



Eurofi– 27 mars 2026

**« Il reste peu de temps pour se réveiller :
Pouvons-nous réconcilier Europe et vitesse ? »**

Discours de François Villeroy de Galhau

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Delphine Cuny (delphine.cuny@banque-france.fr)

Mesdames, Messieurs,

Cette réunion Eurofi revêt pour moi une signification particulière, puisqu'elle sera la dernière à laquelle j'assisterai en tant que Gouverneur de la Banque de France, après 18 réunions auxquelles j'ai eu le privilège de participer grâce à David Wright et Didier Cahen. Je voudrais donc profiter de cette occasion pour exprimer ma gratitude à Eurofi, et peut-être pour m'exprimer encore plus librement aujourd'hui. Comme vous tous, je regrette vivement que nous ne puissions pas nous retrouver en personne à Chypre. De Chypre, lieu de naissance de Zénon de Kition, le fondateur du stoïcisme, nous vient un enseignement opportun : nous devons faire preuve de lucidité face à ce que nous ne pouvons pas changer, et de détermination devant ce que nous devons changer. Le conflit au Moyen-Orient, que je n'aborderai pas directement ce matin, constitue une raison de plus d'agir plus fort et plus vite.

Permettez-moi de le dire franchement : il ne nous reste que peu de temps, à nous, Européens, pour nous réveiller. La question n'est pas le « Quoi ? » : nous, Européens, savons déjà ce qui doit être fait (I). La vraie question est « Comment ? », et plus encore, « À quelle vitesse ? » : pourquoi sommes-nous si lents à atteindre nos objectifs ? Pouvons-nous réconcilier Europe et vitesse ? (II).

I. Nous, Européens, savons ce qui doit être fait

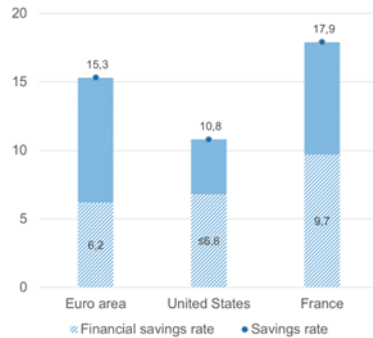
1. Un diagnostic partagé : le consensus Draghi-Letta

Au cours des 25 dernières années, le PIB par habitant a enregistré une augmentation cumulée de 31 % dans la zone euro, niveau inférieur aux 47 % enregistrés aux États-Unis. La principale cause de cette situation est notre retard « schumpétérien » en matière d'innovation¹. Pourtant, l'Europe ne manque pas d'épargne : le taux d'épargne des ménages de la zone euro dépasse 15 % du revenu disponible brut, contre 11 % aux États-Unis.

EUROPE DOES NOT LACK SAVINGS, IT LACKS EQUITY

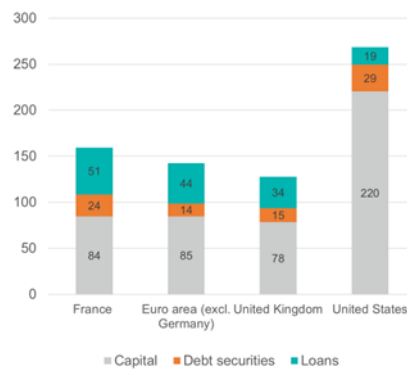


Savings rate and financial savings rate
(% of gross disposable income)



Sources: BEA, Eurostat
Note: Annual average for 2024. Percentage of household and NPISH gross disposable income.

Non financial corporations liabilities
(% of GDP, Q4 2024)



