



## Les leçons d'un banquier central après une décennie de fragmentations

Tribune du Gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, publiée par The Economist le 25 mai 2026.

Quand j'ai été nommé Gouverneur de la Banque de France en 2015, un de mes amis m'avait prédit des jours confortables =. Cette décennie a été exactement le contraire. Pour nous banquiers centraux, elle a mis à rude épreuve nos convictions. Défenseurs de la stabilité, nous avons fait face à des chocs répétés. Internationalistes convaincus, nous avons subi la fragmentation et le recours croissant à la force unilatérale. On pourrait ne voir ces années que comme chaotiques et négatives : ralentissement de la croissance économique, augmentation de la dette et montée du populisme. Mais au-delà de cette vue sombre, je tire quatre leçons essentielles.

Premièrement, la politique monétaire a fonctionné, mais pas exactement comme prévu. En 2020-2021, les banques centrales ont dû combattre le risque de déflation déclenché par la pandémie de Covid-19 ; puis à partir de 2022, une vague d'inflation amplifiée par l'invasion russe de l'Ukraine. Elles ne prétendent pas à la perfection, mais les progrès ont été tangibles. L'inflation a été maîtrisée sans la récession que beaucoup redoutaient : un atterrissage en douceur, à tous égards.

Mais une fierté légitime ne saurait peut être confondue avec l'hubris . Au lendemain de la crise financière mondiale de 2007-2009, la politique monétaire s'est appuyée sur une large gamme d'instruments non conventionnels. Certains se sont révélés remarquablement efficaces : tous les instruments de bilan, dont l'assouplissement quantitatif. Deux autres instruments, plus prométhéens, apparaissent aujourd'hui moins convaincants : la forward guidance à long terme, aspirant à forger l'avenir, et les taux d'intérêt négatifs, allant contre le sens commun économique.

Il y avait à l'époque cette phrase répétée comme un exorcisme : « la politique monétaire ne peut pas tout faire à elle seule ». Cette déclaration rappelait une évidence. Mais la leçon fut vite oubliée. Du fait de son efficacité face à la crise financière, la politique monétaire en est venue à être considérée – notamment aux yeux des responsables politiques – comme un moyen de traiter sans douleur les inégalités ou la croissance à long terme anémique.

Aujourd'hui, les banques centrales se veulent à la fois humbles et agiles : guidées par les données, décidant réunion par réunion ; travaillant avec des scénarios face à l'incertitude ; et se focalisant fermement sur le cœur de mandat qu'est la stabilité des prix. Cela n'exclut en rien, au passage, l'intérêt

pour le climat : les événements climatiques extrêmes affectent déjà de plus en plus l'activité économique et l'inflation

Deuxièmement, l'indépendance n'est pas un acquis, mais une condition préalable à l'efficacité. Le principal défi pour les banques centrales aujourd'hui – la menace croissante pesant sur leur indépendance – était à peine envisageable il y a dix ans. La politique monétaire moderne passe largement par le canal des anticipations : les ménages comme les entreprises doivent avoir confiance dans l'engagement des banques centrales de ramener l'inflation à sa cible. Cette crédibilité explique la désinflation relativement rapide et peu coûteuse du début des années 2020, comparée aux longues et rudes batailles des années 1970. Attaquer l'indépendance des banques centrales tout en affirmant combattre l'inflation, c'est de la schizophrénie.

Plus largement, face à la lenteur ou à l'impuissance apparentes des gouvernements démocratiques actuels, le modèle de banque centrale ou d'« agence » offre un projet de gouvernance. Il repose sur un trépied inséparable : un mandat précis et mesurable (comme la cible d'inflation de 2 %) ; l'autonomie de moyens pour atteindre ces objectifs ; et la responsabilité démocratique sur les résultats obtenus. C'est aux processus démocratiques évidemment, et non aux autorités indépendantes, de décider où ces modèles fonctionnent le mieux. Mais en Europe, cette architecture pourrait inspirer la gouvernance dans des domaines tels que la décarbonation ou l'intelligence artificielle.

La troisième leçon est l'importance de bâtir un « plurilatéralisme pragmatique ». Le multilatéralisme est gravement malade. Le G20 en a le plus souffert, se traînant de communiqué en communiqué depuis la pandémie ; le G7, sous l'actuelle présidence française, a au moins réussi à garder les États-Unis à bord. Les institutions financières internationales restent irremplaçables pour dire les choses sans complaisance, à commencer par le FMI. Mais il est temps de diversifier nos voies de coopération. Le plurilatéralisme pragmatique – une sélection de pays travaillant ensemble sur des problématiques spécifiques lorsque les intérêts convergent – est la voie à suivre.

