

NEUTRALITÉ DE MARCHÉ OU EFFICACITÉ DE MARCHÉ ?

La BCE face à l'urgence climatique

Hubert Kempf

École normale supérieure Paris Saclay, Université Paris Saclay, Centre d'économie Paris Saclay, OFCE¹

La reconnaissance publique par les principaux responsables de la Banque centrale européenne (BCE) des dommages majeurs créés par le dérèglement climatique a amené certains d'entre eux à mettre en question la « neutralité de marché » comme un des principes que devait respecter dans sa prise de décision l'institut d'émission européen et à avancer au contraire le principe d'« efficacité de marché ». Cela a nourri une controverse dont l'enjeu est le cadre institutionnel de la BCE et la possibilité d'adopter une politique monétaire capable de contribuer à la lutte contre le dérèglement climatique.

Mots clés : Banque centrale, euro, politique monétaire, neutralité de marché.

Par l'accord de Paris de 2015, lors de la 21^e réunion de la Conférence des Parties (COP 21), les dirigeants des pays membres de l'Organisation des Nations unies (ONU) se sont publiquement rangés à l'avis énoncé par le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) depuis de nombreuses années sur la gravité du phénomène du réchauffement climatique et de ses conséquences potentiellement désastreuses. Certes, les États-Unis se sont retirés de l'accord, à la suite de l'élection en 2020 de Donald Trump comme président de la République, mais dans des conditions telles que ce

1. Je remercie Stanislas Fontan pour m'avoir communiqué certaines références bibliographiques. Je remercie également les rapporteurs anonymes ainsi que Vincent Touzé pour leurs commentaires et remarques sur une version antérieure de cet article. Je reste seul responsable des opinions qui y sont exprimées et des erreurs éventuelles qui s'y trouvent.

retrait a été perçu par la communauté internationale plutôt comme un déni de la réalité que comme une remise en cause sérieuse de ce consensus appuyé sur des données scientifiques toujours plus nombreuses.

Dans ces conditions, de nombreux pays ont mis en place des politiques publiques de lutte contre le dérèglement climatique, plus ou moins ambitieuses, plus ou moins volontaristes. Les banques centrales, investies de responsabilités publiques, se sont, elles aussi, mobilisées et ont cherché à contribuer à cet effort collectif. Cela pose la question du mandat qui leur est confié mais aussi des moyens dont elles disposent et du cadre institutionnel dans lequel elles opèrent.

L'engagement de la Banque centrale européenne (BCE), une des banques centrales les plus impliquées dans cette lutte et en tout cas une des plus en vue, a engendré un débat interne mais public sur les principes sur lesquels fonder son action : doit-elle promouvoir une « neutralité de marché » ou plutôt rechercher une « efficacité de marché » ?

Dans cet article, nous cherchons à éclairer ce débat en précisant d'abord les termes : comment les banques centrales ont-elles exprimé leur prise de conscience du sujet climatique ? Nous examinons ensuite les défis que représente, pour la BCE, l'adaptation de sa politique monétaire pour satisfaire un objectif d'« efficacité » climatique tout en respectant le mandat qui lui est confié, implicitement « neutre » sur ce sujet. Nous concluons que la BCE ne pourra pas échapper à une évaluation de son action en matière de lutte contre le dérèglement climatique mais que cela amène à s'interroger sur la pertinence du concept d'indépendance et sur les rapports entre l'institut d'émission européen et le politique.

1. Les banques centrales face au dérèglement climatique : prise de conscience et nouveaux narratifs

Reconnaissons qu'il n'est pas évident de lier la politique monétaire, responsabilité éminente des banques centrales, et le dérèglement climatique. La politique monétaire est affaire de court terme et de stabilisation de la conjoncture tandis que le réchauffement climatique est un phénomène de très long terme. Or, traditionnellement, la politique monétaire est considérée comme n'ayant pas d'impact à long terme. Mais en admettant même que cette assertion soit correcte, on

ne peut penser que le réchauffement climatique n'a pas d'impact immédiat, ni qu'il n'a pas d'incidences dans le court terme. Il n'est donc pas possible de défendre la position selon laquelle une banque centrale peut agir sans se préoccuper de ces incidences. On peut distinguer deux volets en la matière.

1. *De nouveaux risques.* En 2015, Mark Carney, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre, a été le premier banquier central à reconnaître la nécessité de prendre en compte les effets du réchauffement climatique (Carney, 2015). Il circonscrit cependant cette prise en compte aux risques de crise financière systémique causés par ce phénomène et énonce trois types de risques qui ne peuvent être négligés :

- Les risques physiques, comme les catastrophes qui ont un impact sur la situation financière des compagnies d'assurance, ou la transformation des conditions de production qui modifie la rentabilité des projets d'investissement.
- Les risques de transition, liés à la mise en place de filières ou de processus productifs décarbonés, aux effets incertains, engendrant donc des conséquences financières elles aussi aléatoires et difficiles à prévoir.
- Les risques de responsabilité, liés à des plaintes en justice pour raison d'insuffisance dans la lutte contre le dérèglement climatique.

Aussi utile qu'il ait été le discours de Mark Carney pour sortir la communauté des banques centrales du déni, ses limites étaient évidentes. D'une part, il ne disait rien sur la politique monétaire proprement dite, et d'autre part, il restait muet sur les actions à entreprendre.

2. *La modification des chocs à prendre en compte et des mécanismes de transmission de la politique monétaire.* Benoît Cœuré, à l'époque membre du directoire la BCE, est le premier dirigeant à explicitement faire le lien entre politique monétaire et réchauffement climatique dans un discours prononcé le 8 novembre 2018 (Cœuré, 2018). Il avance deux arguments. Le premier est que ce phénomène introduit de nouveaux chocs, qui sont de l'ordre de l'offre, c'est-à-dire qu'ils modifient les conditions de production de biens et services. Le second est qu'il modifie les canaux de transmission de la politique monétaire. Pour ces deux raisons, Cœuré conclut que les « banques centrales elles-mêmes peuvent jouer un rôle dans la maîtrise des risques associés au changement climatique, tout en restant dans le cadre de [leur] mandat institutionnel ».

Ainsi, il était quasiment officiellement reconnu que le banquier central ne peut se désintéresser du réchauffement climatique et de ses conséquences potentiellement catastrophiques. Cette prise de conscience à travers des représentants éminents de la communauté des banquiers centraux était alors en contradiction manifeste avec l'indifférence aux enjeux climatiques des banquiers centraux – ou leur ignorance. Dans la pratique, dans la décennie 2010, la conduite de la politique monétaire par les banques centrales non seulement ne montrait pas une attention particulière à la lutte contre le dérèglement climatique mais au contraire y contribuait. Matikainen, Campiglio et Zenglielis (2017, p. 1) ont cherché s'il existait un biais favorisant les titres d'entreprises émettrices de gaz à effet de serre dans les programmes d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) mis en place par la BCE et la Banque d'Angleterre. Leur conclusion est sans appel :

Sectoral analysis of the quantitative easing (QE) corporate bond purchase programmes of the European Central Bank (ECB) and the Bank of England suggests a skew towards high-carbon sectors. Calculations made using publicly available information indicate that 62.1 per cent of ECB corporate bond purchases take place in the sectors of manufacturing and electricity and gas production, which alone are responsible for 58.5 per cent of Eurozone area greenhouse gas emissions, but only 18 per cent of gross value added (GVA). For the Bank of England, manufacturing and electricity production – responsible for 52 per cent of UK emissions – make up 49.2 per cent of the eligible benchmark, but only 11.8 per cent of GVA.

On ne peut s'en étonner. Une politique monétaire non conventionnelle est pratiquée lorsque les taux d'intérêt manipulés par la banque centrale sont quasiment nuls et ne peuvent donc plus être modulés. Les instruments alors à sa disposition consistent en la manipulation des postes de son bilan, tant à l'actif qu'au passif, par des opérations de marché ou par des accords de mise à disposition de crédits aux banques commerciales. De fait, entre 2006 et 2020, le bilan de la BCE a été multiplié par sept, atteignant les 7 000 milliards d'euros (Cerclé, Le Bihan et Monot, 2021). Une banque centrale doit intervenir sur les marchés financiers pour acquérir des obligations d'entreprises sans trop les perturber par ses interventions. Elle ne peut donc que privilégier les obligations d'entreprises très capitalistiques. Or celles-ci sont dans les secteurs de l'énergie, des transports et de l'industrie dite « lourde ». Des secteurs fortement émetteurs de gaz à effet de serre.

Face à ce mauvais bilan et à l'impossibilité de négliger les problèmes posés par le dérèglement climatique, se pose la question de savoir comment une banque centrale peut contribuer à la lutte contre le dérèglement climatique. On peut envisager trois domaines d'action pour une banque centrale.

