

# DIALOGUE &CO



## Pourquoi et comment protéger l'indépendance des banques centrales ?

(Enregistré le 7 janvier 2026)

### Introduction

Dans les années 1990, la lutte contre l'inflation sort du champ d'action des gouvernements et devient du seul ressort des banques centrales. Elles deviennent indépendantes des institutions politiques pour conduire la politique monétaire. Ce nouveau statut doit leur permettre d'atteindre plus efficacement l'objectif de stabilité des prix, quand les États pourraient avoir, à court terme, un intérêt à laisser filer l'inflation.

Ce standard d'indépendance, tenu pour acquis dans les pays développés depuis plus de 30 ans, est aujourd'hui contesté, parfois frontalement, par des responsables politiques majeurs.



Alors pourquoi l'indépendance s'est-elle imposée ? Que recouvre concrètement ce concept ? Et comment préserver la légitimité des banques centrales ? On en parle avec François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France. Bienvenue dans Dialogue &co.

### Pourquoi la lutte contre l'inflation a-t-elle été confiée aux banques centrales

Extraits sonores : [\*Trump says next Fed chair will believe in lower interest rates 'by a lot' \(décembre 2025\) | Reuters\*](#) ; [\*Lula critica presidente do Banco Central após alta da inflação\*](#)

**Lucile Rives : Bonjour Monsieur le Gouverneur. Merci d'avoir accepté notre invitation et de nous recevoir dans votre bureau. À votre avis, pourquoi voit-on à nouveau des dirigeants politiques tenter d'influencer directement les banques centrales ?**

**François Villeroy de Galhau :** Bonjour Lucile. Je crois d'abord que c'est la facilité. C'est l'idée fausse qu'une banque centrale qui ne serait pas indépendante permettrait d'avoir durablement des taux d'intérêt plus bas. Je pense qu'en pratique, ce serait exactement le contraire. Donc il y a une certaine incompréhension de l'indépendance et c'est bien qu'on en parle ensemble aujourd'hui.

J'ajoute que dans le cas de M. Trump, il y a un manque de respect du droit et des lois de la démocratie, mais malheureusement, les attaques contre la Fed [*Federal Reserve*] ne sont pas le seul cas où il montre un tel mépris.

**En introduction, on rappelait que les banques centrales des pays développés n'ont pas toujours été indépendantes du pouvoir politique : qu'est-ce qui a conduit progressivement les pays développés à sortir la lutte contre l'inflation et donc la politique monétaire du champ d'action des gouvernements ?**

**François Villeroy de Galhau :** D'abord une précision : la politique monétaire sort du champ du gouvernement mais elle ne sort pas du champ de la démocratie. J'insiste beaucoup là-dessus. L'indépendance vient de la démocratie, naît de la démocratie et doit revenir vers la démocratie, on en parlera.

Qu'est-ce qui amène au tournant des années 80-90 à généraliser l'indépendance dans à peu près tous les pays développés ? C'est un constat très pragmatique, qui vient d'abord de la recherche économique et qui s'est généralisé ensuite dans la décision politique : une banque centrale indépendante obtient des meilleurs résultats dans la lutte contre l'inflation.

On avait vécu la grande vague d'inflation des années 70 et début des années 80. Pour en sortir, il a fallu que Paul Volcker, le président de la Fed américaine, monte les taux d'intérêt au-delà de 20%, ce qui a provoqué une récession aux États-Unis. On s'est donc demandé comment on pouvait éviter cela.

L'indépendance a été une solution efficace. Pourquoi ? Parce qu'une banque centrale indépendante agit plus tôt et donc traite la maladie de l'inflation à temps. C'est très intéressant de comparer le dernier épisode d'inflation qu'on a connu après l'invasion russe de l'Ukraine dans les années 2022-2023. L'inflation a atteint plus de 10% en Europe, plus de 7% en France mais on en est sorti beaucoup plus vite grâce à l'indépendance et à la crédibilité des banques centrales. Pour ce faire, nous avons monté les taux d'intérêt en zone euro jusqu'à 4%. Il y a des articles de recherches intéressants de la Banque de France, les travaux de Stéphane Lhuissier et de quelques autres experts, montrent que s'il n'y avait pas eu la crédibilité, si on avait été dans le modèle des années 70, on aurait probablement dû monter les taux d'intérêt deux fois plus haut, à 8%. Donc l'indépendance est efficace. Pour le dire autrement, l'indépendance est un moyen pour atteindre la stabilité des prix, ce n'est pas une fin en soi, et elle vient, j'insiste beaucoup, de la démocratie.