Sources: Banque de France, ECB, OECD, US Fed

1

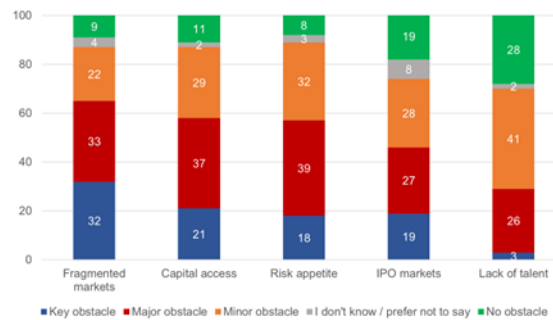
EUROFI NICOSIE • 27 MARCH 2025

BANQUE DE FRANCE
EUROSISTÈME

Mais elle manque de fonds propres, qui sont indispensables pour financer l'innovation de pointe et la prise de risque. Le financement par fonds propres des sociétés non financières ne représente que 85 % du PIB dans la zone euro, contre 220 % du PIB aux États-Unis. Le diagnostic n'est que trop connu des sociétés et des investisseurs européens : s'ils considèrent la fragmentation financière (32 % des participants à l'enquête annuelle *Equity Survey* du Fonds européen d'investissement ⁱⁱ) et l'accès au capital (21 %) comme étant les principaux obstacles à l'expansion (*scaling-up*) des entreprises de l'UE, 3 % seulement indiquent un manque de talent.

CORPORATE'S EXPECTATIONS

Obstacles to scaling-up EU firms
(% of responses)



Sources: EIB Investment Report 2025

2

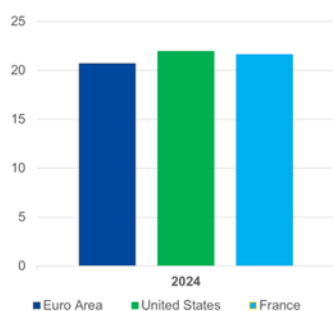
EUROFI NICOSIE • 27 MARCH 2025

BANQUE DE FRANCE
EUROSISTÈME

En outre, alors que l'investissement total ⁱⁱⁱ (en part du PIB) est pratiquement le même dans la zone euro qu'aux États-Unis, l'investissement productif — hors construction — est nettement inférieur (10,5 % du PIB dans la zone euro, contre 14,3 % aux États-Unis), et c'est encore davantage le cas pour l'investissement innovant ^{iv}.

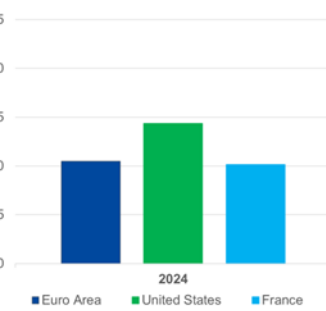
EUROPE DOES NOT LACK TOTAL INVESTMENT, IT LACKS PRODUCTIVE AND STILL MORE INNOVATIVE INVESTMENT

Total investment
(GFCF, volume, % of GDP)



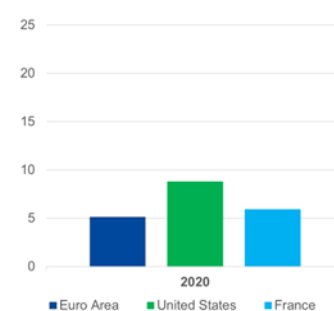
Sources: OECD, GFCF by asset

Productive investment
(volume, % of GDP)



Sources: OECD, GFCF by asset
Note: Productive investment is the total GFCF minus construction (dwellings, other buildings and structures etc.)

Innovative investment
(volume, % of GDP)



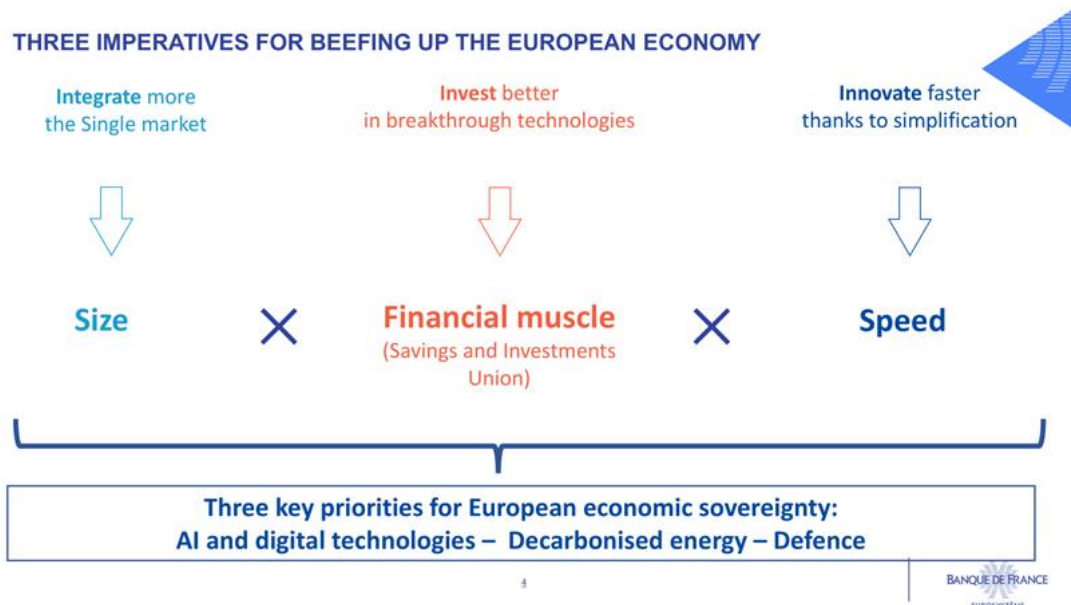
Source: EU KLEMS and INTANProd.
Note: Innovative GFCF is computed as the sum of ICT, software and databases and R&D