Elle est plurilatérale parce que le réalisme appelle désormais à des coalitions de pays volontaires. Dans son discours de Davos en janvier, Mark Carney, le Premier ministre du Canada, a parlé d'alliance des « puissances moyennes » – une étiquette inutilement péjorative, peut-être, mais une idée sensée. Le succès du Réseau pour le verdissement du système financier (NGFS) en est la preuve : ce groupe de banquiers centraux et d'autorités de surveillance, consacré au partage des meilleures pratiques et à la mobilisation de financements, a été lancé à partir de] la Banque de France en 2017 avec seulement huit membres ; il en compte aujourd'hui 152. De telles coalitions fonctionnent mieux lorsqu'elles s'appuient sur des secrétariats légers mais permanents.

Cette approche est pragmatique, car elle est moins axée sur de grandes ambitions macroéconomiques que sur des biens publics spécifiques et partagés. Prenons l'exemple de la stabilité financière : malgré la tentation actuelle aux États-Unis de déréglementer ou de « dé-superviser », nous ne devons jamais oublier les crises financières et leurs coûts économiques colossaux. Des règles communes pour les banques (Bâle III), et plus encore pour les établissements non bancaires, relèvent de l'intérêt général. D'autres domaines, tels que les échanges commerciaux, le climat, les paiements, la tokenisation – sans oublier l'intelligence artificielle – se prêtent également à un tel pragmatisme.

La dernière leçon est que la solidité de l'Europe dépend plus que jamais de sa rapidité et de sa capacité d'exécution. Depuis 2015-2016, j'ai vécu de fait trois renforcements de l'Europe. L'attachement des

citoyens à l'UE s'est renforcé malgré le Brexit — et sans doute grâce à lui. L'euro s'est consolidé de manière spectaculaire : la Grèce a plus que surmonté la crise de 2015 et le soutien à la monnaie unique dans les pays qui l'utilisent est au niveau record de 82 %. Enfin, l'Europe est sortie des crises bancaires qui l'avaient affaiblie jusqu'en 2017. L'union bancaire de l'UE est encore loin d'être parfaite, mais l'union de supervision, moins formelle, s'est révélée efficace.

L'Europe est solide, mais pas assez agile. Elle doit se réveiller en matière d'innovation et de productivité. Selon le groupe de réflexion European Policy Innovation Council, environ 40 % des recommandations du rapport Draghi ont été totalement ou partiellement mises en œuvre, plus que beaucoup ne l'imaginent. Mais nous devons accélérer et changer à la fois l'esprit et la gouvernance. L'esprit, c'est de réconcilier les deux économistes stars du XXe siècle : le modèle social selon Keynes, et la destruction créatrice selon Schumpeter. Ce n'est pas un oxymore : la Suède, le Danemark et les Pays-Bas sont à la fois parmi les pays les plus innovants d'Europe et les moins inégalitaires.

S'agissant de la gouvernance de l'UE, il est vrai que la délibération démocratique prend du temps. Mais est-il nécessaire de mettre trois ans sur l'euro numérique entre une proposition de la Commission européenne et le vote du Parlement européen ? Le progrès doit-il toujours attendre que les 27 États membres soient tous à bord ? L'exemple même de l'euro — adopté par 11 pays à son lancement, utilisé par 21 aujourd'hui — nous montre comment une intégration progressive, sans attendre que tous soient prêts, peut être un succès lorsqu'elle s'appuie sur une institution forte comme la Banque centrale européenne. Le cas échéant, par exemple en matière de défense, cette intégration pourrait également inclure la Grande-Bretagne et d'autres partenaires proches.

Près de 35 ans après l'avènement du marché unique, l'Europe a besoin d'une date mobilisatrice « à la Delors » – à l'image de l'impulsion de l'ancien président de la Commission en faveur du marché unique « Objectif 1992 » – pour la souveraineté économique et financière. Pourquoi pas le 1er janvier 2029, 30 ans après la naissance de l'euro ? Se fixer un tel objectif permettrait de transformer le défi des « années Trump » en une occasion en or.