**Concrètement, dans le cas de la Banque centrale européenne (BCE) ou de la Banque de France, qu'est-ce qui protège cette indépendance institutionnelle vis-à-vis du pouvoir politique ?**

Il y a d'abord une très forte protection juridique via le traité qui crée l'euro, le Traité de Maastricht. Je rappelle d'ailleurs qu'en France, il a été adopté par référendum en septembre 1992 et qu'il a été transposé dans la loi française du 4 août 1993 qui donne l'indépendance à la Banque de France. L'indépendance des banques centrales en Europe est donc protégée à la fois par le droit national et le droit européen. C'est une protection nettement plus forte que

celle qui existe ailleurs. Le Traité dit très clairement que la BCE, la Banque de France et les autres banques centrales nationales ne peuvent pas recevoir d'instructions politiques. Je crois qu'en pratique, c'est tout à fait accepté. Au passage, les critiques sur l'indépendance dont vous parliez tout à l'heure existent très peu en France et en Europe.

S'ajoute à cela, au-delà de la protection juridique, un très fort soutien des citoyens à l'euro. En effet, 76% des Français sont aujourd'hui en faveur de l'euro contre 51% au moment du référendum de septembre 1992. Et puis, il y a le discours par la preuve, les résultats que l'on mentionnait tout à l'heure.

Au total, je crois que l'indépendance est très bien ancrée en France et en Europe. J'ajoute peut-être une chose au-delà du Traité : ce n'est pas seulement une indépendance par rapport au pouvoir politique - le gouvernement ou tel ou tel parti - c'est aussi une indépendance par rapport aux intérêts privés, cela me paraît très important. C'est aussi une indépendance par rapport aux modes de court terme : il y a des idées qui circulent à un moment et tout le monde veut faire la même chose. Mais l'indépendance permet d'agir dans la durée et de façon libre.

Si vous me permettez une petite notation personnelle : quand j'ai été nommé, je me suis engagé devant le Parlement français, en septembre 2015, à servir toujours en homme libre. L'indépendance c'est ça.

**À titre personnel, comment votre indépendance de décision, votre liberté, est-elle garantie en tant que gouverneur de la Banque de France et en tant que membre du Conseil des Gouverneurs de la BCE ?**

Il faut d'abord, sur l'aspect personnel, répondre à une question qu'on me pose assez souvent : « Vous êtes nommé par des autorités politiques, comment pouvez-vous être indépendant des autorités politiques ? » Dans mon cas, comme dans celui de mes prédécesseurs, la réponse a toujours été assez simple : la nomination est démocratique. C'est une proposition du Président de la République, dans mon cas, François Hollande pour le premier mandat, une proposition de renomination par Emmanuel Macron pour le second mandat. Ensuite, cette proposition est soumise au vote du Parlement, les commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat. Et en 2015 comme en 2021, il y a eu un large consensus transpartisan. Cela donne de la légitimité.

Ensuite, il y a l'indépendance personnelle : sous divers gouvernements et sous divers présidents, je n'ai jamais reçu d'appel, y compris de ministre des Finances, avant un Conseil des Gouverneurs. D'ailleurs, si jamais j'avais reçu cet appel, comme mes prédécesseurs, mon devoir aurait été de raccrocher, poliment mais immédiatement. C'est donc une nomination démocratique, on essaie de choisir quelqu'un de compétent, mais ensuite, c'est une liberté personnelle.

Cela ne veut pas dire que je peux faire tout ce que je veux. Cela veut dire que je dois obéir au mandat et que je ne le fais pas seul : toujours, quand il y a indépendance, il y a un collège. Au niveau européen, c'est le collège du Conseil des Gouverneurs. A la Banque de France, il y a deux sous-gouverneurs qui sont aussi nommés de façon indépendante. Et puis j'ai la chance,

quand je vais au Conseil des Gouverneurs à Francfort, de pouvoir m'appuyer sur le travail et l'expertise des équipes de la Banque de France, que ce soit sur l'analyse de la situation économique et monétaire, ou sur les propositions que l'on va faire. Aussi, avant chaque Conseil des Gouverneurs, qui se réunit toutes les six semaines, se tient ce qu'on appelle le comité monétaire restreint - CMR dans notre jargon -, où nous partageons vraiment les analyses.

Dernier élément sur l'indépendance ou la crédibilité personnelle, c'est la qualité des prises de position que je peux faire, soit au Conseil des Gouverneurs, soit à l'occasion de discours. L'indépendance, cela ne veut pas dire qu'on est muet. Donc il m'arrive souvent de dire à l'avance comment je vois les choses. Et une fois qu'on a pris une décision à Francfort, il m'arrive de l'expliquer. L'indépendance c'est donc une protection juridique, mais c'est aussi une construction au fil du temps qui s'appuie sur une équipe.

## Partie 2 : Comment la Banque centrale européenne et la Banque de France servent l'objectif de stabilité des prix

**Les banques centrales sont donc indépendantes pour remplir un mandat reçu du pouvoir législatif. Est-ce que vous pouvez nous rappeler quel est le mandat de la Banque centrale européenne et les moyens dont elle dispose pour le remplir ?**

Vous avez dit quelque chose d'absolument essentiel : l'indépendance n'a de sens que par rapport à un mandat, par rapport à une mission. Nous ne sommes pas indépendants et responsables de tout. Nous sommes responsables de la stabilité des prix. C'est dit très clairement dans le Traité de Maastricht. La stabilité des prix s'entend depuis assez longtemps comme un objectif d'inflation à moyen terme de 2% par an. Dans le cas de la BCE [*Banque centrale européenne*], c'est ce qu'on appelle l'objectif primaire. Il figure à l'article 127 du Traité de Maastricht.