3

EUROFI NICOSIE • 27 MARCH 2025

BANQUE DE FRANCE
EUROSISTÈME

Permettez-moi de résumer les 548 pages cumulées des rapports Letta ^v et Draghi ^{vi} en 3 impératifs, *trois* « *i* » sur lesquels nous nous accordons tous.



Premièrement, nous devons *intégrer davantage* le marché unique, avec notamment la création d'un 28^e régime optionnel d'ici à 2028 ^{vii}. Deuxièmement, nous devons *investir mieux* : il s'agit là de l'Union pour l'épargne et l'investissement ^{viii}. Troisièmement, nous devons *innover plus vite*, et, pour ce faire, oser et simplifier.

2. Le réveil de l'Europe se dessine lentement

Des progrès ont certes été accomplis au cours de l'année dernière : en janvier 2026, 39 % des recommandations du rapport Draghi avaient été totalement ou partiellement mises en œuvre ^{ix}.

Et permettez-moi de citer trois exemples récents :

- i) Pour la seule année 2025, la Commission européenne a présenté 10 trains de mesures « omnibus » sur la simplification ^x, qui pourraient réduire les coûts administratifs récurrents de 11,9 milliards d'euros.
- ii) L'Union pour l'épargne et l'investissement ne relève pas uniquement d'un changement d'appellation, elle représente une approche plus stratégique visant à harmoniser les objectifs du secteur bancaire et des marchés de capitaux — en commençant par des propositions concrètes portant sur une supervision centralisée, l'investissement de détail et la législation en matière d'insolvabilité ^{xi}.

- iii) S'appuyant sur le précédent que constitue la réussite de l'émission d'obligations communes de l'UE, l'Europe a également adopté le programme SAFE ^{xii} en mai 2025, qui fournira jusqu'à 150 milliards d'euros d'emprunts conjoints destinés à des investissements de défense.

II. Pourquoi sommes-nous trop lents ?

Ces avancées sont encourageantes, et l'Europe est aujourd'hui témoin d'une nouvelle convergence autour de l'« autonomie stratégique », ou de la « souveraineté économique », quel que soit le nom qu'on lui donne. Et pourtant, la mise en œuvre demeure trop lente et trop conventionnelle, surtout par rapport à nos concurrents, qu'il s'agisse des États-Unis ou de la Chine. Beaucoup de nos concitoyens s'interrogent sur cette question de **vitesse**. Permettez-moi d'examiner les quatre candidats à l'explication possibles :

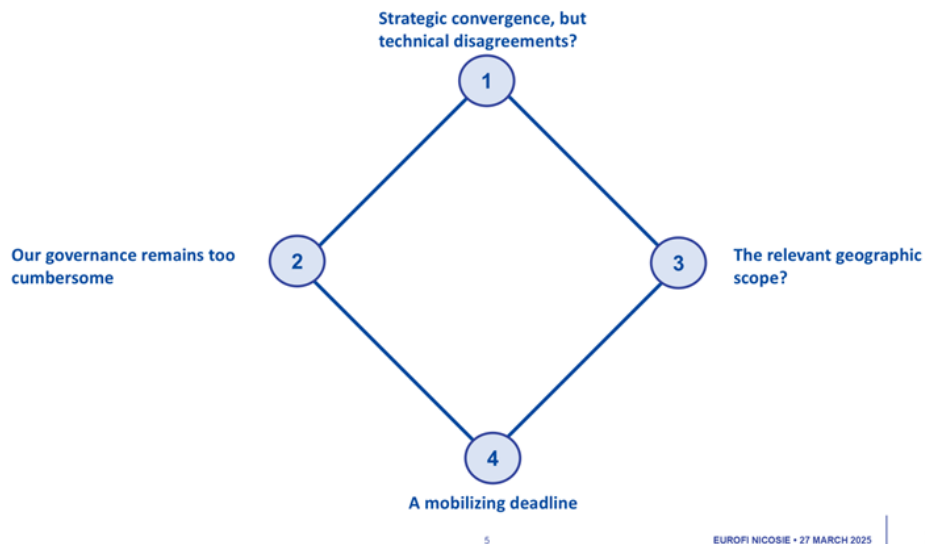
1. Une convergence stratégique, mais des désaccords techniques ?

