



« Il faut que nous ayons un budget, avec des économies, qui replace la trajectoire du déficit sur une pente descendante »

Public Sénat, vendredi 25 septembre 2026

**Entretien d'Emmanuel Moulin,
Gouverneur de la Banque de France**

David Jacquot

Bienvenue dans « Pourvu que ça dure » l'émission qui rend l'éco-responsable sur Public Sénat. Aujourd'hui, on se demande si la France est en danger, si notre économie est menacée alors que la plupart des indicateurs économiques ont viré au rouge, le tout dans un contexte de tensions sur les taux d'intérêt un peu partout dans le monde. Pour en parler, notre invité spécial est Emmanuel Moulin, gouverneur de la Banque de France, Bonjour.

Emmanuel Moulin

Bonjour David Jacquot.

David Jacquot

Loin de moi l'idée de verser dans une quelconque sinistrose, mais c'est vrai que le tableau de ce début d'automne est assez sombre pour la France : plus d'inflation, croissance en panne, comptes publics dégradés, une flambée sur les taux souverains partout dans le monde, et en France, chômage en hausse, quoiqu'en légère hausse, grogne sociale face au carburant cher. Ce tableau est inquiétant, quand même ?

Emmanuel Moulin

Oui c'est un tableau qui nécessite de la responsabilité de la part de tous. Nous avons une croissance qui est atone, à zéro depuis le début de l'année. Nous avons connu des événements qui sont spécifiques à la France, des perturbations dans l'aéronautique au premier trimestre et les premiers effets de la canicule au deuxième trimestre, ce qui fait que nous avons une croissance proche de zéro au premier semestre. Nous envisageons une légère reprise au troisième trimestre.

David Jacquot

On n'est pas sur le fil du rasoir aujourd'hui ?

Emmanuel Moulin

Nous aurions une croissance à 0,4% cette année, ce qui est plus faible que ce qui avait été prévu, et par rapport à la croissance potentielle de notre pays. Mais on est encore en croissance, on n'est pas en récession. C'est une situation qui est effectivement décevante, mais qui n'est pas catastrophique. Nous prévoyons à la Banque de France une croissance de 0,9% en 2027, un peu plus élevée en 2028. Dans le tableau que vous faites, je crois qu'il faut nuancer quelques éléments. D'abord, nous avons plutôt moins d'inflation que le reste de la zone euro, ce qui permet de préserver le pouvoir d'achat des ménages, même si en 2026, il baissera légèrement. Mais dès 2027, quand l'inflation va baisser de nouveau, on aura des gains de pouvoir d'achat. Je nuancerais donc un peu sur l'inflation, qui est plus basse que celle de la zone euro. La croissance est décevante. Les taux d'intérêt sont partout élevés dans le monde, avec une augmentation un peu plus forte en France du fait de l'incertitude politique et de la situation de nos finances publiques. Cette situation est préoccupante, mais elle peut être résorbée : cela nécessite que chacun prenne ses responsabilités pour que nous ayons un budget, pour que le déficit diminue et pour que nous ayons aussi des réformes qui permettent d'augmenter la croissance.

David Jacquot

Il y a un débat sémantique pour savoir si on vit un trou d'air ou un décrochage économique. Le ministre de l'Économie Roland Lescure parle lui d'un trou d'air. Quelle formule à propos de l'économie française s'il fallait une image ?

Emmanuel Moulin

Je ne parlerai pas de décrochage parce qu'un décrochage voudrait dire que nous sommes structurellement beaucoup plus bas que nos voisins. Or, ce n'est pas vrai : en 2024 et en 2025, nous avons enregistré une croissance plus élevée que l'Italie et que l'Allemagne, et à peu près au même niveau que les grands pays de la zone euro. Donc on ne peut pas parler de décrochage.

David Jacquot

Mais on fait moins bien cette année.

Emmanuel Moulin

On est dans une situation un peu moins bonne que nos voisins cette année, sur le premier semestre, mais nous allons repartir. Je pense donc que l'on ne peut pas parler de décrochage. Nous avons plutôt un plateau sur le premier semestre. Il n'appartient qu'à nous de prendre les mesures nécessaires pour redresser cette situation. Évidemment, cela se passe dans un environnement international qui est extrêmement difficile, pour tout le monde.

