centrales nationales par le Parlement européen lorsque ces derniers poursuivent des objectifs trop éloignés des attentes des autorités politiques [Buiter, 2014]. Plutôt que davantage de transparence dans les processus de décision, les membres des autorités fiscales pourraient également prendre part aux décisions du *board* [Blot, 2018]. Enfin, au-delà d'une clarification *ad hoc* des déficits d'autorisation de la BCE, il apparaît nécessaire de penser une coordination véritablement contraignante et répétée entre le Parlement européen et ses autorités déléguées, qui sans aller jusqu'à statuer sur chaque décision de politique monétaire ou macroprudentielle, pourrait effectuer un véritable suivi et une coconstruction *ex ante* plutôt que de s'en remettre à des procédures d'*accountability ex post*. Il appartiendrait au Parlement de décider des modalités de cette procédure de coordination, et notamment sa fréquence, de sorte à préserver un équilibre entre légitimité démocratique et autonomie opérationnelle. En l'absence de choc majeur, cette fréquence pourrait être annuelle ou semestrielle.

Au-delà de leurs justifications démocratiques, ces réformes de rupture pourraient s'avérer décisives face à l'inflation du *xxi*<sup>e</sup> siècle. Après avoir été largement tirée par les goulots d'étranglement dans les chaînes de valeurs contre lesquels la BCE ne peut rien, l'inflation des prochaines années sera largement déterminée par le prix de l'énergie et par la rapidité de la transition bas carbone [Schnabel, 2022]. Pour lutter contre ce type d'inflation, il apparaît plus nécessaire que jamais de mener des politiques ciblées, sur les prix (taux d'intérêt différenciés pour continuer à soutenir le déploiement des énergies renouvelables [van 't Klooster et van Tilburg, 2020]) ou sur les quantités (contrôle

du crédit [Monnet, 2018], contrôle des prix [Weber, 2021] pour accélérer la mise au rebut des activités carbonées). Ces mesures, explicitement discrétionnaires et distributives, s'avèrent largement incompatibles avec l'IBC et la neutralité qu'elle suppose. Elles nécessitent une politique de guidage proactive du crédit, qui ne pourra se faire que dans un cadre de coopération forte avec les institutions politiques.

Enfin, remettre en question l'indépendance des banques centrales vis-à-vis du politique permet d'interroger leur dépendance vis-à-vis des marchés financiers [do Vale, 2022]. Plutôt que de se focaliser sur l'éventualité d'une dominance fiscale, de nombreux travaux alertent sur la possibilité d'une « dominance financière » [Diessner et Lisi, 2020]. Les acteurs financiers disposent d'un « pouvoir infrastructurel » rendant les banques centrales modernes dépendantes de ces derniers pour la bonne transmission de leur politique monétaire. La BCE a ainsi été jusqu'à plaider contre la taxation des transactions financières ou la régulation plus stricte de certains marchés [Braun, 2020]. Dès lors, il est souhaitable d'insuffler plus de démocratie au sein de la gouvernance des banques centrales afin de débattre des objectifs et des instruments de la politique monétaire et du degré d'ingérence politique ou privée acceptable dans la poursuite de la stabilité des prix.

## 5. Conclusion

Remettre en question le modèle d'indépendance des banques centrales ne signifie pas faire table rase des institutions héritées du passé. Il y a une dépendance au sentier des structures institutionnelles à laquelle on ne peut se soustraire. Cette inertie réside dans la définition même des institutions – que sont-elles sinon des pratiques sédimentées ? – et leur permet de se maintenir dans le temps. Cela ne signifie pas pour autant que ces dernières ne sont pas soumises aux changements. Au contraire, un examen de l'histoire des structures institutionnelles révèle qu'elles sont sujettes à des points de basculement qui peuvent servir de prélude à des changements radicaux.

La repolitisation de la gestion de la monnaie par les banques centrales indépendantes après la crise financière s'est d'abord opérée à bas bruit. Dans le cas de la BCE, son rôle clé dans la gestion de la crise des dettes souveraines, puis dans celle de la pandémie a crûment dévoilé la dissonance entre son indépendance *de jure* et ses pratiques *de facto*. La question se pose dès lors d'un possible basculement vers un nouveau régime de *central banking* qui réduirait ce décalage, tout en apportant une réponse à la nécessaire implication des banques centrales dans la transition écologique et sociale.