Notre convergence stratégique reste peut-être encore superficielle : ce qui semble relever d'un large consensus masque de nombreux désaccords techniques dès lors que l'on passe d'un accord politique général aux détails des travaux administratifs. Et, parallèlement, nous peinons encore à traduire les programmes Letta et Draghi en quelques projets concrets et attrayants sur le plan politique. Comme le disait Jacques Delors : « On ne tombe pas amoureux d'un marché unique », et, soyons honnêtes, on ne tombe pas non plus amoureux d'une Union pour l'épargne et l'investissement. Mais c'est là le moyen de réaliser trois priorités européennes concrètes : l'IA, l'énergie décarbonée, et — à plus forte raison après la guerre en Iran — la défense.

Qui plus est, notre culture et nos réflexes européens privilégient trop souvent la prudence et la politique des petits pas au détriment d'un changement de rupture^{xiii} — aussi bien en ce qui concerne nos habitudes d'investissement que nos choix institutionnels. L'Europe craint les risques de l'action, tandis que les États-Unis craignent les risques de l'inaction. Mais le succès du Danemark, des Pays-Bas et de la Suède nous montre que croissance économique et valeurs

sociales peuvent aller de pair. Et c'est le moment d'oser, ou de s'effacer. Les crises peuvent aussi bien faire l'Europe que la défaire, selon la volonté collective dont nous ferons preuve pour les surmonter.

FOUR CANDIDATES TO EXPLAIN OUR SLOWNESS



2. Notre gouvernance présente encore trop de lourdeurs ?

Par le passé, l'Europe a démontré qu'elle sait transformer les crises en progrès. La crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine ont mené à des avancées majeures, du mécanisme européen de stabilité (MES) à l'Union bancaire, parallèlement à une action décisive de l'Eurosystème. L'Europe a, même récemment, montré sa capacité à agir promptement : après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, avec les paquets de sanctions adoptés en temps réel, et avec plusieurs instruments majeurs de soutien à l'Ukraine décidés successivement ^{xiv}, à un moment où les paquets américains supplémentaires étaient retardés par des discussions au Congrès. L'UE a également été plus rapide que les États-Unis en adoptant notre règlement sur les marchés de crypto-actifs (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, MiCAR) ^{xv}, deux ans avant le GENIUS *act*.

Mais la crise géopolitique actuelle n'a pas encore déclenché la même accélération. Notre gouvernance est encore trop pesante. Le défi n'est pas de choisir entre légitimité démocratique et rapidité, il est de concilier les deux. Trop

souvent, les acteurs européens agissent de manière trop individuelle, ajoutant leurs propres retards, quand nous avons besoin d'élever notre niveau de jeu collectif.

En matière économique, l'unanimité reste heureusement l'exception plutôt que la règle, demeurant cependant un véritable obstacle en matière de fiscalité, ce qui entrave l'union pour l'épargne et l'investissement, ou encore les sanctions et les principaux instruments de soutien à l'Ukraine. Mais la lenteur n'est pas une simple question de règles de vote. Elle dépend également d'initiatives précoces et audacieuses de la Commission, de la vitesse à laquelle le Conseil et le Parlement européen s'alignent, et de l'instrument législatif retenu. Ne répétons pas les retards de l'euro numérique, pour lequel nous aurons probablement besoin de 35 mois entre la proposition initiale de la Commission et le vote final du Parlement européen. Lorsqu'un véritable cadre commun est nécessaire, les règlements – qui sont directement applicables dans l'ensemble de l'Union – peuvent offrir plus de rapidité, de clarté et d'unité. Le règlement proposé par la Commission sur le 28^e régime ^{xvi}, ou « EU Inc », en est un exemple positif. Il appartient désormais au Parlement européen et au Conseil d'être à la hauteur de cette ambition avec le même sentiment d'urgence.