David Jacquot

Quelle est la part, dans cette stagnation économique en début d'année, qui est imputée à des facteurs extérieurs, la guerre en Iran, la canicule, et à nos propres faiblesses ?

Emmanuel Moulin

Il y a évidemment la part qui vient de l'étranger, du contexte géopolitique, de l'augmentation du prix du pétrole. Cela a plutôt tendance à peser sur la croissance et à augmenter l'inflation, on l'a vu au cours de ces derniers mois. Et il y a des spécificités françaises, qui peuvent se retourner, comme dans l'aéronautique – où cela a été difficile au premier trimestre, mais bien marché en deuxième. La canicule n'est pas une spécificité française, mais nous l'avons beaucoup plus subie que d'autres, notamment parce que nous avons un secteur agricole important. Et puis il y a des rigidités de l'économie française qui existent et auxquelles il faut s'attaquer. Et enfin une situation des finances publiques qui est plus dégradée que chez nos voisins de la zone euro.

David Jacquot

En tout cas, l'Insee dit que la France décroche par rapport à la zone euro, on l'a évoqué ensemble, mais c'est vrai qu'on a une croissance cette année trois fois moins forte que nos voisins européens.

Emmanuel Moulin

Oui, cette année, mais ce ne sera peut-être pas le cas l'année prochaine, ce n'était pas le cas les années d'avant. Je ne pense pas qu'on puisse parler d'un décrochage.

David Jacquot

Et à celles et ceux qui ont peur que la France tombe en récession, qu'est-ce qu'on leur répond ?

Emmanuel Moulin

Ce n'est pas ce que nous anticipons et aucun des grands instituts de conjoncture ne prévoit d'ailleurs de récession. Nous voyons, malgré tout, autour de nous, dans la zone euro, une

meilleure croissance que ce qu'on attendait. La BCE notamment a révisé à la hausse ses prévisions de croissance et la croissance mondiale est plutôt résiliente. Ceci est bon pour notre économie parce que 30 % de notre PIB ce sont les exportations. Si l'Allemagne va mieux, c'est bon pour la France - je vous rappelle que l'Allemagne faisait 0% de croissance l'année dernière, elle va bientôt faire 1%, grâce à une relance dans le domaine de la défense, des infrastructures, etc. Quand la Corée du Sud, par exemple, va très bien à cause des microprocesseurs, ils peuvent acheter aussi des produits français. Le fait que les autres pays aillent bien, c'est bon pour l'économie française.

David Jacquot

Pour 2027, après-demain, vous attendez un rebond à la Banque de France, 0,9% de croissance. Il y a un scénario plus défavorable où la croissance n'est plus que de 0,4 %. Est-ce qu'il ne gagne pas en crédit, jour après jour, ce scénario, même si on souhaite évidemment faire 0,9% ? Est-ce qu'on aura un budget ou pas ? On ne sait pas. Le pétrole est toujours au-dessus de 100 \$...

Emmanuel Moulin

Nos prévisions prennent évidemment en compte le fait que le pétrole est autour de 100\$ et le fait que tous les marchés à terme, les marchés *futures* anticipent une baisse du prix du pétrole. La prévision est difficile, surtout quand elle concerne l'avenir, comme on dit. Mais compte tenu des éléments qui sont en notre possession, nous pensons que les événements qui ont pesé sur la croissance en 2026 ne vont pas se reproduire en 2027. Dans ces conditions, nous devrions avoir une meilleure croissance en 2027.

David Jacquot

Une question sur l'inflation, qui est une préoccupation importante pour les Français : on parle de 3 % d'inflation d'ici la fin d'année, peut-être plus. Certains économistes nous parlent de 4 % d'inflation en France. Est-ce que le traumatisme des années 2023, où l'inflation était montée jusqu'à, de mémoire, 6 % en France....