De ce point de vue, la prise de conscience de l'urgence climatique est partie prenante du diagnostic d'inadéquation du modèle de banque centrale indépendante aux défis économiques, écologiques et sociaux du XXI<sup>e</sup> siècle. Dans la gestion financière de la crise environnementale, les banques centrales sont appelées à renouer avec « l'art du banquier central », c'est-à-dire avec une conception plus discrétionnaire de leur action [Hawtrey, 1932]. Toutefois, un tel art ne doit pas être compris comme le produit d'un artiste isolé dans une tour d'ivoire, mais comme une expérience définie par la coexistence d'un pluralisme de points de vue exprimés dans un cadre commun [Dewey, 1934]. Dans ce dernier sens, l'art peut alimenter la démocratie.

## Bibliographie

- AGLIETTA M. (1992), « L'indépendance des banques centrales : leçons pour la banque centrale européenne », *Revue d'économie financière*, vol. 22, n° 3, p. 37-56.
- ALESINA A. (1988), « Macroeconomics and Politics », *NBER Chapters*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- BAER M., CAMPIGLIO E., DEYRIS J. (2021), « It takes two to dance: Institutional dynamics and climate-related financial policies », *Ecological Economics*, vol. 190, p. 107210.
- BAKER A. (2015), « The bankers' paradox: the political economy of macroprudential regulation », *LSE Research Online Documents on Economics*, 61998, London School of Economics and Political Science, LSE Library.
- BARRO R.J., GORDON D. B. (1983), « A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 4, p. 589-610.
- BCE (2022), *La BCE prend de nouvelles mesures visant à intégrer le changement climatique à ses opérations de politique monétaire*.
- BENNANI H. (2015), « Dissecting the brains of central bankers: The case of the ECB's Governing Council members on reforms », *International Economics*, vol. 141, p. 97-114.
- BLOT C. (2018), « Les banques centrales peuvent-elles encore être indépendantes ? », *Revue française d'économie*, vol. 33, n° 3, p. 127-164.
- BOER N. DE, KLOOSTER J. VAN 'T. (2020), « The ECB, the courts and the issue of democratic legitimacy after Weiss », *Common Market Law Review*, vol. 57, n° 6.
- BOER N. DE, KLOOSTER J. VAN 'T. (2021), « The ECB's neglected secondary mandate: An inter-institutional solution », *preprint, Open Science Framework*.
- BOLTON P., DESPRES M., PEREIRA DA SILVA L. A., SVARTZMAN R., SAMAMA F., BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2020), *The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change*.
- BORDO M. D., EITRHEIM Ø., FLANDREAU M., QVIGSTAD J. F. (2016), *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*, Cambridge, Cambridge University Press, 717 p.
- BRAUN B. (2020), « Central banking and the infrastructural power of finance: the case of ECB support for repo and securitization markets », *Socio-Economic Review*, vol. 18, n° 2, p. 395-418.
- BRAUN B., CARLO D. D., DIESSNER S. (2022), « Planning laissez-faire: Supranational central banking and structural reforms », *Zeitschrift für Politikwissenschaft*, vol. 32, n° 3, p. 707-716.
- BUITER W. (1999), « Alice in Euroland », *Journal of Common Market Studies*, vol. 37, n° 2, p. 181-209.
- BUITER W. H. (2014), « Central banks: Powerful, political and unaccountable? », *Journal of the British Academy*, vol. 2, p. 269-303.
- CAPIE F., GOODHART C., SCHNADT N. (1994), « The development of central banking », dans *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge, Cambridge University Press, p. 1-261.