Cela soulève une question plus large : l'Europe devrait-elle évoluer vers une intégration plus approfondie ? Un grand saut vers le fédéralisme est clairement hors de portée. Mais nous pourrions bénéficier, pour emprunter les mots de Mario Draghi dans son discours fondateur à Louvain ^{xvii}, d'une forme de « fédéralisme pragmatique » dans certains domaines stratégiques, à l'aide d'instruments communs plus forts et de pouvoirs décisionnels suivant l'exemple de l'euro – de la défense à l'énergie, à la technologie et à l'intégration financière.

3. Le bon périmètre géographique ?

Cette réflexion nous amène à notre troisième candidat à l'explication de la lenteur : le périmètre géographique. Trop souvent, l'unité européenne signifie que les 27 États membres doivent agir ensemble, au même rythme. Mais cette

quête d'exhaustivité peut devenir une source d'inertie. Dans certains domaines stratégiques, l'Europe devrait pouvoir s'appuyer sur des coalitions d'États membres volontaires.

Certains pourraient se demander si l'Europe est vraiment capable de mettre en œuvre une intégration différenciée. Après tout, la coopération renforcée existe depuis le traité d'Amsterdam (1997), et elle n'a presque jamais été appliquée en pratique. Pourtant, l'euro lui-même en est l'exemple le plus tangible. Au cours des 27 dernières années, l'Europe a établi sa souveraineté monétaire à travers l'euro – un vaste succès populaire, soutenu par 82 % des citoyens européens ^{xviii}. Et il a été conçu à travers une intégration progressive, qui a débuté à 11 en janvier 1999, la Bulgarie en devenant le 21^{ème} membre en 2007. Mais l'euro nous enseigne une seconde leçon importante : la géométrie variable ne fonctionne que lorsqu'une politique est incarnée par une seule institution forte et spécifique, dont la responsabilité démocratique qui lui a été confiée repose sur un mandat clair et une indépendance suffisante pour garantir l'efficacité – en l'occurrence la BCE ^{xix}, en collaboration avec l'Eurosystème.

4. Une échéance mobilisatrice

Enfin, il nous manque toujours un calendrier crédible. Notre souveraineté économique et financière ne peut advenir qu'en remplissant une condition essentielle, l'alignement de trois étoiles : les objectifs politiques, le travail administratif et l'activité des entreprises. Comme le veut une citation célèbre attribuée à Walt Disney, « la différence entre un rêve et un projet, c'est une date de réalisation ». C'est d'autant plus nécessaire aujourd'hui que le rêve américain de nombreuses entreprises européennes s'est affaibli, dans un contexte d'imprévisibilité croissante des politiques américaines. L'Europe doit désormais présenter son propre contre-projet crédible.

À cette fin, j'appelle à une *date mobilisatrice* ^{xx} comme, par le passé, Jacques Delors avait su le faire avec le 1^{er} janvier 1993 pour le marché unique et le 1^{er} janvier 1999 pour la monnaie unique. Nous pouvons discuter de la date exacte. Mais elle devrait intervenir pendant les « années Trump ». Pourquoi pas

en 2028, 35 ans après le marché unique ? Ou le 1^{er} janvier 2029, 30 ans après l'euro ?

Permettez-moi de conclure avec une phrase que j'ai beaucoup entendue pendant cette dernière année de nouvel ordre – ou désordre – mondial de la part de nos collègues non-européens, qu'ils viennent d'une économie avancée ou émergente : « Vous autres Européens disposez d'une opportunité unique ; ne la gâchez pas. » Rien n'est encore décidé... mais la fenêtre d'opportunité est sur le point de se refermer. Nous pouvons stabiliser notre feuille de route selon une matrice pratique, comme celle proposée par Enrico Letta en février dernier.

A "LETTA MATRIX" FOR THE COMPLETION OF THE SINGLE MARKET



Mais nous devons changer radicalement de tempo, et combiner trois leviers : une gouvernance européenne fondée sur l'esprit d'équipe, des lignes géographiques souples lorsque cela s'avère nécessaire, et une unique date mobilisatrice.