Dans le cas de la BCE, il y a aussi ce qu'on appelle des objectifs secondaires. Cela veut dire que dès lors qu'on atteint la stabilité des prix, on doit viser des objectifs secondaires, parmi lesquels le plein emploi, le progrès social ou, on y reviendra peut-être, la qualité de l'environnement.

L'indépendance existe pour obtenir des résultats par rapport à cette mission. C'est donc une liberté, certes, mais c'est aussi une obligation d'efficacité. Je dis toujours que si nous n'avions pas de résultats par rapport à notre objectif d'inflation de 2% à moyen terme, à ce moment-là, l'indépendance pourrait être critiquée, voire remise en cause. Mais heureusement, nous avons des résultats efficaces.

**Est-ce que la poussée inflationniste de 2021-2023 a constitué un test particulier pour l'indépendance des banques centrales européennes ? À titre personnel, avez-vous ressenti une pression politique plus forte ?**

Je n'ai pas ressenti une pression politique, mais je suis d'accord avec le mot de « test ». Nous nous sommes trouvés, à un moment, dans la situation où notre mandat, notre mission, correspondait à la première préoccupation des Français et des Européens. C'est une grande responsabilité. Il fallait donc être capable de répondre vite à cette attente de nos concitoyens. L'inflation était montée d'un coup à la suite de l'invasion russe en Ukraine : on se rappelle la montée du prix du pétrole, la montée du prix des céréales, et il fallait ramener l'inflation vers l'objectif de 2%. Je crois qu'on a bien réussi, et ce fut un test positif pour l'indépendance.

Si on compare au précédent épisode inflationniste, plus de 40 ans auparavant, à la fin des années 1970, c'est très frappant de voir qu'on a vaincu l'inflation plus vite, en deux ou trois ans, alors que ça avait pris dix ans après les chocs pétroliers, et en montant moins les taux d'intérêt. Je citais le fait qu'on a monté les taux à 4%, quand on aurait probablement dû les monter à 8% sans la crédibilité.

Surtout, on l'a fait avec moins de peine pour l'activité économique. On dit très souvent que quand une banque centrale monte les taux d'intérêt, cela va provoquer une récession. Et bien, il n'y a pas eu de récession.

Peu de gens étaient prêts à parier, en 2022, que nous arriverions à vaincre aussi vite l'inflation, tout en gardant une croissance, certes insuffisante, mais restée positive. Ce fut un test très positif pour l'indépendance. J'avais pris le risque, dans notre communication publique, de traduire notre mandat en engagement de résultat très tôt. Début 2023, je crois que j'étais un des premiers à dire dans l'Eurosystème que notre objectif était de ramener l'inflation à 2% d'ici 2025. Et bien, c'est ce que nous avons fait. Il ne faut pas en tirer d'autosatisfaction, ni s'endormir sur ses lauriers, mais par rapport à notre débat d'aujourd'hui sur l'indépendance, c'est vraiment une preuve en grandeur réelle.

**Je me permets d'insister un peu sur les outils. Nous avons parlé de l'indépendance institutionnelle via les traités, de l'indépendance personnelle des décideurs au sein des banques centrales mais l'indépendance opérationnelle est un autre des piliers de l'indépendance des banques centrales. Est-ce que vous pouvez nous les présenter rapidement ?**

Il normal, quand on vous donne une mission, de vous en donner les moyens. C'est ce que vous appelez les outils. Le principal outil, ce sont les taux d'intérêt, ce que l'on appelle les taux directeurs, c'est-à-dire ceux qui sont fixés par la banque centrale. En résumé, ce sont les taux d'intérêt à court terme, de quelques mois jusqu'à un an. Les taux à long terme, les taux obligataires, par exemple à dix ans, sont influencés par nos taux directeurs mais aussi par les marchés, la politique budgétaire, etc. Si je prends la situation d'aujourd'hui, c'est pratiquement l'unique outil que nous utilisons. Les taux d'intérêt étaient négatifs début 2022 (-0,5%) et on les a remontés jusqu'à 4% à l'été 2024. Depuis, on les a rebaissés à 2%, leur niveau actuel.