- CARNEY M. (2015), « Breaking the Tragedy of the Horizon—climate change and financial stability », *Speech given at Lloyd's of London*, vol. 29, p. 220-230.
- CHENET H., RYAN-COLLINS J., LERVEN F. van (2021), « Finance, climate-change and radical uncertainty: Towards a precautionary approach to financial policy », *Ecological Economics*, vol. 183, p. 106957.
- CHOPRA A., GROS D., WHELAN K. (2015), *The ECB's role in the design and implementation of (financial) measures in crisis-hit countries*.
- CLAEYS G., DOMÍNGUEZ-JIMÉNEZ M. (2020), *How Can the European Parliament Better Oversee the European Central Bank?*, p. 30.
- CLAEYS G., HALLERBERG M., TSCHKEKASSIN O. (2014), *European Central Bank accountability: How the monetary dialogue could be improved*, Research Report, 2014/04, Bruegel Policy Contribution.
- CLARIDA R., GALÍ J., GERTLER M. (1999), « The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, n° 4, p. 1661-1707.
- COLLINS M. (1993), *Central Banking in History*, Books, Edward Elgar Publishing.
- DAFERMOS Y., GABOR D., NIKOLAIDI M., PAWLOFF A., LERVEN F. VAN (2020), *Decarbonising is easy. Beyond market neutrality in the ECB's corporate QE*, London, New Economics Foundation.
- DEWEY J. (1934), *L'art comme expérience*, Paris, Gallimard.
- DEYRIS J. (2023), « Too green to be true? Forging a climate consensus at the European Central Bank », *New Political Economy*, vol. 28, n° 5, p. 713-730.
- DIESSNER S., LISI G. (2020), « Masters of the "masters of the universe"? Monetary, fiscal and financial dominance in the Eurozone », *Socio-Economic Review*, vol. 18, n° 2, p. 315-335.
- DIETSCH P., CLAVEAU F., FONTAN C. (2019), *Les Banques centrales servent-elles nos intérêts ?*, Paris, Raisons d'agir, 126 p.
- DILEO M., RUDEBUSCH G. D., KLOOSTER J. VAN 'T (2023), « Why the Fed and ECB Parted Ways on Climate Change », *Monetary Policy*.
- DUMÉNIL G., LÉVY D. (2003), « Le coup de 1979-Le choc de 2000 », *Mondialisation et impérialisme*, p. 33-42.
- ELDERSON F. (2021), *Vers une politique monétaire plus « verte »*.
- EPSTEIN G. (2005), *Central Banks as Agents of Economic Development*.
- FABO B., JANČOKOVÁ M., KEMPF E., PÁSTOR Ľ. (2021), « Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics », *Journal of Monetary Economics*, vol. 120, p. 1-20.
- FONTAN C., CLAVEAU F., DIETSCH P. (2016), « Central banking and inequalities: Taking off the blinders », *Politics, Philosophy & Economics*, vol. 15, n° 4, p. 319-357.
- FONTAN C., DE CABANES A. (2019), « La Cour de justice face à Gauweiler. La mise en récit de l'indépendance de la BCE », in BAILLEUX A., BERNARD É., JACQUOT S., *Les récits judiciaires de l'Europe : concepts et typologie*, Bruxelles, Brulant.
- FORDER J. (2005), « Why Is Central Bank Independence So Widely Approved? », *Journal of Economic Issues*, vol. 39, n° 4, p. 843-865.

- GOODFRIEND M. (2007), « How the World Achieved Consensus on Monetary Policy », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n° 4, p. 47-68.
- GOODHART C. (2010), *The Changing Role of Central Banks*, SSRN Scholarly Paper, ID 1717776, Rochester, NY, Social Science Research Network.
- GOODHART C., LASTRA R. (2018), « Potential threats to central bank independence », *VoxEU.org*.
- HAWTREY R. G. (1932), *The Art of Central Banking*, Longmans, Green and Company.
- HONOHAN P. (2019), « Should Monetary Policy Take Inequality and Climate Change into Account? », *Working Paper Series*, WP19-18, Peterson Institute for International Economics.
- IOANNIDIS M., HLÁSKOVÁ S. J., ZILIOLO C. (2021), « The Mandate of the ECB: Legal Considerations in the ECB's Monetary Policy Strategy Review », *SSRN Electronic Journal*.
- JABKO N., KUPZOK N. (2024), « Indirect responsiveness and green central banking », *Journal of European Public Policy*, vol. 31, n° 4, p. 1026-1050.
- JOURDAN S., DIESSNER S. (2019), « From Dialogue to Scrutiny: Strengthening the Parliamentary oversight of the European Central Bank », *Positive Money Europe*, p. 28.
- KAPSTEIN E. B. (1992), « Between power and purpose: central bankers and the politics of regulatory convergence », *International Organization*, vol. 46, n° 1, p. 265-287.
- KIRSHNER J. (2001), « The Political Economy of Low Inflation », *Journal of Economic Surveys*, vol. 15, n° 1, p. 41-70.
- KISCH C. H., ELKIN W. A. (1928), *Central banks*, Londres, Macmillan and Co, Limited.
- KLOOSTER J. VAN T. (2021), « Technocratic Keynesianism: a paradigm shift without legislative change », *New Political Economy*, n° 5, p. 771-778.
- KLOOSTER J. VAN 'T, TILBURG R. VAN (2020), « Targeting a sustainable recovery with Green TLTROS », *Positive Money Europe & Sustainable Finance Lab*, p. 27.
- KYDLAND F. E., PRESCOTT E. C. (1977), « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n° 3, p. 473-491.
- MABBETT D., SCHEKLE W. (2019), « Independent or lonely? Central banking in crisis », *Review of International Political Economy*, vol. 26, n° 3, p. 436-460.
- MATIKAINEN S., CAMPIGLIO E., ZENGHELIS D. (2017), *The climate impact of quantitative easing*, Policy paper, London, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment.
- MCCALLUM B. T. (1995), « Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence », *The American Economic Review*, vol. 85, n° 2, p. 207-211.
- McNAMARA K. (2002), « Rational Fictions: Central Bank Independence and the Social Logic of Delegation », *West European Politics*, vol. 25, n° 1, p. 47-76.
- MISHRA P., RESHEF A. (2019), « How Do Central Bank Governors Matter? Regulation and the Financial Sector », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 51, n° 2-3, p. 369-402.