Permettez-moi de partager un souvenir personnel, en tant que vieil acteur de l'euro : parfois, la frontière entre la réussite et l'échec est extrêmement fine. Pendant les crises du SME en septembre 1992 et juillet 1993, et de nouveau pendant la crise de l'euro à l'été 2012, il a fallu – et cela a suffi – le sang-froid et le courage de quelques hommes, de Jean-Claude Trichet et Hans Tietmeyer à

Mario Draghi. Aujourd'hui, nous nous trouvons face à cette même frontière entre réussite et échec, et nous portons exactement la même responsabilité devant l'histoire. Je vous remercie de votre attention.

-
- ⁱ Villeroy de Galhau (F.) (2021), « [Le retard de croissance de l'Europe : réconcilier Keynes et Schumpeter | Banque de France](#) », discours au Collège d'Europe, 31 mars.
- ⁱⁱ Banque européenne d'investissement (*European Investment bank*, EIB) (2026). [EIB Investment Report 2025/2026](#), 3 mars
- ⁱⁱⁱ Mesuré par la formation brute de capital fixe (*gross fixed capital formation*, GFCF) en volume
- ^{iv} Calculé à partir de la somme des investissements dans les TIC, les logiciels, les bases de données et la recherche et le développement.
- ^v Letta (E.) (2024), [Much more than a market](#), avril.
- ^{vi} Draghi (M.) (2024), « [The Future of European competitiveness](#) », septembre.
- ^{vii} Coste (O.), Coatanlem (Y.) (2024), « *The Cost of Failure and the Quest for Competitiveness: Disruptive Innovation as a Catalyst* ». *IEP Policy Brief* n° 24, IEP Bocconi.
- ^{viii} Commission européenne (2025), « [SIU strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses](#) », 19 mars.
- ^{ix} European Policy Innovation Council (2026). The Draghi Observatory Implementation Index Update ([DOI-Interim-Audit- Jan-2026 web.pdf](#)), janvier.
- ^x Commission européenne (2026), [Simplification - Commission européenne](#)
- ^{xi} Commission européenne (2025), [Législation de l'UE sur l'insolvabilité: les États membres arrêtent une position relative au rapprochement des normes nationales en matière d'insolvabilité](#)
- ^{xii} Commission européenne (2025), [SAFE | Security Action for Europe – Commission européenne](#)
- ^{xiii} Villeroy de Galhau (F.) (2025), « [S'aventurer en eaux libres pour débloquer le potentiel d'innovation de l'Europe | Banque de France](#) », discours à Euronext Paris, 18 mars.
- ^{xiv} Le retard dans la mise en œuvre du prêt de soutien à l'Ukraine de 90 milliards d'euros contraste avec l'adoption rapide des précédents instruments d'aide de l'UE en faveur de l'Ukraine : le programme d'assistance macrofinancière + (MFA +) de 18 milliards d'euros adopté en décembre 2022 pour 2023 ; la facilité pour l'Ukraine pour la période 2024-2027 de 50 milliards d'euros adoptée en février 2024 ; et le programme de prêt d'assistance macrofinancière (MFA) de 18,1 milliards d'euros financé par les revenus des actifs russes immobilisés, adopté en octobre 2024.
- ^{xv} [Règlement sur les marchés de crypto-actifs \(MiCA\)](#)
- ^{xvi} Commission européenne (2026). [Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th regime corporate legal framework – 'EU Inc.'](#), 18 mars.
- ^{xvii} Draghi (M.) (2026), « *Europe cannot remain a loose confederation of states* », discours à l'Université catholique de Louvain, 2 février.
- ^{xviii} [Eurobaromètre standard 104 - Automne 2025 - décembre 2025 - - Enquête Eurobaromètre](#)
- ^{xix} Sur la notion d'institutions indépendantes agissant en « garantes » d'engagements collectifs crédibles dans la gouvernance de l'UE, cf. Majone (G.) (2001), « *Two Logics of Delegation: Agency and Fiduciary Relations in EU Governance* », *European Union Politics*, vol. 2, n° 1, p. 103-122.
- ^{xx} Villeroy de Galhau (F.) (2025), « [Une date mobilisatrice, pour saisir « le moment de l'Europe »](#) », discours, 14 mai.