Aujourd'hui, cela suffit. Mais il y a eu des périodes où les taux d'intérêt avaient été ramenés très bas, à 0 %, voire temporairement à des taux négatifs, et donc l'arme des taux d'intérêt ne

pouvait plus servir. On a alors utilisé ce qu'on appelle des instruments non conventionnels, notamment en jouant sur la taille du bilan de la banque centrale avec la capacité à acheter des actifs publics, le QE (*quantitative easing*). C'était des périodes qui correspondaient à une inflation trop faible, ce qui d'ailleurs m'amène à préciser que par rapport à l'objectif de 2% d'inflation dont on parlait tout à l'heure, il faut se garder des deux côtés : quand l'inflation est au-dessus du 2% mais aussi quand l'inflation est en dessous. Une inflation trop faible est aussi une maladie de l'économie : ça veut dire que l'activité économique n'est pas assez forte, que la demande est insuffisante. Il y a même une forme extrême de cette maladie, la déflation, c'est-à-dire une évolution négative des prix, quelquefois des salaires, de l'activité. La banque centrale doit aussi combattre l'inflation trop faible. Si vous me permettez la comparaison, on peut dire que 2% d'inflation, c'est la bonne température de l'économie, comme 37°C est la bonne température du corps. Quand on a de la fièvre, il faut la calmer en remontant les taux d'intérêt. Mais quand on a 36°C de température, ce n'est pas bon non plus. C'est une forme d'anémie et il faut éviter l'anémie de l'économie.

**Avant de parler des mesures non conventionnelles et de l'élargissement du champ d'action des banques centrales, je voudrais aussi parler d'un dernier pilier de l'indépendance qui tient au fait que les banques centrales disposent de leurs propres ressources financières. Est-ce que vous pouvez nous expliquer comment s'organise l'indépendance financière de la Banque de France ?**

L'indépendance financière est très importante et se fonde sur deux piliers, qui sont liés d'ailleurs. C'est d'abord la solidité de nos résultats. Notre principal revenu est ce qu'on appelle le revenu monétaire ou le seigneurage. En face, il y a des dépenses, qu'à la Banque de France nous gérons avec sérieux. Tous les efforts de gestion faits, et qui ont engagé les hommes et les femmes de la Banque de France, nous ont permis de très bien maîtriser nos dépenses. L'autre pilier, c'est la solidité de notre bilan. Dans notre bilan, nous avons des réserves pour faire face, éventuellement, à des années défavorables.

Qu'est-ce qui s'est passé sur nos résultats ? En général, les résultats sont positifs. Jusqu'en 2022, ils ont même été amplement positifs. Dans ce cas-là, on en utilise une partie pour renforcer la solidité de notre bilan, les réserves dont je parlais, et le reste va à l'actionnaire, l'Etat, c'est-à-dire tous les Français. On verse des dividendes et de l'impôt sur les sociétés. Depuis 2023, nous traversons une période un peu exceptionnelle où, pour des raisons de politique monétaire, c'est-à-dire pour ramener l'inflation à 2%, le revenu monétaire est devenu négatif et donc nos résultats sont devenus négatifs. Grâce à la solidité de l'autre pilier, c'est-à-dire la solidité de notre bilan, on a pu aller chercher dans les réserves sans faire appel à l'État et à une recapitalisation. C'est l'engagement que j'avais pris et c'est effectivement lié à l'indépendance : si nous avions dû demander une contribution financière de l'État, ça aurait pu fragiliser l'indépendance de la Banque de France par rapport au gouvernement. Cela n'a pas été le cas. La solidité financière préserve durablement l'indépendance. On va revenir progressivement à des résultats positifs. Je peux ajouter d'ailleurs que cette question de résultats temporairement négatifs s'est posée pour la quasi-totalité des banques centrales du

monde, en zone euro et en dehors de la zone euro, c'est-à-dire pour la Banque d'Angleterre, la Fed américaine, etc.

## L'élargissement du champ d'action des banques centrales accroît-il le risque de contestation ?

**Vous avez parlé tout à l'heure du *quantitative easing* comme illustration des instruments de politiques monétaires non conventionnelles. Cela illustre un élargissement du champ d'action des banques centrales puisque, outre les taux directeurs, les banques centrales peuvent se saisir d'autres outils. Cela a été le cas des opérations de rachats d'actifs menées par la BCE entre 2015 et 2020. Est-ce que vous pouvez nous rappeler en quoi consistent ces programmes d'achat et comment ils respectent l'interdiction de financer directement des États ?**

L'interdiction de financement des États est très importante. On le voit a contrario dans certains pays émergents où la banque centrale n'est pas indépendante et où il y a toujours la tendance du gouvernement à faire tourner ce qu'on appelle la « planche à billets » : vous demandez à la banque centrale de vous faire des avances en fin de mois. C'est une solution de facilité pour boucler les budgets, mais malheureusement, plus ça dure, plus ça a des effets inflationnistes, et l'hyperinflation est très souvent liée au financement monétaire des États.