1. Une politique informationnelle (au sens large). Une banque centrale est nécessairement une institution gérant des masses d'informations statistiques considérables tant sur le plan microéconomique que macroéconomique. Certains de ses services sont chargés de modéliser tel ou tel aspect du fonctionnement de l'économie, d'autres établissent des prévisions à des termes différents selon les questions posées. Cet appareil statistique et ces compétences collectives peuvent être utilisés pour mieux comprendre l'impact économique du dérèglement climatique, rendre publiques les statistiques recueillies et les études réalisées et ainsi sensibiliser les pouvoirs publics et plus largement (mais moins sûrement) l'opinion publique.

2. Les placements financiers d'une banque centrale sont un instrument de lutte contre le dérèglement climatique. Ils jouent par des effets prix. Une banque centrale peut favoriser l'achat de titres émis par de faibles émetteurs de dioxyde de carbone (CO₂) et ainsi soutenir leur cours et leur attractivité financière, ou au contraire réduire l'achat de titres émis par des émetteurs importants de CO₂. Elle dispose de deux leviers : les modes de placement de son propre capital, et le choix des titres financiers qu'elle admet en contrepartie de sa politique d'intervention sur le marché monétaire.

3. La politique monétaire peut être conduite en prenant en compte le dérèglement climatique. Partant de la pétition de principe que le dérèglement climatique est dû à des imperfections de marché, il est raisonnable de penser que la banque centrale doit corriger ces imperfections, dans la mesure où elle le peut, et cette préoccupation doit se matérialiser dans la mission première de cette institution, à savoir la politique monétaire (Kempf, 2020 ; voir également Boneva, Ferrucci et Mongelli, 2022).

Dans les faits, à la suite des premières manifestations officielles, des mesures ont été prises, des évolutions constatées. En 2017 est créé le Network for the Greening of the Financial System (NGFS) à l'initiative de la Banque de France qui en assure le secrétariat. En 2026, ce réseau compte 149 membres, banques centrales et organismes de supervision bancaire et financière, et 24 institutions au statut d'observateur. Le

NGFS est l'institution internationale chargée de la politique d'information sur le dérèglement climatique à destination de la communauté financière². La Banque d'Angleterre est certainement la banque la plus représentative des politiques adoptées par les banques centrales : reconnaissant la réalité, développant études et scénarios sur le sujet, préoccupée par la dimension financière du problème, et insistant sur les questions d'information et de supervision (Talbot, 2026). Pourtant, toutes les banques centrales n'estiment pas que la lutte contre le dérèglement climatique fait partie de leurs missions. C'est le cas de la Réserve fédérale américaine dont le président actuel, Jerome Powell, a déclaré le 10 janvier 2023 : « Nous ne sommes pas, et nous ne serons pas, des faiseurs de climat [*climate-maker*]³. »

Pour ce qui est de la BCE, son document synthétique le plus récent mentionne des actions dans plusieurs domaines : la gestion des titres liés à la politique monétaire inscrits à son bilan, l'évaluation des risques par le biais de tests de tension (*stress tests*) et de scénarios, la supervision des banques et des risques climat qu'elles encourent, la poursuite de la recherche sur le dérèglement climatique (ECB, 2026 ; voir également Alogoskoufis *et al.*, 2021, et NGFS, 2026). En tant qu'instance de supervision de l'union bancaire européenne, la BCE a publié en 2020 un « guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement » qui détaille les « attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques » (BCE, 2020). Elle est en mesure de demander aux banques commerciales de rendre publique leur exposition via les crédits distribués aux risques environnementaux (voir Banque de France, 2025)⁴. Elle a ainsi infligé le 12 février 2026 une amende de 7,55 millions d'euros au Crédit Agricole pour n'avoir « pas suffisamment évalué la matérialité de ses risques climatiques et environnementaux avant l'échéance », qui était fixée au 31 mai 2024 (Tachdjian, 2026). Cette décision fait suite à l'amende de 187 650 euros imposée en 2024 à la banque espagnole ABANCA, elle aussi pour non-respect d'une décision de la BCE, prise le 1^{er} décembre

2. Voir le site du NGFS : <https://www.ngfs.net/en/about-us/>

3. Intervention lors de l'International Symposium on Central Bank Independence qui se tenait à Stockholm : <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/conferences/2023/international-symposium-on-central-bank-independence/>

4. Je remercie un rapporteur anonyme pour m'avoir signalé cette décision de la BCE et, plus généralement, pour la mention de sa capacité d'action en tant que superviseur bancaire. Dans un document de travail de la BCE, Altavilla *et al.* (2024) ont montré comment il est possible d'utiliser le registre des crédits dans la zone euro et des données sur les émissions carbone pour mettre en évidence un canal du risque de crédit lié au climat. Voir également Redondo et Aracil (2024).

2023, en matière de risques liés au climat et à l'environnement. Plus précisément, ABANCA fut sanctionnée comme le Crédit Agricole pour n'avoir pas suffisamment évalué et renseigné l'importance de ses risques liés au climat et à l'environnement avant la date limite prévue (31 mars 2024). Ces deux décisions de la BCE montrent que les banques opérant en Europe doivent maintenant s'attendre à une vigilance et sévérité accrues de la part des autorités prudentielles européennes. Sans sous-estimer la portée du signal ainsi envoyé au secteur bancaire ni préjuger de l'efficacité de la mesure, notons tout de même que celle-ci ne porte que sur un défaut d'information et de suivi des conséquences climatiques de la politique financière de la banque, non sur les mesures elles-mêmes.

En revanche, bien peu d'attention est apportée à la conduite de la politique monétaire proprement dite. Il est symptomatique que le rapport interne à la BCE sur sa stratégie monétaire daté d'août 2025 ne mentionne pas la question du climat (ECB, 2025 ; voir également Aubrechtova *et al.*, 2023). En résumé, malgré la prise de conscience par ses responsables des conséquences économiques et financières désastreuses du dérèglement climatique, le bilan des actions et des transformations structurelles effectives de la BCE liées à l'intégration des problématiques environnementales dans la sphère financière et bancaire est non négligeable mais faible. Comme nous l'écrivions en 2025, « au vu de ses décisions passées, il s'en faut donc de beaucoup que la BCE voie la vie en vert » (Kempf, 2025).

2. De la « neutralité de marché » à l'« efficacité de marché » : la BCE face un changement de paradigme ?

Au vu de ce constat, entre les manifestations rhétoriques d'inquiétude face au dérèglement climatique des dirigeants de la BCE et le résultat particulièrement modeste des actions effectivement menées en matière de dérèglement climatique, il y a tout lieu de s'interroger. On peut en particulier penser que le cadre théorique utilisé pour penser l'action de la BCE n'est pas adapté. Nul ne peut reprocher aux fondateurs de l'Union économique et monétaire d'avoir négligé la question du réchauffement climatique ou plus largement des problèmes environnementaux. Dans les années de gestation de l'euro, les années 1980, ces questions n'avaient pas pris l'importance dramatique qu'elles ont maintenant. La réflexion macroéconomique tournait autour de la stabilisation du cycle et du dilemme inflation-chômage. En

matière institutionnelle, les discussions portaient sur la façon de combiner ou de concilier des philosophies de l'action publique différentes et d'insérer la zone euro dans le système politique européen (voir Brunnermeier, James et Landau, 2016). Au surplus, les principes néolibéraux étaient dominants dans les instances gouvernementales internationales⁵. Le résultat tel que fixé dans le traité de Maastricht a été un institut d'émission considéré comme le plus « indépendant » du politique parmi les banques centrales des pays de l'OCDE (voir Weber et Forscher, 2014). Dans ces conditions et dans cet environnement intellectuel, il n'est pas étonnant que les responsables de la politique monétaire européenne aient pensé que leur décision devait se conformer à un principe de neutralité de marché. La « neutralité de marché » est une expression fréquente et régulièrement utilisée depuis quelques années par les responsables de la BCE au plus haut niveau, alors même que les économistes académiques l'ignorent. La présidente de la BCE, Christine Lagarde, l'emploie souvent, y voyant un « concept approprié et utile pour définir le cadre de la politique monétaire européenne⁶ ». Il n'est pas exagéré d'affirmer qu'elle fait partie du langage propre (du jargon, serait-on tenté de dire) des banquiers centraux et que les responsables européens en font un usage intensif car elle leur apparaît nécessaire pour exprimer des préoccupations qui sont spécifiques à la BCE⁷.

L'expression est utilisée en finance, mais dans un tout autre sens que celui retenu par les banquiers centraux. Une stratégie financière est dite « neutre vis-à-vis du marché » si elle cherche à éviter certains risques, en règle générale par des opérations de couverture (*hedging*). Un portefeuille est dit parfaitement neutre vis-à-vis d'un risque s'il est parfaitement décorrélé de ce risque. Un fonds spéculatif adopte une stratégie « neutre » s'il cherche des opportunités de placement sur certains actifs tout en maintenant constante son exposition au risque à l'égard de grands secteurs industriels, de grandes zones géographiques

5. Le terme « néolibéral » est utilisé ici sans intention polémique et renvoie à une conception normative de la société comme étant fondée sur des institutions fortes et un fonctionnement le moins entravé possible du marché, de façon à limiter l'impact économique des décisions de gouvernements issus de procédures démocratiques et soumis aux luttes des groupes d'intérêt. Voir Slobodian (2025).