Emmanuel Moulin

Nous bénéficions d'une inflation qui est un peu plus faible que celle des autres pays de la zone euro. C'est plutôt une bonne chose, parce que nous sommes un peu moins sensibles aux prix de l'énergie, notamment au prix du gaz, parce que nous avons une électricité principalement décarbonée. Pour nos concitoyens, l'augmentation du prix de l'essence, du prix à la pompe, est douloureuse et rogne les marges de manœuvre et le pouvoir d'achat.

À la Banque centrale européenne, notre objectif est de lutter contre l'inflation et d'arriver à notre objectif de 2% d'inflation. Nous prévoyons que l'inflation restera relativement élevée - autour de 3% en France à la fin de l'année - avant de redescendre à 2% en 2027.

David Jacquot

Un petit mot du chômage qui progresse en France, lentement mais c'est le seul pays où il augmente en Europe. Qu'est-ce qui cloche, qu'est-ce qui ne va pas chez nous ?

Emmanuel Moulin

Il y a plusieurs éléments. D'abord une dynamique de la population active un peu plus forte que chez nos voisins : on absorbe plus de personnes dans le marché du travail. Nous avons évidemment des enjeux structurels, en particulier les jeunes qui sont exclus du marché du travail : c'est un vrai défi auquel il convient de s'attaquer. L'apprentissage a permis d'intégrer beaucoup de jeunes dans le marché du travail, il faut poursuivre dans cette voie. Et évidemment moins de croissance signifie aussi un peu moins d'emploi. Mais nous restons quand même à des niveaux de chômage qui sont beaucoup plus bas que ce qu'on a vécu quand on avait une croissance plus faible dans les années 2000.

David Jacquot

Le déficit public de la France terminera a priori à 5,4 % cette année, est-ce qu'il faut reconnaître que nos déficits publics sont dans un état comment dire, critiques, catastrophiques, délabrés ?

Emmanuel Moulin

Ils sont clairement plus mauvais que ceux de nos voisins. Et quelle en est la raison ? La raison est que nous avons un niveau de dépense publique plus élevé que nos voisins, à peu près 9 à 10 points de PIB de différence par rapport à l'Allemagne et 4 à 5 points de plus que l'Italie. Ceci est lié principalement au niveau de la dépense sociale : nous dépensons plus que nos voisins pour les retraites, pour la santé et pour les prestations sociales.

David Jacquot

Les Français y sont attachés.

Emmanuel Moulin

Évidemment, les Français y sont attachés, mais il est essentiel de réduire la part de cette dépense publique, de façon à réduire le déficit public et à éviter ce qu'ont pu vivre certains de nos voisins dans les années 2010, que ce soit l'Espagne, l'Italie, le Portugal, l'Irlande, la Grèce, qui ont connu de grandes difficultés.

David Jacquot

Depuis combien d'années est-on au-delà de 5% de déficit public ? Je crois que ça fait quasiment huit ans. Cela fait cinq ans au-delà 5 % et huit ans si on enlève l'année 2022.

Emmanuel Moulin

Nous avons connu une succession de crises : on a eu le Covid qui a conduit à utiliser l'arme budgétaire, comme tous les pays. On a eu ensuite la guerre en Ukraine plus l'augmentation du prix de l'énergie qui a conduit à faire des boucliers - ceux-ci ont coûté très cher, plus de 100 milliards d'euros. Il est désormais important de réduire cette dépense publique pour pouvoir remettre notre déficit sur une trajectoire soutenable. En gros, il faut que nous soyons à 3 % de déficit environ en 2029.

David Jacquot

Ça paraît hors de portée.

Emmanuel Moulin

C'est difficile. Mais il faut que chaque force politique se rende compte que si nous ne nous remettons pas sur une trajectoire descendante, nous allons payer de plus en plus cher nos emprunts, cela pèsera sur la croissance, sur nos concitoyens, sur les entreprises. Il est donc important de prendre en compte cette situation.

David Jacquot

À ceux qui disent que la dette publique française est hors de contrôle, que répondez-vous ?