Si nous avons acheté des actifs publics, ce n'est pas pour financer les États. Je crois que c'est très important de le rappeler, parce qu'il y a souvent cette ambiguïté. Quand nous arrêtons ces achats d'actifs publics, ce n'est pas pour pénaliser les États. Notre seule boussole, c'est le mandat dont on parlait tout à l'heure, c'est l'objectif de 2% d'inflation. A partir de 2015, nous nous sommes trouvés dans une situation où les taux d'intérêt étaient à 0%, - même un peu en dessous -, et où pourtant on était toujours dans cette maladie de la trop faible inflation, cette insuffisance de la demande. Dans ce cas-là, acheter des titres publics est une façon de peser sur les taux d'intérêt, notamment les taux d'intérêt à long terme, de mettre de la liquidité dans l'économie et donc de stimuler l'activité et de faire remonter l'inflation vers les 2%. J'insiste beaucoup sur cet objectif parce que je constate qu'il reste une ambiguïté : le *quantitative easing*, ce n'est pas fait pour financer les États. J'entends parfois dans le débat politique français, l'idée que la BCE aurait la clé du problème budgétaire français. C'est totalement faux.

Alors comment nous assurons-nous qu'il n'y ait pas de financement monétaire ? Comment le faisons-nous, parce qu'effectivement, nous avons arrêté les programmes d'achat après le Covid ? Il y a deux règles majeures. La première, c'est que ces achats ne peuvent pas se faire sur ce qu'on appelle le marché primaire, c'est-à-dire lors des adjudications, mais sur le marché secondaire, auprès d'investisseurs privés. Pour le dire autrement, il faut d'abord qu'il y ait eu des investisseurs privés qui aient pu acheter la dette française, la dette allemande, la dette italienne... Cela montre le sérieux de la politique d'émission. Et puis il y a une seconde règle, plus technique, qui est que pour chacun des titres concernés, telle souche du 10 ans français ou du 10 ans espagnol, il y a des limites d'emprise. Elles varient un peu selon les

programmes, mais à chaque fois, c'est une minorité de titres qui peut se retrouver dans les mains de la banque centrale.

Cela a été un outil très utile. Je garde un souvenir très vivant du début de Covid : en mars 2020, l'activité plonge brutalement, on craint vraiment la déflation de l'économie, et nous avons une réunion extraordinaire, à la mi-mars, du Conseil des Gouverneurs. Chacun était confiné chez lui, j'étais au téléphone, et nous décidons, en deux heures, le plus gros programme d'achat d'actifs à l'unanimité, y compris les plus durs autour de la table du Conseil des Gouverneurs, parce qu'il le fallait pour soutenir l'activité et ramener l'inflation à 2%.

**Est-ce que ces mesures ont déplacé la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire ? Je pense notamment à la décision de la Cour de Karlsruhe en 2020 qui avait demandé à la BCE de justifier de la proportionnalité des programmes d'achats de dette publique.**

D'abord, une petite précision : la décision de la Cour constitutionnelle allemande, Karlsruhe, visait la Bundesbank allemande. C'est la Bundesbank qui a dû répondre sur la proportionnalité et la réponse a été jugée satisfaisante. C'était au regard de notre mandat, de l'objectif d'inflation.

Après, il est vrai que cette question des relations entre la politique budgétaire et la politique monétaire revient assez souvent. Est-ce que la frontière est devenue plus floue ? Je ne crois pas. Je crois que les deux sont indépendantes l'une de l'autre. Bien sûr on se parle. Mais si je prends l'exemple de la politique budgétaire française et de la politique monétaire européenne, on a connu des phases très différentes. Avant le Covid, jusqu'en 2019, on a eu une politique budgétaire, en France, qui visait quand même la réduction des déficits, quand, à l'époque, nous avons une politique monétaire très expansive. Avec le Covid, il y a eu une phase d'alignement : pour soutenir l'activité, il y a eu à la fois une politique budgétaire très expansive, le « quoi qu'il en coûte », et une politique monétaire avec les programmes d'achat, ce que l'on a appelé le PEPP [*pandemic emergency purchase program, lancé par la BCE le 18 mars 2020 pour lutter contre les conséquences du Covid*] dont je parlais à l'instant. À partir de 2022, nous entrons dans une autre phase : nous adoptons une politique monétaire restrictive, parce qu'il faut resserrer les taux d'intérêt pour ramener l'inflation vers 2%, quand, malheureusement, avec des excès, la politique budgétaire française est restée assez expansive, avec des déficits supérieurs à 5% encore aujourd'hui. Donc, il y a eu différentes phases, et cela montre que la politique monétaire n'est pas du tout à la remorque de la politique budgétaire.

**On a beaucoup parlé du mandat de stabilité des prix et je vous propose d'écouter un extrait du discours sur l'Europe d'Emmanuel Macron. C'était en avril 2024 :**

*« Il y a une première chose qui me semble caduque : on ne peut pas avoir une politique monétaire dont le seul objectif est un objectif d'inflation, qui plus est dans un environnement économique où la décarbonation est un facteur d'augmentation des prix structurels. Nous devons lever le débat, théorique et politique, de savoir comment intégrer dans les objectifs de la Banque*

*centrale européenne, au moins un objectif de croissance, voire un objectif de décarbonation, en tous cas de climat pour nos économies. C'est absolument indispensable ».*

**En pratique, la Banque centrale européenne affiche déjà son engagement à lutter contre le changement climatique. Est-ce que vous pouvez nous rappeler dans quel cadre s'inscrivent les actions de la Banque centrale européenne pour la transition climatique, quelle est sa légitimité dans ce domaine ?**

Je voudrais d'abord relever que la Banque centrale européenne est tout à fait pionnière, parmi les grandes banques centrales, dans la lutte contre le changement climatique. Non seulement je salue l'engagement de Christine Lagarde en la matière, mais nous l'appuyons très fortement. La Banque de France est reconnue comme la banque centrale la plus verte du G20 par des ONG, donc ce ne sont pas seulement des mots, c'est de l'action.