6. C. Lagarde, « Letter from the ECB President to Mr Markus Ferber, MEP, on climate change », 11 novembre 2022, citée par Solana et Goldoni (2024, n. 151). Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, utilise également cette expression dans sa communication. Voir par exemple Bailey (2021).

7. Solana et Goldoni (2024) recensent 216 occurrences du terme depuis 2001 dans les documents mis en ligne par la BCE, dont 44 dans les discours de ses responsables. L'expression n'est mentionnée que 55 fois sur le site de la Banque d'Angleterre.

ou de grandes catégories d'actifs. Par extension, la politique monétaire est neutre quand les opérations sur les marchés financiers qui lui sont liées ne modifient pas les prix relatifs des actifs financiers. En particulier, les règles très strictes concernant les actifs inscrits par achat temporaire ou permanent au bilan de l'institut d'émission sont censées limiter au maximum les risques de perte en capital supportés par l'institut. En se concentrant sur des actifs « sans risque », la détermination des primes de risque sur les autres actifs est laissée aux intervenants privés sur les marchés financiers. Les défauts sur les actifs risqués engendrant des pertes pour les créanciers, donc des effets redistributifs notables, le fait que la banque centrale soit protégée de ces risques implique que ses interventions sur les marchés financiers n'ont pas de conséquences (re)distributives, ce qui légitime son statut d'institution indépendante du politique (voir Bindseil et Papadia, 2006 ; Chailloux, McCraighrin et Gray, 2008). Faut-il ajouter que les politiques non conventionnelles qui ont été menées par la BCE après 2008 et qui ont fait que son bilan a culminé à 7 000 milliards d'euros ont mis à mal cet objectif de neutralité de marché ?

2.1. L'émergence d'une controverse

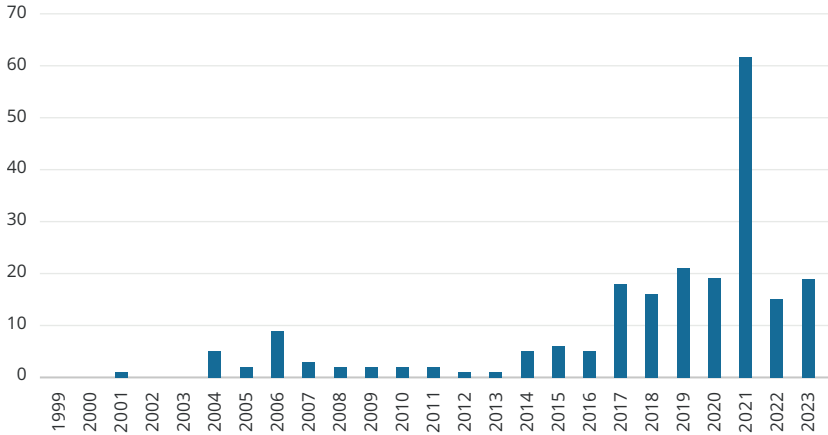
De fait, le sujet n'a pas (trop) attiré l'attention jusqu'à une date récente, liée à la reconnaissance publique par la communauté des banquiers centraux de l'impact du dérèglement climatique. Le graphique 1 montre la fréquence d'usage de l'expression « *market neutrality* » dans les publications de la BCE au cours du temps. On constate une augmentation de cette fréquence après 2017, date de création du NGFS, suivie d'une diminution nette dans les années récentes.

Le graphique 2 montre que l'usage de l'expression n'est pas limité à certains types de document mais qu'il est général, se retrouvant aussi bien dans des documents scientifiques que dans des documents politiques et à destination du grand public comme les discours. C'est cependant dans ces derniers que l'expression apparaît le plus souvent, ce qui montre l'importance que les dirigeants, et en particulier les membres du directoire, y ont attachée.

Cette utilisation intensive est le reflet d'une controverse interne à la BCE, en lien avec la question du dérèglement climatique et de sa prise en compte dans les actions de la banque, controverse qui s'est développée dans les années récentes entre ses responsables et qui oppose la

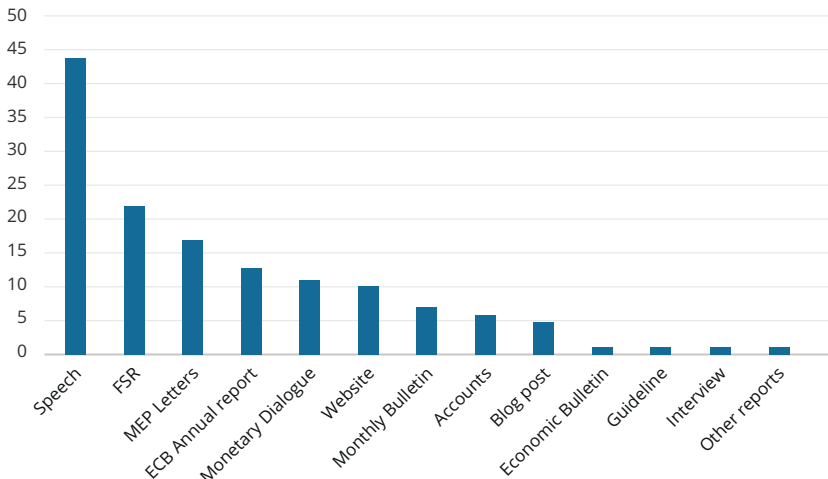
« neutralité de marché » à l'« efficacité de marché ». Dans la mesure où elle éclaire les dilemmes actuels dans lesquels se trouve la BCE et porte sur des points fondamentaux de son action et de sa légitimité, il apparaît intéressant de tenter de la comprendre.

Graphique 1. Nombre d'occurrences dans les publications de la BCE



Source : Solana et Goldoni (2024).

Graphique 2. Nombre d'occurrences par support de publication de la BCE



Source : Solana et Goldoni (2024).

Isabel Schnabel (2021, p. 55), membre du directoire de la BCE, est la responsable de la banque centrale qui a posé la question de savoir si l'objectif de « neutralité de marché », avancé comme un principe de la politique monétaire européenne, était compatible avec la nécessité d'agir contre le dérèglement climatique : « [...] *emission-intensive sectors tend to have large fixed long-term capital investment needs and generally issue bonds more frequently. As a result, CSPP (Public Sector Purchasing Programme)-eligible debt and the ECB's portfolio exhibit high emission intensity. In other words, adherence to the market neutrality principle is likely to perpetuate preexisting market failures or even exacerbate market inefficiencies that give rise to a suboptimal allocation of resources.* »

Une fois ce diagnostic établi et affirmé, un responsable d'institution publique se doit de réfléchir à la façon de contrer ces effets, voire de contribuer à les réduire. C'est bien ce qu'avance Schnabel (*ibid.*) : « *With its new strategy and action plan, the ECB acknowledges that climate change is a global challenge that requires an urgent policy response, including from central banks. Within our mandate, we are determined to contribute to accelerating the transition to a carbon-neutral economy.* »

Il s'agit là d'une affirmation forte, audacieuse, voire aventurée. Elle est pourtant unanimement partagée par les responsables de la BCE à la suite de la ratification de l'accord de Paris en 2015⁸. Jens Weidmann, alors président de la Bundesbank, considéré comme un faucon en matière de politique monétaire et gardien de la position « orthodoxe » de l'Allemagne, avance par exemple dans un discours en 2020 qu'une banque centrale doit, comme tout agent et en particulier toute institution publique, se soucier du dérèglement climatique : « *I believe that every one of us should be doing more about climate change. Clearly, it is also up to central banks to do their part. And this certainly goes beyond reducing their carbon footprint as institutions*⁹. » Il exprime là une position forte dans sa généralité mais vague dans ses implications. Schnabel (2022) a poursuivi sa réflexion en cherchant à établir un lien

8. Voir <https://www.ecologie.gouv.fr/sites/default/files/documents/Accord%20de%20Paris.pdf>

9. Jens Weidmann fut nommé président de la Bundesbank par Angela Merkel en 2011. Il fut renommé en 2019 mais il annonça sa démission le 20 octobre 2021, en désaccord avec la politique monétaire menée par la BCE. Voir Le Monde avec AFP, 2021, « Démission surprise de Jens Weidmann, le président de la Bundesbank, sur fond d'incertitude concernant la politique monétaire européenne », *Le Monde*, 20 octobre, https://www.lemonde.fr/economie/article/2021/10/20/demission-surprise-du-president-de-la-bundesbank-sur-fond-d-incertitude-concernant-la-politique-monnaire-europeenne_6099231_3234.html

entre le réchauffement climatique et la politique monétaire, mission centrale d'une banque centrale, via son impact sur l'inflation. Dans un discours prononcé le 27 mars 2022, elle distingue trois composants de l'inflation liés au climat et à la politique climatique :

- la « *climateflation* » : le composant lié aux conséquences nominales du dérèglement climatique, en termes de hausse des coûts dus aux catastrophes naturelles et aux effets de pénurie liés à la hausse des températures ;
- la « *fossilflation* » : le composant lié au renchérissement du coût de l'énergie fossile ;
- la « *greenflation* » : le composant lié aux coûts de mise en place de la transition énergétique.