Emmanuel Moulin

Hors de contrôle, non. J'essaie d'éviter d'avoir des expressions extrêmes. Malheureusement, elle croît depuis des années et des années. Il y a eu très peu d'années où elle a été sur une pente descendante. Il faut effectivement interrompre, casser cette croissance de la dette, et la remettre sur une trajectoire soutenable. Comment fait-on ? Ce n'est pas par miracle qu'on va y arriver ! Mais en réduisant la dépense ou en augmentant les impôts. On a les impôts les plus élevés du monde, il faut peut-être essayer de travailler plus sur la dépense que sur la fiscalité. Ce sont des choix politiques, je n'ai pas à donner d'avis là-dessus. Ce sur quoi je donne mon avis, c'est sur la trajectoire du déficit et de la dette.

David Jacquot

Il faut qu'on parle des taux d'intérêt sur la dette française à 10 ans qui sont autour de 4,5%, au plus haut depuis 18 ans. Cela nous ramène en juillet 2008, vous étiez à Bercy à l'époque, en pleine crise financière mondiale, et ce n'est pas un bon souvenir.

Emmanuel Moulin

Ce n'est pas un bon souvenir, mais la situation actuelle n'est pas comparable à celle de 2008. Nous avons un secteur financier qui était en grande difficulté, ce n'est plus le cas aujourd'hui : nous avons un secteur financier qui est solide, bien capitalisé, très liquide donc il n'y a aucune inquiétude à avoir sur la situation du secteur financier en France et en Europe. De ce point de vue-là, nous avons pris des mesures pour renforcer la solidité du

secteur financier. Mais il est vrai qu'il y a eu une augmentation des taux d'intérêt à long terme depuis plusieurs semaines...

David Jacquot

Pas seulement en France.

Emmanuel Moulin

Quand vous dites qu'on a les taux les plus élevés depuis 2008, c'est le cas aussi pour la Grande-Bretagne, pour les États-Unis, pour le Japon qui remonte encore plus loin. Ce n'est donc pas un phénomène spécifiquement français. Il est lié évidemment aux anticipations d'inflation, puisque les investisseurs voient le prix du pétrole et se disent qu'il va y avoir de l'inflation. Nous luttons contre ces anticipations d'inflation grâce à la politique monétaire que nous menons à la BCE. Et comme le fait la Fed et la Banque du Japon. Et il y a un phénomène d'offre importante de titres de dette à la fois des États, qui empruntent de nouveau des montants importants, comme l'Allemagne pour financer son plan de relance, mais aussi de grandes entreprises de la tech, ce qu'on appelle les *hyperscalers* américains, qui financent leur développement par de la dette, et qui font concurrence en quelque sorte aux États, en particulier sur les maturités les plus longues. Ceci a conduit à une augmentation générale des taux d'intérêt à long terme des États développés. Et avec un effet un peu supplémentaire du côté français, compte tenu de notre situation budgétaire, mais aussi compte tenu des incertitudes politiques qui peuvent exister. Nous empruntons donc aujourd'hui autour de 4,5% à 10 ans [au lundi 21/09] avec une différence de taux entre la France et l'Allemagne qui est un peu au-dessous aujourd'hui de 110 points de base.

David Jacquot

Qu'est-ce qui est, entre guillemets, le plus inquiétant : être à 4,50% sur le coût de financement de la dette aujourd'hui ou l'écart d'un point de pourcentage, 1%, entre les coûts de financement de la France et l'Allemagne ?

Emmanuel Moulin

C'est-à-dire que ce qu'on appelle le spread, l'écart entre le coût de financement pour la France et pour l'Allemagne. C'est cela que nous regardons évidemment parce que c'est ce qui permet de distinguer la perception du risque par les investisseurs entre deux pays. Nous restons un pays bien noté, nous avons une économie diversifiée, nous avons beaucoup d'atouts et simplement nous avons quelques sujets à régler. Ce sont des sujets qui sont difficiles politiquement, j'en conviens, mais auxquels il faut s'attaquer et le plus vite possible.

David Jacquot

C'est une zone rouge, ces 100 points de base sur le coût de financement pour la France ? Historiquement on est monté jusqu'à 200 points de base en 2011...