Quelle est notre légitimité ? Je crois que c'est directement lié à notre mandat de stabilité des prix, le mandat primaire. Pourquoi ? Parce que le changement climatique affecte l'inflation. Pensez à ce qui peut se passer sur les prix alimentaires. Pensez à ce qui peut se passer sur le prix de l'énergie. Cela affecte aussi l'activité, et ce ne sont pas seulement des menaces à long terme, à horizon 2030, 2050. Une chose m'a beaucoup frappé : il y a eu régulièrement des sécheresses en Grèce, mais il y a eu aussi des inondations à l'automne 2023. Et j'ai vu mon collègue grec devenir extraordinairement sensible à la prise en compte du changement climatique dans notre politique monétaire, parce qu'il a vu ce que cela signifiait sur le plan économique. Donc rien qu'au nom du mandat primaire de stabilité des prix, nous devons intégrer le changement climatique. C'est si nous ne le faisons pas que nous manquerions à notre mandat.

Il se trouve qu'on a en plus un mandat secondaire sur la qualité de l'environnement. Mais à mon avis, il n'y a même pas besoin d'aller chercher ce mandat secondaire et d'avoir un débat juridique. Nous avons alors acté cela dès notre revue de stratégie monétaire en 2021. Je crois avoir joué avec les équipes de la Banque de France un rôle assez important pour cela. Pour vous citer un exemple pratique de ce que nous faisons maintenant, quand nous achetions des obligations d'entreprise, encore à l'époque du QE, ou quand nous prenons aujourd'hui des créances privées d'entreprises en garantie en collatéral, nous intégrons le risque climatique associé à ces titres dans notre politique monétaire.

**Depuis 2014, la BCE est également chargée de la supervision bancaire. Est-ce que l'élargissement de son champ d'action accroît le risque de contestation ?**

Pourquoi les gouvernements européens ont-ils pris cette décision à la suite de la grande crise financière de 2009-2012 ? Je ne dirais pas qu'on a pris l'exemple français mais, en France, l'ACPR [*Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*], dont la supervision est reconnue depuis très longtemps, est adossée à la Banque de France, et nous sommes un des pays qui a le mieux traversé la crise financière. Avoir une forme d'autonomie dans la proximité est donc une chose que nous pratiquons depuis très longtemps et qui tend à montrer que c'est une solution efficace.

De plus, pour ce qu'on a appelé l'Union bancaire, il s'agissait de porter la supervision au niveau européen, parce que si en France, la supervision était reconnue, efficace, il y a des pays où elle avait fait défaut. On a donc monté le niveau d'exigence de la supervision en la portant au niveau européen, au travers de ce qu'on appelle le MSU, le Mécanisme de supervision unique.

Je ne crois pas que cela ait accru la contestation. Ce qui peut être vrai, c'est que les décisions relatives aux banques sont souvent des décisions plus contentieuses, plus difficiles - y compris parce qu'on touche à des intérêts privés, soyons clairs - que les décisions de politique monétaire proprement dites. Mais je crois qu'il faut les conduire avec la même compétence et la même indépendance. Je note d'ailleurs que depuis 2014, on ne parle plus de crise bancaire en Europe, c'est un résultat qui n'est pas négligeable. Dans les premières années de mon mandat, après 2015, dès que j'intervenais quelque part, on me demandait « quand est-ce qu'on arrêtera de parler de crise bancaire en Europe ? » Et bien, c'est réglé.

### **L'indépendance concerne donc à la fois la stabilité des prix et la supervision bancaire ?**

Oui, et je précise qu'elle concerne essentiellement ces deux sujets. Quelquefois, je résume en disant la stabilité des prix pour la politique monétaire, la stabilité financière pour la supervision. Il nous arrive de parler d'autres sujets, de dire des choses sur la politique budgétaire de la France ou sur le rapport Draghi et les réformes structurelles en Europe. Dans ces cas-là, nous apportons notre expertise, nous apportons notre voix, avec indépendance, mais nous ne sommes pas le décideur ultime. Nous n'avons pas de mandat pour agir. Nous avons une légitimité pour nous exprimer.