Sur ce dernier point, Schnabel a avancé, dans un discours ultérieur prononcé le 10 janvier 2023 à la Banque des règlements internationaux, que le coût de la transition vers une énergie décarbonée, impliquant des investissements importants, était sensible au taux d'intérêt, donc à la conjoncture économique et par extension à la politique monétaire. La légèreté de l'analyse mise à part, un message clair est affirmé : la politique monétaire ne peut négliger la transition énergétique. La question se pose immédiatement de savoir ce qu'une banque centrale peut faire en matière de lutte contre l'émission de gaz à effet de serre puisque c'est bien de cela qu'il s'agit pratiquement. Quelles actions de la BCE sont concernées ?

Schnabel (2023) a affirmé publiquement et de façon répétée être en faveur d'une politique monétaire adaptée pour tenir compte du dérèglement climatique : « *As independent guardian of the single currency, we are investigating if and how our monetary policy operations and portfolios could be adjusted to reflect the fact that climate change, if not addressed swiftly, may affect the economy in ways that pose potentially material risks to price stability in the medium to long term.* »

Cela pose évidemment de multiples questions, et en particulier celle du bien-fondé d'une telle approche. La politique monétaire est en effet une politique macroéconomique de court et de moyen terme, dont la responsabilité première est d'assurer la maîtrise des évolutions nominales de façon à faciliter la stabilisation du cycle économique. Il est compréhensible que la position de Schnabel puisse être discutée, voire non partagée. Elle ne s'impose pas avec la force de l'évidence. C'est ce que manifeste Jens Weidmann (2019), dont on a vu qu'il partage la préoccupation exprimée par Schnabel qui ne la rejoint pas sur ce que

doit être l'agenda climatique de la BCE. Son désaccord porte exclusivement sur la question de la politique monétaire : « *Monetary policy cannot be a substitute for putting the right price tag on carbon emissions. And I am very critical of suggestions that monetary policy should be used to actively pursue climate policy goals.* »

Weidmann critique l'idée qu'une banque centrale serait fondée à interférer avec la fixation des prix de certains actifs par le marché, et par contrecoup avec le système de prix marchands. Cette absence d'interférence peut être qualifiée de respect de la « neutralité de marché ». Weidmann justifie sa position en évoquant trois raisons :

- La mission première et principale de la politique monétaire doit être la stabilité des prix. Dans le cas d'une séquence d'inflation élevée, la BCE peut être amenée à réduire ses achats de titres et à minorer la question climatique¹⁰.
- La BCE ne peut mener une politique discriminante, favorisant certaines industries au détriment d'autres, car elle n'en a pas le mandat¹¹.
- La BCE doit être attentive à ne pas voir s'étendre insidieusement les missions qu'elle assume. Impliquer la politique monétaire dans la lutte contre le dérèglement climatique revient à créer un précédent dangereux dans la mesure où d'autres problèmes pourraient alors apparaître de la responsabilité de la BCE¹².

Ces prises de position opposées de responsables de la BCE montrent clairement que le dérèglement climatique amène à s'interroger sur la mission et les responsabilités de la banque et son rôle dans le fonctionnement de l'économie européenne. Les responsables de la BCE se pensaient assurés que la politique monétaire, même non conventionnelle, pouvait être menée dans le respect d'une « neutralité de marché ». Mais cette assurance intellectuelle est mise en cause par l'admission progressive par les banquiers centraux (très progressive : le NGFS est créé à l'initiative de la Banque de France en 2016, plus de

10. « *First, conflicts with our primary objective of price stability may arise. Indeed, it would be short-sighted to assume that inflation will hover at very low levels forever. When necessary in order to maintain price stability, the Eurosystem needs to apply the brakes and scale back its asset purchases or portfolio. But the need to promote the transition of the economy would not simply vanish.* »

11. « *Second, it is not the task of the Eurosystem to penalise or subsidise certain industries.* »

12. « *Third, central banks should beware of mission creep. To quote Jean Tirole once more: "We must resist this trend of governmental agencies becoming jacks of all trades and masters of none. [...] an agency's sense of mission [...] should not be 'polluted' through considerations that can be dealt with [using] other, proper instruments." Otherwise, central banks will soon face calls to correct market outcomes in other areas as well.* »

20 ans après l'adoption du protocole de Kyoto en 1995, 30 ans après la création du GIEC en 1988) des risques et des dommages créés par l'émission de gaz à effet de serre. D'où la question posée par Schnabel : la neutralité de marché a-t-elle encore un sens ? On voit que la controverse sur la « neutralité de marché », issue de la constatation quasi unanime de la responsabilité humaine dans le dérèglement climatique, porte sur les missions mêmes d'une banque centrale et ainsi, sur ses rapports avec son environnement social et politique.

2.2. Comprendre la « neutralité de marché »

Avancer sur ces points implique avant toute chose que la « neutralité de marché » soit bien définie et bien comprise. Ce qui est loin d'être le cas, tant les termes utilisés et les discours des praticiens de la politique monétaire européenne sont peu clairs, en particulier pour des économistes familiers des analyses académiques. Christine Lagarde considère par exemple la neutralité de marché indifféremment comme un principe, un concept ou une notion, comme le remarquent Solana et Goldoni (2024). Quant à Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE depuis 2020 et ancienne professeure d'économie des marchés financiers à l'Université de Bonn, elle utilise l'expression de « *market efficiency* » sans distinguer l'usage qu'elle en fait (que nous traduisons par « efficacité de marché ») de l'usage reçu dans la littérature académique (l'« efficacité de marché » renvoie à l'usage optimal par les agents des informations financières dont ils disposent).

Tentons de clarifier la notion. Écartons tout de suite tout rapport avec le concept de « neutralité de la monnaie ». Ce concept, familier aux économistes, renvoie à la théorie classique de la monnaie, affirmant la dichotomie entre la dimension nominale des transactions monétaires et le substrat réel de ces transactions dans une économie de marché. La question de la neutralité de la monnaie et par extension de l'efficacité de la politique monétaire menée par une banque centrale a longtemps dominé les débats des macroéconomistes et continue de faire l'objet de recherches nombreuses. Pratiquement, le consensus qui a émergé et qui sert de cadre de référence pour la conduite de la politique monétaire par la plupart des banquiers centraux est que la monnaie est neutre à long terme mais peut agir sur l'activité économique à court et moyen terme, ce qui lui permet d'agir sur le cycle économique en même temps qu'elle agit sur l'inflation, en particulier en influençant les anticipations d'inflation des agents.

La « neutralité de marché » est un concept différent. Son émergence effective est liée à la politique monétaire non conventionnelle, et en particulier l'« assouplissement quantitatif » (*quantitative easing*), dans laquelle la BCE se lance en 2015. Benoît Cœuré (2015), alors membre du directoire de la BCE, avançait que les actions entreprises étaient conformes à la neutralité de marché entendue de la façon suivante : « *One key principle underlying the implementation of the PSPP is the minimisation of unintended consequences, which can be ensured by obeying the concept of market neutrality. We do want to affect market prices but we will not suppress the price discovery mechanism.* » Il en donnait ainsi une définition un peu plus précise et restrictive que la non-interférence avec le système des prix. Car Cœuré sait bien qu'il est impossible pour une action de politique macroéconomique de ne pas influencer d'une manière ou d'une autre les prix dans une économie de marché, ce qu'il reconnaît en creux dans sa propre définition. C'est d'autant moins possible que la conduite de la politique monétaire consiste à agir sur des prix de marché, les taux d'intérêt, dont la manipulation de proche en proche affecte tous les prix des biens et services. Mais l'obscurité de la notion de neutralité de marché n'est pas levée pour autant. Comment peut-on minimiser des conséquences non voulues d'une action ? Peut-on toutes les connaître ? Peut-on avancer que toutes les conséquences, voulues ou non voulues, d'une décision de politique économique sont anticipées avec suffisamment de précision pour qu'on puisse les minimiser ? Pour donner sens à la définition de Cœuré, il faut admettre qu'une politique monétaire est neutre quand elle est en mesure d'influencer le système de prix, mais sans modifier la capacité des prix à guider les décisions des agents, supposée implicitement être parfaite, ou au minimum excellente. Si la politique monétaire est compatible avec le maintien de l'utilité informationnelle des prix telle qu'elle résulte du fonctionnement du marché, elle est neutre et implicitement efficace. En faisant cela, les conséquences non voulues d'une décision de politique monétaire ou financière, qui ne peuvent être exclues, sont minimisées.