Emmanuel Moulin

2011 était une situation assez particulière parce que nous étions dans la crise de la zone euro, il y avait les inquiétudes sur la pérennité de l'euro, sur la solidité de la zone euro. On n'est plus du tout dans cette situation aujourd'hui. Tout le monde convient que l'euro est une monnaie forte, une monnaie solide et que la structure de la zone euro est solide. Mais c'est vrai que 100 points de base d'écart de taux, c'est beaucoup trop élevé. Cela s'explique essentiellement par la situation de nos finances publiques.

David Jacquot

Il n'y a pas de crainte, vous l'avez dit par ailleurs, sur le financement de l'État. On le voit bien quand on regarde les adjudications de marchés de la France : la demande est là pour acheter des titres français, sauf qu'on paye de plus en plus cher. Certains experts, économistes, prophètes de l'Apocalypse diront certains, disent qu'un jour nos créanciers, les investisseurs étrangers, pourraient être plus méfiants, et que tout ça est très fragile.

Emmanuel Moulin

Je ne le crois pas. Aujourd'hui, effectivement, nos adjudications d'obligations du Trésor se passent bien, la Banque de France les organise d'ailleurs techniquement. Elles se passent bien, il y a de la demande, les investisseurs continuent d'acheter la dette française. Il n'y a donc pas d'inquiétude à avoir sur le financement de l'État français. Simplement, si nous ne traitons pas notre problème de déficit, et si nous ne remettons pas nos finances en ordre, le risque est que nous payons de plus en plus cher et ce sera un étranglement progressif, parce que la charge de la dette prend de plus en plus de poids dans le budget de l'État. Aujourd'hui, elle doit représenter à peu près 70 milliards d'euros.

David Jacquot

Visiblement 78 milliards selon quatre économistes mandatés par Bercy. On monte à 100 milliards en 2028 et 120 milliards en 2030, on se dit que ça finira par nous étrangler.

Emmanuel Moulin

C'est justement le risque. Effectivement nous consacrons de plus en plus d'argent à payer des intérêts plutôt qu'à investir dans l'avenir. Et c'est cela qu'il faut absolument éviter, en réduisant nos dépenses et en remettant notre déficit sur une trajectoire.

David Jacquot

Mais pour ça il faut un budget pour la France.

Emmanuel Moulin

Et pour ça il faut un budget pour la France.

David Jacquot

Vous imaginez ce scénario, on n'a pas de budget ?

Emmanuel Moulin

Nous avons des dispositions qui permettent au gouvernement d'avoir en tout cas soit un budget, soit une loi de finances, une loi spéciale. Je pense qu'il faut éviter la loi spéciale parce qu'elle ne permet pas de faire d'économies. Mais il faut donc une responsabilisation de l'ensemble des forces politiques pour qu'il y ait un budget. De toute façon, il y aura une élection présidentielle, il y aura donc certainement un projet de loi de finances rectificative qui suivra l'élection présidentielle. Ce n'est pas parce qu'on vote un budget maintenant qu'on ne pourra pas le modifier plus tard. C'est important, pour la perception de la France par les investisseurs, mais aussi pour engager les premières économies, que de voter un budget d'ici à la fin de l'année.

David Jacquot

Il faut rassurer nos créanciers qui nous prêtent chaque année.

Emmanuel Moulin

Il faut rassurer les Français ! Qui nous prête ? Ce ne sont pas des gens qui sont à l'étranger. Qui a de la dette française ? Tout le monde, les Français ont de la dette française dans leur assurance vie, dans leur livret A. Il y a aussi des investisseurs étrangers. Ce n'est pas pour rassurer quelqu'un qui serait à Zurich ou à New York, c'est pour nous aussi, c'est pour notre avenir, et l'avenir de nos enfants.

David Jacquot

Quand certains redoutent une crise de la dette souveraine avant l'élection présidentielle, ils jouent à se faire peur ? Ou on se dit que tout est possible ?

Emmanuel Moulin

Il faut tout faire pour que cette perspective n'existe pas. C'est pour cela qu'il faut que nous ayons un budget, un budget avec des économies, qui replace la trajectoire de déficit sur la pente descendante. Tous ces éléments font qu'on évitera des difficultés financières.