### **La contrepartie de l'indépendance : rendre compte**

#### **On voit que les pouvoirs des banques centrales sont étendus. Est-ce qu'il existe des contre-pouvoirs à cette indépendance ? Qui peut dire stop à une banque centrale ?**

Je disais que l'indépendance revient vers la démocratie, parce que l'indépendance, ce n'est pas la liberté de faire tout et n'importe quoi tout seul. Il y a trois limites extrêmement claires. La première limite, c'est le mandat. De quoi nous sommes responsables, sur quoi nous sommes compétents : la stabilité des prix et la stabilité financière. Donc si la banque centrale se mettait à décider du niveau des impôts ou de la politique budgétaire, elle serait absolument illégitime, d'ailleurs elle n'en a pas les moyens.

Le deuxième garde-fou, c'est que cela n'est jamais une décision solitaire. Ce n'est pas très souvent souligné, mais partout où il y a une indépendance, il y a un collège. Il y a une procédure de nomination démocratique, on en a parlé, mais nous sommes 26<sup>1</sup> autour de la table du Conseil des Gouverneurs. On se réunit toutes les six semaines à Francfort et on a des vraies discussions. Quelquefois d'ailleurs les journalistes me disent : « Avez-vous eu des débats à

---

<sup>1</sup> Depuis l'entrée de la Bulgarie dans l'euro, le 1<sup>er</sup> janvier 2026, le Conseil des Gouverneurs de la BCE compte 27 membres : 21 gouverneurs de banque centrale et 6 membres du Directoire.

Francfort ? ». Je réponds : « Heureusement qu'on en a sinon pourquoi se déplacer pour avoir un Conseil des Gouverneurs ? ». Ce sont des discussions respectueuses, on se fait confiance. *In fine*, il peut y avoir un vote, il y a une décision, mais il y a un vrai débat. Donc c'est une procédure collégiale. C'est très important. C'est le cas aussi en supervision : il y a un collège de supervision.

Le troisième garde-fou, c'est que l'indépendance n'a de sens que si nous rendons compte des résultats que nous obtenons par rapport au mandat. C'est la question de la communication et c'est presque une obligation. Il a pu y avoir, dans les premiers temps de l'indépendance, une vision d'une communication un peu minimale des banques centrales, qui était réservée à des spécialistes, qui était dans une langue un peu absconse. C'est fini. La Banque de France appartient à l'État et donc aux Français. Nous devons des comptes aux citoyens dans des termes compréhensibles.

C'est une exigence démocratique et c'est aussi une exigence d'efficacité économique. Pourquoi ? Parce qu'une politique monétaire mieux comprise sera mieux transmise et donc plus efficace. Je vais vous citer un exemple simple : si les citoyens sont convaincus, dans des périodes d'inflation forte, que nous allons revenir vers 2%, ce que l'on appelle les anticipations d'inflation en termes techniques, c'est un puissant adjuvant de la politique monétaire. C'est ce qui s'est passé entre 2023 et 2025. Je vous racontais que j'ai pris le risque de dire publiquement qu'on allait revenir vers 2%. On a évité, dans toute l'Europe d'ailleurs, ce que l'on appelle la spirale prix-salaires, c'est-à-dire que les travailleurs n'ont pas confiance dans le fait que l'inflation va diminuer, donc demandent des augmentations supplémentaires, ce qui augmente les coûts des entreprises et l'inflation augmente encore, etc. On l'a évitée parce que la communication a inspiré confiance.

### **La BCE et d'autres banques centrales sont critiquées pour leur manque de transparence. Comment distinguer les critiques légitimes de celles qui remettent en cause l'indépendance ?**

D'abord, le débat sur le fond de la politique monétaire est totalement légitime. C'est notre responsabilité de conduire des analyses en toute indépendance, de prendre des décisions et de les appliquer. Mais ça ne veut pas dire que des économistes, des journalistes et même des responsables politiques n'aient pas le droit de dire qu'ils ont telle interrogation. Je note d'ailleurs qu'en France, il y a assez peu de débats sur la politique monétaire. De temps en temps, je souhaiterais qu'il y en ait un peu plus sur le fond.

Ce qui ne me paraîtrait pas légitime, ce sont des critiques disant qu'il y a un manque de transparence ou que le principe même de l'indépendance est non démocratique. Je crois que depuis le début de notre conversation, on voit tous les éléments de démocratie qu'il y a en la matière. Je ne crois pas d'ailleurs que les banques centrales puissent faire encore beaucoup de progrès sur la transparence. Je ne suis pas sûr que cela passionnerait le débat public. On publie par exemple nos minutes, le compte-rendu de nos débats toutes les six semaines. Qui les lit vraiment ? À voir, mais à nous d'expliquer, de rendre compte. Je vais régulièrement devant le Parlement, l'Assemblée nationale et le Sénat, je vais dans les médias, nous faisons

toute une série d'actions de communication grâce à l'excellente direction de la communication de la Banque de France... tout cela fait partie de la transparence. On peut sûrement progresser encore, mais je pense que les critiques ou les débats doivent plutôt porter sur le fond.