Cette conception a pour avantage de révéler les présupposés de la notion. Implicitement, elle s'appuie sur l'idée que les marchés libres sont efficaces au sens où ils permettent aux agents de prendre des décisions optimales pour eux, et ainsi socialement optimales, selon une logique de la main invisible. De plus, elle retient un postulat de dissociation du macro et du micro. La banque centrale peut intervenir macroéconomiquement pour réguler le cycle et ancrer les grandeurs

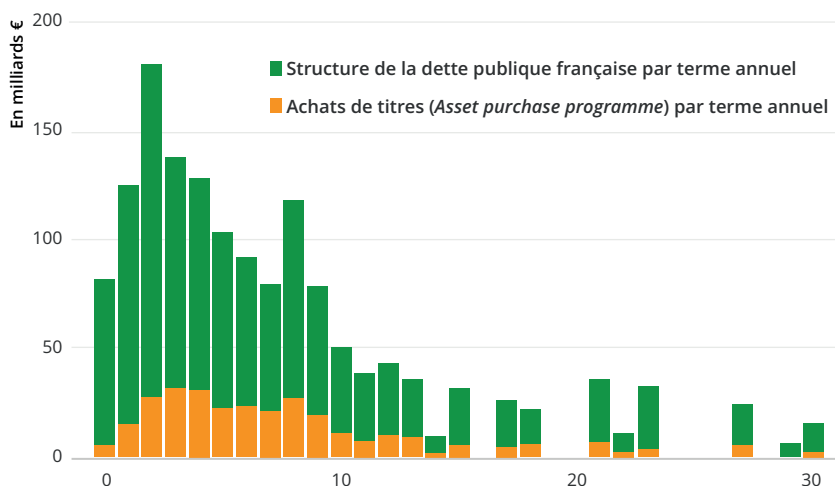
nominales (le niveau général des prix) sans que cela ne perturbe les prix relatifs, ou plutôt leur lisibilité, sur lesquels les arbitrages des agents microéconomiques se basent.

Or la question du dérèglement climatique a changé la donne. Ce qu'elle a révélé, en tout cas aux responsables politiques mondiaux, réunis de COP en COP au fil des ans, c'est bien que le système des prix marchands est informationnellement médiocre (pour ne pas dire plus) puisqu'il n'informe pas sur les conséquences négatives de l'émission de CO₂. C'est pour cette raison qu'il est tant fait mention de « taxe carbone » et de « prix du CO₂ » dans les instances internationales : il s'agit de corriger les distorsions issues des transactions de marché que les agents ne peuvent prendre en compte par le seul fonctionnement « spontané » du marché. Mais dans cette perspective, il devient difficile d'arguer que la neutralité de marché, la non-interférence avec le mode de fixation des prix, est un principe directeur d'une politique publique responsable. S'il existe des externalités négatives engendrées par les échanges marchands, en particulier portant sur les énergies fossiles, et ayant des conséquences macroéconomiques majeures dont il ne peut être fait abstraction, non seulement est-il impossible d'avancer que la neutralité de marché est souhaitable, mais au surplus devient-il logique pour des responsables d'institutions publiques de contribuer, dans la mesure de leur capacité et dans le respect de leur mission première, à les réduire autant qu'ils le peuvent. Schnabel est portée par cette logique dans sa mise en cause du principe de neutralité de marché.

En tout état de cause, ces discussions, importantes, sont loin des réalités quotidiennes auxquelles sont confrontés les responsables de banque centrale, en particulier de la BCE. La traduction opérationnelle du principe de la neutralité de marché est que les achats de titres et les prises en pension de titres par la banque centrale doivent refléter la distribution des différents titres dans le total des émissions de titres. Il est supposé implicitement que ce mimétisme dans les achats et les prises en pension, cette proportionnalité respectée, minimise l'impact sur les prix relatifs de ces titres des achats de la banque centrale. C'est de fait la politique qui a été effectivement suivie par la BCE dans le cadre de l'assouplissement quantitatif, et en particulier dans la mise en place du PSPP. Dalbard et Nguyen (2018) résument cette mise en place, censée être neutre vis-à-vis du marché, de la façon suivante : « *Purchase volumes are divided between the euro area countries in proportion to each national central bank's share in the ECB's capital key. Lastly, the purchases of each national central bank are distributed along the yield*

curve, respecting the average maturity of the bonds bought. Notably, this means that the maturity structure of PSPP purchases is similar to the maturity structure of the eligible government debt. » C'est ainsi que la répartition par terme des achats de titres publics par la Banque de France, reflétait en mars 2018 la distribution par terme de la dette publique française.

Graphique 3. Structure de la dette publique française par terme annuel – Achats de titres (Asset purchase programme) par terme annuel – mars 2018



Source : Dalbard et Nguyen, 2022.

Cette position est sans justification théorique ou même analytique dans la mesure où elle n'est pas fondée sur des estimations d'élasticité-prix des fonctions de demande de titres. Admettons malgré tout que cette option permet de minimiser les conséquences non voulues de l'action de la BCE au point d'être négligeables, pour reprendre l'expression opportune de Cœuré. Ou encore, de minimiser les perturbations potentielles créées par les achats de titres liés à la politique monétaire. Il n'en reste pas moins que le dérèglement climatique rend cette pratique discutable, voire illégitime. Si la mauvaise prise en compte des effets très négatifs des activités d'extraction et d'exploitation des énergies fossiles par les marchés fait que le système des prix est largement sous-optimal et contribue à faire perdurer ces effets négatifs, acheter des titres liés à ces activités dans la même proportion que les autres intervenants sur les marchés financiers revient à valider ces effets négatifs et à renforcer le dérèglement climatique.

Dans les faits comme dans l'analyse, la BCE est prise dans une contradiction entre sa volonté de respecter le principe de la neutralité de marché et sa reconnaissance autant de la dangerosité du dérèglement climatique que de l'impossibilité de le négliger dans ses politiques¹³.

2.3. Les questions légales et institutionnelles

Au demeurant, ce n'est pas le seul problème que pose le principe de la neutralité de marché à la BCE. Il en est deux autres, tout aussi épineux, d'ordre légal et institutionnelle, et à ce titre, éminemment politiques.

Le premier problème est étroitement juridique. Ce principe, malgré son ambiguïté, a longtemps été admis par les banquiers centraux européens. Mais est-il légalement contraignant, en particulier dans le contexte du dérèglement climatique ? Ou encore, la BCE est-elle légalement contrainte de suivre une « neutralité de marché » parce que cette notion serait incluse dans les traités européens, même implicitement, qui encadrent la BCE et servent de limites à ce qu'elle est en droit de faire et sur la manière dont elle le fait ? Ou, *a contrario*, est-ce « seulement » un concept opérationnel qui la guide dans son action mais n'a pas de valeur légale ? Dans le premier cas, la BCE est tenue de respecter ce mandat, quitte à en donner une définition en pratique la moins exigeante possible ; dans le second, elle a les mains beaucoup plus libres et peut en particulier s'abstenir d'évoquer la neutralité de marché.

L'expression « neutralité de marché » ne se trouve pas dans les traités européens qui régissent la BCE. En revanche, l'article 127(1) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne avance que celle-ci est régie par le principe d'une « économie de marché ouverte », favorisant une allocation efficace (« *efficient* ») des ressources à la disposition de l'Union¹⁴. Dans un article de 2022, René Smits, professeur de droit à l'Université d'Amsterdam, a avancé que les deux expressions ne sont pas équivalentes sur un plan juridique. Selon lui, la « neutralité de marché » doit être comprise comme une règle que la BCE s'impose et non une contrainte légale qui pèse sur elle, contrairement au principe d'une économie de marché ouverte qui est une injonction légale faite à

13. La BCE était confrontée à un dilemme équivalent lorsqu'il s'est agi de faire face à la pandémie du Covid-19. Elle y a répondu en mettant en place le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) en 2020.

14. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT>

l'institut d'émission européen. Elle ne peut même pas, selon lui, être comprise comme une obligation qui découlerait du principe de l'économie de marché ouverte. Mais il est clair que la question ne peut être tranchée que sur la base d'une définition claire de la notion de neutralité de marché. Or nous avons vu qu'une telle définition acceptée consensuellement n'existe pas. Solana et Goldoni (2024) ont tenté d'affiner l'analyse en distinguant les deux acceptions de la neutralité de marché vues plus haut. Selon eux, la définition théorique est une reformulation par la BCE du principe d'économie de marché ouverte et a valeur de principe légalement contraignant, alors que la caractérisation empirique qui en est faite par la BCE n'est qu'une traduction opérationnelle de ce principe et ne peut être vue comme une contrainte s'imposant en matière de choix de portefeuille à la BCE. Finalement, les juristes qui se sont penchés sur la question sont divisés (voir Steinbach, 2022 ; Zilioli et Ioannidis, 2022 ; Dietz, 2022), reflétant les ambiguïtés de la notion. Comme le notent Solana et Goldoni (2024) : « *The risk entailed by the collapse of all meanings of market neutrality into one is not only a lack of nuance but a failure in identifying some of the legal obligations of the ECB in designing and implementing unconventional monetary policies.* »

Le deuxième problème est d'ordre institutionnel. L'intérêt de la notion de neutralité de marché est qu'elle conforte le statut d'indépendance de la BCE. Cette notion n'est pas beaucoup plus claire que celle de neutralité de marché sur le plan analytique¹⁵. Mais en pratique, elle est parfaitement comprise et intégrée par les parties en présence et par les marchés financiers : une banque centrale est indépendante quand ses décisions, et en particulier ses décisions de politique monétaire, sont prises sans que soit exercée sur elle ou sur ses dirigeants aucune pression en provenance d'autorités politiques, et en particulier de la branche exécutive des pouvoirs publics.

Cette indépendance est justifiée le plus souvent par des considérations de crédibilité, en particulier en lien avec l'ancrage des anticipations d'inflation. Plus largement, elle s'appuie sur le consensus

15. Une banque centrale est une institution publique qui opère par délégation de la puissance publique. Cette délégation est plus ou moins forte et est conceptualisée sous le terme d'« indépendance de la banque centrale ». Elle peut porter sur les objectifs et/ou sur les instruments de la politique monétaire. Dans la pratique, il s'agit de savoir si la politique monétaire est sous tutelle des pouvoirs politiques ou non. La BCE est considérée comme la plus « indépendante » des banques centrales des pays développés. Voir Weber et Forscher (2014).

pratique portant sur la politique monétaire, lentement élaboré depuis les années 1970. Ce consensus repose sur trois présupposés :

- La politique monétaire est neutre à long terme et n’affecte que transitoirement les grandeurs réelles de l’économie (en particulier par le biais de sa composante non anticipée).
- La décision de politique monétaire est une décision qui demande un niveau d’expertise élevé et doit être confiée à un collectif de spécialistes, à même de décrypter les phénomènes économiques au jour le jour dans leur complexité.
- La manipulation du taux d’intérêt de court terme par la banque centrale affecte les conditions de financement des agents financiers et non financiers dans les mêmes conditions et n’a pas d’impact distributif marqué, systématique et anticipable par le banquier central. Celui-ci peut prendre une décision macroéconomiquement pertinente pour tous mais sans encourir le reproche de favoriser l’un au détriment de l’autre¹⁶.

Ces deux derniers points sont essentiels. Si la décision de politique monétaire n’engendre pas d’effets redistributifs marqués et repérables, mais qu’elle requiert un niveau d’expertise élevé, le personnel politique (au gouvernement ou dans l’opposition) peut accepter de se dessaisir de cette décision pour laquelle il peut admettre une faible compétence ou un intérêt modéré puisqu’elle ne déclenche pas de conflits d’intérêts susceptibles d’être les enjeux de la compétition politique dans laquelle il est engagé.

Or c’est bien la signification qu’il faut donner à la neutralité de marché, par-delà les définitions différentes et plus ou moins claires qu’on peut lui associer. Arguer de la neutralité de marché liée à la politique monétaire, c’est assurer le corps social, et en particulier la sphère politique, que la politique monétaire n’implique aucun élément discriminatoire introduit dans le fonctionnement de l’économie de marché. En d’autres termes, la neutralité de marché est un argument qui vient renforcer la justification de l’indépendance de la banque centrale.

Réciproquement, mettre en cause cette neutralité de marché revient à mettre en péril l’indépendance de la banque centrale. Si on abandonne ce principe, comment justifier cette indépendance ?

16. Depuis quelques années, la recherche académique s’est intéressée aux éventuels effets redistributifs de la politique monétaire. On se référera à l’article récent de McKay et Wolf (2023). Ceux-ci concluent que les effets redistributifs empiriquement constatés ne sont pas de nature à ce que la conduite de la politique monétaire les prenne en compte.

Comment justifier l'absence de contrôle démocratique (via les représentations nationales et européennes dans le cas de la zone euro) sur une politique qui prétend agir dans le sens de l'efficacité pour les citoyens mais le fait en favorisant les uns au détriment des autres ? Corriger le marché ? Pourquoi pas ! Mais c'est là une décision éminemment politique, incompatible avec l'idée que cette correction peut être menée par une institution indépendante du politique, c'est-à-dire de la confrontation d'intérêts contraires par des moyens démocratiques. Disons qu'il y a un triangle d'impossibilité pour une banque centrale : mener une politique monétaire dans le sens de l'intérêt général par délégation démocratique, se vouloir indépendante du politique, c'est-à-dire non impliquée dans les conflits d'intérêts de la société, et corriger des imperfections de marché.

Jens Weidman (2019) ne dit pas autre chose quand il avance un dernier argument en défaveur d'une politique monétaire liée au dérèglement climatique : « *How hard should government, business and society push back against climate change? What measures need to be taken, and what behaviour should be encouraged or punished? These are political questions for elected governments and parliaments to answer. They are decisions which are not for central banks to take, because they lack the requisite democratic legitimacy.* » On comprend mieux sa défense du principe de neutralité de marché. Elle est moins économique et fondée sur des faits que conçue pour défendre indirectement le principe institutionnel de l'indépendance de la BCE, héritière sur ce point de la Bundesbank.

2.4. Comprendre l'« efficacité de marché »

Revenons à l'analyse de Schnabel. Si le principe de la neutralité de marché n'est plus retenu pour guider la banque centrale européenne dans son action, par quoi le remplacer ? Schnabel (2021) propose de se référer à l'« efficacité de marché » : « *It seems appropriate, then, to replace the market neutrality principle with one of market efficiency that more fully incorporates the risks and societal costs associated with climate change, taking into account the alignment of issuers with EU legislation implementing the Paris Agreement.* » Cette assertion est pour le moins elliptique, voire obscure. À quoi doivent être incorporés les coûts sociaux et les risques liés au changement climatique, cela n'est pas précisé, pas plus que ne l'est la manière dont les dirigeants devraient s'y prendre pour ce faire. Le plus plausible est, dans le droit fil du critère de Coeuré, de chercher à améliorer la qualité informationnelle du

système des prix, par le biais des décisions de la BCE, institution publique en charge de l'intérêt général. Si le système des prix est informationnellement médiocre puisqu'il dépend d'actions d'agents n'intégrant pas ou peu les émissions de CO₂ liées aux transactions qu'ils effectuent, et par conséquent n'informe pas sur les conséquences négatives du dérèglement climatique dû aux émissions de CO₂ différenciées par secteur, la BCE qui, elle, a connaissance des émissions de CO₂ des différents secteurs économiques (ou pourrait les connaître si elle en avait la volonté) et est à même d'en dessiner les conséquences à terme sur ces mêmes secteurs, devrait logiquement, dans la limite de ses moyens d'action, chercher à améliorer le contenu informationnel du système des prix par ses décisions. Ce qui ouvre la voie à une action correctrice de la BCE.

Le principe d'efficacité de marché ainsi que les conséquences pratiques qui résulteraient de son respect sont conformes au principe de la défense de l'économie de marché dont on a vu qu'il est une des contraintes imposées à la BCE. À ce niveau de généralité, la position défendue par Schnabel est donc justifiable juridiquement. Mais les juristes, qui ont beaucoup fait dans les décennies ayant suivi la signature du traité de Rome pour renforcer et étendre le principe de la liberté de marché, sont à ma connaissance muets sur la façon de concilier le principe de marchés ouverts et la prise en compte des externalités environnementales négatives dues aux transactions marchandes¹⁷ – *a fortiori*, quand il s'agit de tirer les conséquences pour le mandat de la BCE de ce principe au moment où l'insuffisance de la capacité des marchés à allouer correctement les ressources, et en particulier les ressources productives, est manifestée avec tant d'évidence par le dérèglement climatique que seule la mauvaise foi cynique ou l'aveuglement court-termiste peuvent encore nier.

L'imprécision de Schnabel et le silence des juristes à propos du concept d'efficacité de marché ne peuvent étonner. L'efficacité de marché est un concept aussi peu clair que celui de neutralité de marché. Ou plutôt cette notion est-elle susceptible de définitions – et donc d'actions et de politiques – très différentes. Il est commode de proposer deux plans d'analyse.