David Jacquot

Si la France devait avoir des difficultés à se financer directement, est-ce qu'on peut imaginer que la BCE viendrait à notre secours ?

Emmanuel Moulin

Je crois qu'on raisonne mal quand on raisonne comme cela. L'essentiel des instruments sont entre nos mains pour faire face à la situation qui est la nôtre, pas forcément entre les mains de la BCE. Ce sont des instruments dans les mains des gouvernements et du Parlement, qui consistent à réduire les dépenses publiques et le déficit. Dans ces conditions, penser qu'une solution miracle viendra de la BCE, je pense que c'est fuir ses responsabilités.

David Jacquot

Il existe des mécanismes.

Emmanuel Moulin

Il y a des mécanismes qui sont liés à des situations très critiques sur les marchés et qui empêchent la bonne transmission de la politique monétaire. Mais ces mécanismes ne sont employés que si des mesures sont prises au niveau national.

David Jacquot

La BCE agit pour l'ensemble de la zone euro, sauf que la France a moins d'inflation et moins de croissance que ses voisins. Est-ce qu'aujourd'hui la France n'est pas pénalisée par cette remontée des taux d'intérêt directeur de la BCE de 25 points de base ?

Emmanuel Moulin

Je ne dirais pas cela. Premièrement, nous avons pris des décisions très modérées. Nous sommes passés de 2% de taux directeur à 2,5%. C'est très modéré, surtout avec une inflation qui est au-dessus de 2%. Dans ces conditions, les taux d'intérêt réels restent très faibles. Deuxièmement, je pense que les Français sont extrêmement attachés à l'euro. Et l'euro, c'est une zone monétaire qui comprend 21 pays aujourd'hui et notre politique monétaire est faite pour l'ensemble de la zone euro. Habituellement, la France se situe plutôt dans la moyenne de la zone euro, cela tombe bien, notre politique monétaire est assez bien adaptée à la situation de notre pays. Cela peut varier de temps en temps, c'est le cas peut-être au cours de ce premier semestre, mais je pense que cela n'est pas durable.

David Jacquot

Selon un sondage Ipsos BVA, 80 % des Français estiment que la France est en déclin. Est-ce qu'ils ont raison et surtout comment on inverse la tendance et on sort de l'ornière ?

Emmanuel Moulin

Vous savez, le déclinisme ne date pas d'aujourd'hui. Il y a toujours eu un sentiment, dans les années 30, par exemple, on expliquait aussi que la France était en déclin. Il faut regarder les

choses avec un peu de recul. La France n'est pas en déclin puisqu'elle croît. Le niveau de vie des Français augmente.

David Jacquot

Mais moins que dans d'autres pays.

Emmanuel Moulin

Oui, peut-être d'un point de vue relatif. Il n'y a pas de déclin absolu de la France, et aussi parce que des pays croissent très fortement, que ce soit l'Inde ou la Chine qui ont connu une très forte croissance. J'évite de qualifier les choses, je pense que le déclin est un peu une antienne qu'on entend régulièrement. Je pense au contraire qu'il faut être positif parce qu'on a plein d'atouts en France : des hommes et des femmes qui ont du talent, des entreprises technologiques comme Mistral qui sont de très bonne qualité, des grandes entreprises très fortes à l'international, une énergie peu chère grâce à l'investissement fait dans le nucléaire, une économie qui est diversifiée, une agriculture qui compte encore avec une filière agroalimentaire, de très bonnes positions dans l'aéronautique, grâce à Airbus. Et on a beaucoup d'épargne. On a donc des atouts et il faut bien les exploiter. Mais il faut arrêter la sinistrose et se dire « on va y arriver, on va y arriver tous ensemble. »

David Jacquot

Mais pour ça, il faut un budget.

Emmanuel Moulin

Cela fait partie des éléments.

David Jacquot

Merci pour cet entretien, Emmanuel Moulin, gouverneur de la Banque de France.

Emmanuel Moulin

Merci David Jacquot.