### **Comment continuer d'améliorer la responsabilité démocratique des banques centrales ?**

La responsabilité démocratique me paraît établie. En revanche, que nous puissions encore progresser sur la communication, je crois qu'on en a apporté la preuve ces dernières années. A la Banque de France, nous avons décidé, à partir de 2021, de créer ce qu'on a appelé « Les Rencontres de la politique monétaire ». Quel était le pari ? C'est de dire : « Nous allons parler de la politique monétaire au plus grand nombre ». Cela s'est passé largement en ligne parce qu'on sortait du Covid. Puis on a eu des rencontres physiques, dans chaque région, et cela a intéressé beaucoup de gens, de fait. Nous avons également appris au regard de ce qui nous remontait, comme souhaits, comme interrogations, etc.

On a franchi une étape supplémentaire en 2025 avec l'opération qu'on a appelée « Ensemble Dialoguons ». On a ouvert la moitié de nos succursales et le siège à l'occasion des Journées européennes du patrimoine. Il y a plus de 30 000 personnes qui sont venues physiquement à la Banque de France. La grande nouveauté, c'est qu'on a dit : on ne va pas partir de notre message, faire un exposé, on va partir des questions des Français, on ne va pas sélectionner les questions, puis on va essayer d'y répondre le mieux possible. Je peux vous dire qu'au début, il y a eu un assez grand débat à l'intérieur de la Banque de France, et finalement, pari formidablement gagnant, et tout le monde a été très heureux de le faire. On peut peut-être aller encore plus loin, on va viser d'ouvrir au moins 80% de nos succursales en 2026.

À travers cela, ce que nous construisons, et on a fait beaucoup de progrès, c'est que la Banque de France soit plus ouverte et plus visible. La Banque de France est depuis 226 ans dans la République. Beaucoup de gens la connaissent, la considèrent comme prestigieuse, connaissent son histoire. Mais pour autant, elle peut encore paraître un peu loin, un peu haut. Je le répète : la Banque de France appartient aux concitoyens, elle est ouverte aux concitoyens, elle doit être visible. Et plus la Banque de France est ouverte et visible, plus elle est légitime et forte dans le pays. Cela peut se dire très simplement : l'indépendance, ce n'est pas l'isolement. Au contraire, plus on est indépendant, plus on a un devoir de rendre compte à nos concitoyens.

### **Conclusion**

**Pour conclure, pourquoi selon-vous l'indépendance des banques centrales reste essentielle aujourd'hui et qu'est-ce qui pourrait la fragiliser demain si on n'y prend pas garde ?**

L'indépendance, comme toute bonne vertu, se cultive. Il ne faut jamais s'endormir sur un acquis. Il y a toutes les raisons économiques qu'on a évoquées à l'intérieur du mandat pour la défendre.

Pour conclure, je voudrais évoquer une raison plus politique pour défendre l'indépendance et veiller à la préserver. Je crois que l'indépendance, c'est une façon, pas la seule, de répondre à une exigence très forte de nos concitoyens : l'exigence de résultats publics. Il y a aujourd'hui, et je le dis avec un peu d'inquiétude pour la démocratie, le sentiment d'une impuissance publique, d'une moindre efficacité de l'action publique alors qu'il y a des attentes très fortes de résultats. Dans l'indépendance, on réunit trois composantes essentielles : une mission, c'est le mandat de stabilité des prix ; des moyens, c'est la liberté de fixer les taux d'intérêt directeurs ; des résultats, le fameux 2% d'inflation, sur lequel il faut rendre compte. Mission, moyens, résultats. Ce triangle-là a bien fonctionné sur la politique monétaire. Est-ce qu'il peut servir éventuellement sur d'autres champs de l'action publique ? Ce n'est pas à nous d'en décider. Peut-être que sur la transition énergétique et la lutte contre le changement climatique aussi, on pourrait créer des institutions un peu plus fortes à qui on confierait cette mission avec obligation de résultats. Tout ceci n'a de sens que si c'est à l'intérieur de la démocratie, si ça naît de la démocratie et que ça revient vers la démocratie. Je crois que c'est à cela qu'il faut veiller comme la prunelle de nos yeux.

## Aller plus loin

Pourquoi la BCE est-elle indépendante ? [Pourquoi la BCE est-elle indépendante ?](#)

Lutte contre l'inflation : et si la BCE avait réagi différemment, Stéphane Lhuissier, janvier 2025 : [Lutte contre l'inflation : et si la BCE avait réagi différemment ? | Banque de France](#)

Comptes des banques centrales : le corollaire du succès, Agnès Bénassy-Quéré, 27 mars 2025 : [Comptes des banques centrales : le corollaire du succès | Banque de France](#)

Comptes des banques centrales : le trou d'air était attendu, Agnès Bénassy-Quéré, mars 2024 : [Comptes des banques centrales : le trou d'air était attendu | Banque de France](#)

Comptes rendus des réunions de politique monétaire : [Comptes rendus des réunions de politique monétaire](#)

Ensemble Dialoguons : [Ensemble, dialoguons | Banque de France](#)

Les Rencontres de la politique monétaire : [Les Rencontres de la politique monétaire | Banque de France](#)