- MONNET É. (2015), « La politique de la Banque de France au sortir des Trente Glorieuses : un tournant monétariste ? », *Revue d'histoire moderne et contemporaine*, vol. 62-1, n° 1, p. 147.
- MONNET É. (2018), *Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948-1973*, Cambridge, Cambridge University Press, 337 p.
- MONNET É. (2021a), *La Banque-providence : démocratiser les banques centrales et la monnaie*, Paris, Seuil, coll. « La République des idées », 105 p.
- MONNET É. (2021b), « New central banking calls for a European Credit Council », *VoxEU.org*.
- MUSELLA M., PANICO C. (1996), *The Money Supply in the Economic Process*, Books, Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- OLTERMANN P. (2016), « Hard Brexit will cost City of London its hub status, warns Bundesbank boss », *The Guardian*, 19 septembre.
- PANICO C., RIZZA M. O. (2003), « Central Bank Independence and Democracy: A Historical Perspective », in ARENA R., SALVADORI N., *Money credit and the role of state. Essays in honour of Augusto Graziani*, Farnham, Ashgate Publishing Company, p. 23.
- PARKIN M., BADE R. (1978), *Central Bank Laws and Monetary Policies: A Preliminary Investigation*, Working paper, p. 39.
- POWELL J. (2020), *Speech on new economic challenges and the Fed's monetary policy review*.
- RADCLIFFE R. (1959), *Committee on the Working of the Monetary System (named Radcliffe Report)*, Report, Her Majesty's Stationery Office London.
- RAJAN R. G. (2012), « The Only Game in Town, by Raghuram G. Rajan », *Project Syndicate*.
- REICHLIN L., ADAM K., MCKIBBIN W. J., MCMAHON M., REIS R., RICCO G., WEDER DI MAURO B. (2021), *The ECB strategy: The 2021 review and its future*, Centre for Economic Policy Research.
- ROGOFF K. (1985), « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n° 4, p. 1169-1189.
- SCHMIDT V. A. (2016), « Reinterpreting the rules "by stealth" in times of crisis: a discursive institutionalist analysis of the European Central Bank and the European Commission », *West European Politics*, vol. 39, n° 5, p. 1032-1052.
- SCHNABEL I. (2021a), « From market neutrality to market efficiency », ECB DG-Research Symposium *Climate change, financial markets and green growth*.
- SCHNABEL I. (2021b), « Monetary policy and inequality », virtual conference on *Diversity and Inclusion in Economics, Finance, and Central Banking*.
- SCHNABEL I. (2022), « Looking through higher energy prices? Monetary policy and the green transition », *Climate and the Financial System* at the American Finance Association, Virtual Annual Meeting.
- SCIALOM L. (2021), « La responsabilité sociétale des banques centrales », *Revue d'économie financière*, vol. 144, n° 4, p. 215-226.
- SCIALOM L. (2022), « Les banques centrales au défi de la transition écologique », *Revue économique*, vol. 73, n° 2, p. 219-242.
- SIMMEL G. (2013), *Philosophie de l'argent*, 3<sup>e</sup> éd., Paris, PUF, Quadrige.

- STIGLITZ J. (1998), « Central Banking in a Democratic Society », *Central Banking*, p. 30.
- THE IRISH TIMES (2020), « The Irish Times view on banks' mortgage policies: time for a little understanding », juillet, *The Irish Times*.
- VALE A. DO (2021), « Central bank independence, a not so new idea in the history of economic thought: a doctrine in the 1920s », *The European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 28, n° 5, p. 811-843.
- VALE A. DO (2022), *L'indépendance des banques centrales à l'aune de l'histoire de la pensée et des pratiques*, Paris, Classiques Garnier, Bibliothèque de l'économiste, 378 p.
- WEBER I. (2021), « We have a powerful weapon to fight inflation: price controls. It's time we consider it », *The Guardian*, 29 décembre.
- WRAY L. R. (2007), « A Post Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets, and the Rules versus Discretion Debate », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, n° 1, p. 119-141.