L'efficacité de marché peut se référer étroitement à l'analyse du système de prix marchands et se centrer sur les marchés, leur fonctionnement et le cas échéant, leur insuffisance. Les deux concepts

17. Sur l'importance des juristes dans la construction européenne, voir Vauchez (2013).

clés seront ceux de concurrence et d'externalités. La concurrence se fait-elle dans des conditions telles qu'aucun agent n'est en mesure de tirer des rentes de situation ou des surprofits, ou que ces rentes et ces surprofits sont réduits au strict minimum, eu égard aux conditions techniques de production et de distribution ? Les externalités, c'est-à-dire les effets réels de décisions des agents non médiés par les prix, sont-elles nulles, ou au minimum bien gérées par la puissance publique ? Dans ce dernier cas, on peut parler de politiques correctives restaurant l'efficacité de marché.

L'efficacité de marché peut porter sur l'efficacité d'ensemble de l'économie de marché, telle qu'appréciée en termes de bien-être individuel et collectif. L'analyse se porte autant sur les conditions de production que sur l'état de la distribution des ressources, appréciées par le biais des ressources ou par celui des revenus. S'ouvrent alors la question des conflits d'intérêts et, conséquemment, celle de leur résolution.

L'analyse économique aborde le premier plan avec quelque assurance, étant donné les progrès faits depuis le temps des fondateurs, Marshall et Pigou, en matière de fonctionnement des marchés. Elle aborde le second avec beaucoup plus de circonspection, qui n'est pas due seulement à des considérations d'éthique scientifique. Les économistes ont bien conscience collectivement que trancher dans les conflits d'intérêts ne peut se faire au nom d'un savoir technique ou d'une capacité d'expertise.

La prudence des économistes en la matière a pu être prise en défaut. Qu'on se souvienne du précédent de la mondialisation « heureuse » (Wolf, 2004)¹⁸ et du consensus de Washington, dégagé dans les années 1990 et qui a longtemps servi de boussole aux organisations internationales et aux élites. Il a fallu une crise financière mondiale majeure survenue en 2008, nourrie par une déréglementation financière aventureuse et une sous-estimation patente des facteurs de risque, pour revenir à une vue plus réaliste des risques inhérents aux marchés. Surtout, il a enfin été reconnu que la mondialisation ne fonctionnait pas comme le prévoient les manuels d'initiation à l'analyse économique mais nourrissait des déséquilibres majeurs et persistants des balances des paiements, débouchant sur une séquence mondiale néomercantiliste. L'accroissement des inégalités intranationales, la

18. Les critiques de cette vision optimistes furent à l'époque peu nombreux. Mais bien peu mettaient en cause la mondialisation elle-même. Voir par exemple Stiglitz (2007).

croissance du nombre des laissés-pour-compte de la mondialisation dans les pays riches, l'existence de trappes à sous-emploi sont devenus des faits qu'il n'était plus possible de nier. À l'évidence, l'efficacité n'est pas au rendez-vous de la mondialisation, ou plutôt son bilan est contrasté et tel qu'il ne peut faire l'objet d'un consensus.

Dans ces conditions, il devient difficile de parler de l'efficacité de marché et de prétendre s'appuyer sur cette notion sans autre forme de procès. Le plaidoyer de Schnabel visant à lier la politique monétaire européenne à l'efficacité de marché, venant à contre-temps, devrait pour être convaincant être soutenu par une argumentation rigoureuse qui, pour le moment au moins, fait défaut.

3. Conclusion

Les choses apparaissaient simples à la fin du siècle dernier quand la réflexion sur les dégâts environnementaux liés aux activités économiques des sociétés humaines était limitée à une poignée de scientifiques et de penseurs alors que la faillite de l'économie étroitement dirigée, telle que pratiquée en URSS et dans ses pays satellites, était patente : l'action publique devait se limiter à une réglementation efficace et aussi limitée que possible des contrats passés entre les agents et laisser le jeu de la concurrence réguler les actions des agents privés. La politique industrielle était déconsidérée et vue comme une obstruction aux principes de la libre concurrence. Cette simplicité de l'analyse du fonctionnement d'une économie de marché moderne apparaît comme d'une candeur désarmante maintenant que les faits valident jour après jour, saison après saison, la pertinence des diagnostics et des pronostics du GIEC. Elle deviendrait de la malhonnêteté intellectuelle si elle devait persister dans l'avenir et être un principe directeur des décisions des responsables européens, les dirigeants de la BCE inclus.

Il faut reconnaître à ces derniers le mérite d'en être convaincus et de l'avoir fait savoir à la suite de l'accord de Paris. La difficulté pour eux est de traduire dans les faits, c'est-à-dire dans leurs décisions, cette conviction. Isabelle Schnabel, en remettant en cause la validité du principe de neutralité de marché comme devant gouverner les mesures prises par la BCE et en souhaitant explorer d'autres façons de conduire la politique monétaire et la politique de placements, a en creux montré les changements potentiels qu'impliquait pour une banque centrale une prise en compte non cosmétique ou rhétorique des effets du dérègle-

ment climatique. Ses propositions n'ont été ni justifiées avec beaucoup de rigueur ni développées avec précision. Mais allusives et incomplètes comme elles l'étaient, elles n'ont pas manqué de créer la controverse. Car elles amenaient à une remise en cause des fondements institutionnels et théoriques sur lesquels s'appuient de nombreuses banques centrales, en particulier le bien-fondé de l'indépendance de la banque centrale. Elles ne pouvaient manquer de susciter les alarmes de certains responsables ou certains observateurs. Dans les faits, malgré des déclarations marquant une ambition forte en matière de lutte contre le dérèglement climatique, la politique de la BCE en la matière a été modeste, pour ne pas dire décevante (Kempf, 2025).

La BCE et ses dirigeants se trouvent désormais devant une double difficulté. La première est liée à la difficulté de définir l'efficacité de marché de façon consensuelle, claire, opérationnelle et dégagée autant que possible des biais idéologiques et normatifs des uns et des autres. La rapide exploration de la notion que nous venons de faire en montre l'ampleur.

Cette première difficulté en cache une autre. La neutralité de marché était un concept permettant de conforter l'indépendance de la banque centrale. Elle pouvait être indépendante du pouvoir politique puisque son action était sensée ne pas occasionner de conflits d'intérêts, plus précisément ne pas favoriser tel intérêt au détriment de tel autre. La réalité des prises en pension d'obligations d'entreprise et plus largement la faible attention, pour ne pas parler d'indifférence, portée par la BCE aux politiques de crédit des banques commerciales et à leur incidence climatique jusqu'à ces dernières années vident cette assertion de tout contenu. Il devient impossible d'avancer que les décisions de la BCE sont sans impact autre que macroéconomique. Ainsi s'interroger sur la pertinence de la notion de neutralité de marché et ne plus tenir pour acquis le principe selon lequel une banque centrale doit la respecter, témoignent d'une évolution notable des esprits, symptomatique du changement économique et politique induit par les nouveaux défis de notre temps, au premier rang desquels le changement climatique et la dégradation accélérée de la biodiversité. Mais dans ces conditions, il est illusoire de penser que la BCE peut agir comme institution publique à l'écart du politique, ou encore de façon « indépendante » des débats publics¹⁹.

19. Plusieurs auteurs, souvent des politistes, ont critiqué la notion de neutralité de marché pour son imprécision. Voir van 't Klooster et Fontan (2020), Jourdan et Del Vasto (2021) et Thiemann, Büttner et Kessler (2023).

Dans ces conditions, devant l'ampleur prévisible ou imaginée des réorientations des cadres intellectuels et des procédures pratiques, on ne peut s'étonner que la réflexion initiée par Schnabel n'ait pas été suivie d'effets. Admettre que la notion de neutralité de marché ne peut plus servir de guide à l'action des banques centrales amène à une remise en cause des principes mêmes sur lesquels sont établies les banques centrales, en tout cas des pays développés, mais aussi à une grande incertitude sur la façon de les refonder et de refonder leurs décisions de politique monétaire. On doit donc s'attendre à ce que les banques centrales préfèrent tenir mordicus à la doxa établie depuis plusieurs décennies et validée par la maîtrise effective de l'inflation. On comprend dans ces conditions que Christine Lagarde ait déclaré le 10 février 2025 lors de son audition au Parlement européen qu'il s'agissait pour la BCE de revenir à la neutralité de marché. S'en être écarté est maintenant « *a story of the past because, as you know, we are no longer in the business of purchasing assets and in particular not purchasing corporate assets anymore*²⁰ ».

Mais peut-on penser que le cadre traditionnel est adapté aux évolutions économiques majeures en cours ? Les conséquences les plus désastreuses du dérèglement climatique sont encore à venir. Penser que le paradigme sur lequel se fonde la BCE est pérenne, c'est prendre un risque certain d'une remise en cause radicale et désordonnée de ce paradigme. Il apparaît plus approprié de réfléchir à une refondation des principes de base d'une banque centrale.

Références

- Alogoskoufis S. *et al.*, 2021, « ECB economy-wide climate stress test : Methodology and results », *ECB Occasional Paper*, n° 281, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/246212/1/ecb.op281.pdf>
- Altavilla C., M. Boucinha, M. Pagano et A. Polo, 2024, « Climate risk, bank lending and monetary policy », *ECB Working Paper*, n° 2969, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2969~0f4c56a156.en.pdf>
- Aubrechtova J. *et al.*, 2023, « Enhancing climate resilience of monetary policy implementation in the euro area », *ECB Occasional Paper*, n° 318, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op318~5276c392d6.en.pdf?70e17d049b5a584be42f12279b15a88b>

20. https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/CRE-10-2025-02-10-ITM-013_EN.html. Le rapport annuel du Parlement européen publié en février 2025 avalisait le principe d'une implication de la BCE dans la transition climatique mais non son implication dans le financement des énergies renouvelables. Voir Thomasson (2025).

- Bailey A., 2021, « Tackling climate for real: Progress and next steps », discours lors de la BIS-BDF-IMF-NGFS Green Swan 2021 Global Conference, 3 juin, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2021/june/andrew-bailey-bis-bank-of-france-imf-ngfs-green-swan-conference>
- Banque de France, 2025, « La BCE impose des astreintes à ABANCA pour ses lacunes en matière d'identification des risques liés au climat », communiqué de presse, 10 novembre, <https://www.banque-france.fr/fr/communiqués-de-presse/la-bce-impose-des-astreintes-abanca-pour-ses-lacunes-en-matiere-didentification-des-risques-lies-au>
- BCE, 2020, *Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement. Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques*, Francfort-sur-le-Main, Banque centrale européenne, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011final-guideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.fr.pdf>
- Bindseil U. et F. Papadia, 2006, « Credit risk mitigation in central bank operations and its effect on financial markets : The case of the Eurosystem », *ECB Occasional Paper*, n° 49, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/154502/1/ecbop049.pdf>
- Boneva L., G. Ferrucci et F. P. Mongelli, 2022, « Climate change and central banks : What role for monetary policy ? », *Climate Policy*, vol. 22, n° 6, pp. 770-787, <https://doi.org/10.1080/14693062.2022.2070119>
- Brunnermeier M., H. James et J.-P. Landau, 2016, *The Euro and the Battle for Ideas*, Princeton, Princeton University Press.
- Carney M., 2015, « Breaking the tragedy of the horizon – Climate change and financial stability », discours au Lloyd's of London, 29 septembre, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf>
- Chailloux A., R. McCraighrin et S. Gray, 2008, « Central bank collateral frameworks : principles and policies », *IMF Working Paper*, n° WP/08/222.
- Cœuré B., 2015, « Embarking on public sector asset purchases », discours lors de la Second International Conference on Sovereign Bond Markets, Francfort-sur-le-Main, 13 mars, <https://www.bis.org/review/r150313b.pdf>
- Cœuré B., 2018, « Monetary policy and climate change », discours lors de la conférence « Scaling Up Green Finance : The Role of Central Banks », Berlin, 8 novembre, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181108.en.html>
- Dalbard J. et B. Nguyen, 2018, « QE in practice : What does market neutrality mean ? », *Post de la Banque de France*, n° 81, 28 août, <https://www.banque-france.fr/en/publications-and-statistics/publications/qe-practice-what-does-market-neutrality-mean>

- Dietz S., 2022, « Green monetary policy between market neutrality and market efficiency », *Common Market Law Review*, vol. 59, n° 2, pp. 395-432.
- ECB, 2025. « Report on monetary policy tools, strategy and communication », *ECB Occasional Paper*, n° 372, 8 août, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op372.en.pdf>
- ECB, 2026, « ECB advances climate and nature work after delivering on 2024-2025 plan », communiqué de presse, 16 janvier 2026, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.pr260116~4b4a05a179.en.html>
- Cerclé E., H. Le Bihan et M. Monot, 2021, « Comprendre la croissance du bilan des banques centrales », *Billet de la Banque de France*, n° 209, 25 mars, <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/comprendre-la-croissance-du-bilan-des-banques-centrales>
- Kempf H., 2020, « Verdir la politique monétaire », *Revue d'économie politique*, vol. 130, n° 3, pp. 311-343.
- Kempf H., 2025, « La BCE voit-elle l'avenir en vert ? », in : OFCE (ed.), *L'économie européenne 2026*, Paris, La Découverte, pp. 113-124.
- Jourdan S. et A. Del Vasto, 2021, « Why and how the ECB should go beyond “market neutrality” », *Positive Money Europe Policy Briefing*, janvier, <https://www.datocms-assets.com/132494/1718117988-briefing-market-neutrality.pdf>
- McKay A. et C. K. Wolf, 2023, « Monetary policy and inequality ». *Journal of Economic Perspectives*, vol. 37, pp. 121-144.
- Matikainen S., E. Campiglio et D. Zenglielis, 2017, « The climate impact of quantitative easing », *CCCEP Policy Paper*, mai, https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing_Matikainen-et-al-1.pdf
- NGFS, 2026, *Greening Monetary Policy Operations: Exploring Additional Options*, Paris, Network for Greening the Financial System, <https://www.ngfs.net/system/files/2026-01/Greening%20Monetary%20Policy%20Operations.pdf>
- Redondo H. et E. Aracil, 2024, « Climate-related credit risk : Rethinking the credit risk framework », *Global Policy*, vol. 15 (suppl. 1), pp. 21-33.
- Schnabel I., 2021, « Central banks must do their part in fighting global warming », *Finance & Development*, septembre, pp. 53-55.
- Schnabel I., 2022, « A new age of energy inflation : Climateflation, fossil-flation and greenflation », discours lors de l'ECB and its Watchers XXII Conference, Francfort-sur-le-Main, 17 mars, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220317_2~dbb3582f0a.en.html

- Schnabel I., 2023, « Monetary policy tightening and the green transition », discours lors de l'International Symposium on Central Bank Independence, Stockholm, 10 janvier, <https://www.bis.org/review/r230110k.htm>
- Slobodian Q., 2025, *Les Globalistes. Une histoire intellectuelle du néolibéralisme*, Paris, Seuil.
- Smits R., 2022, « Elaborating a climate change-friendly legal perspective for the ECB », *SSRN*, 29 août, <https://ssrn.com/abstract=3913653>
- Solana J. et M. Goldoni, 2024, « The legal nature of market neutrality in the Euro area's monetary policy », *European Law Open*, vol. 3, n° 1, pp. 7-49, <https://doi.org/10.1017/elo.2024.2>
- Steinbach A., 2022, « The greening of the economic and monetary union », *Common Market Law Review*, vol. 59, n° 2, pp. 329-362.
- Stiglitz J. E., 2007, *Making Globalization Work*, New York, W. W. Norton & Company.
- Tachdjian K., 2026, « La BCE sanctionne Crédit Agricole pour sa gestion trop lente du risque climatique », *Les Echos*, 13 février, <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/la-bce-sanctionne-credit-agricole-pour-sa-gestion-trop-lente-du-risque-climatique-2215907>
- Talbot J., 2026, « Measure, model, tackle, tailor : The Bank of England's approach to assessing and managing climate impacts across its core objectives », discours à la London School of Economics, 11 février, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2026/february/james-talbot-speech-at-the-london-school-of-economics>
- Thiemann M., T. Büttner et O. Kessler, 2023, « Beyond market neutrality ? Central banks and the problem of climate change », *Finance and Society*, vol. 9, n° 1, pp. 14-34.
- Thomasson E., 2025, « EU parliament wants ECB to address climate risks but not fund green projects », *Green Central Banking*, 13 février, <https://greencentralbanking.com/2025/02/13/eu-parliament-ecb-climate-risks-green-projects/>
- van't Klooster J. et C. Fontan, 2020, « The myth of market neutrality : A comparative study of the ECB's and the Swiss National Bank's corporate security purchases », *New Political Economy*, vol. 25, pp. 865-879.
- Vauchez A., 2013, *L'Union par le droit*, Paris, Presses de Sciences Po.
- Weber C. S. et B. Forschner, 2014, « ECB : Independence at risk ? », *Intereconomics*, vol. 49, n° 1, pp. 45-50, <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2014/number/1/article/ecb-independence-at-risk.html>
- Weidmann J., 2019, « Climate change and central bank », discours lors de la Deutsche Bundesbank's Second Financial Market Conference, Francfort-sur-le-Main, 29 octobre, <https://www.bis.org/review/r191029a.htm>

- Weidmann J., 2020, « Combating climate change – What central banks can and cannot do », discours devant le European Banking Congress, Francfort-sur-le-Main, 20 novembre, <https://www.bis.org/review/r201120e.htm>
- Wolf M., 2004, *Why Globalization Works*, New Haven, Yale University Press.
- Zilioli C. et M. Ioannidis, 2022, « Climate change and the mandate of the ECB : Potential and limits of monetary contribution to European Green Policy », *Common Market Law Review*, vol. 59, n° 2, pp. 363-394, <https://doi.org/10.54648/cola2022029>