

A S S E M B L É E N A T I O N A L E

1 7 ^e L É G I S L A T U R E

Compte rendu

Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire

- Audition de M. François VILLEROY de GALHAU, Gouverneur de la Banque de France 2
- Information relative à la commission..... 29
- Présence en réunion..... 30

Mercredi
18 février 2026
Séance de 9 heures 30

Compte rendu n° 069

SESSION ORDINAIRE DE 2025-2026

Présidence de
M. Éric Coquerel,
Président



La commission procède à l'audition de M. François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France

M. le président Éric Coquerel. Nous recevons le gouverneur de la Banque de France, M. François Villeroy de Galhau, pour sa cinquième audition par notre commission depuis 2022. Elle sera peut-être la dernière, compte tenu de l'annonce récente de son départ anticipé, avant la fin naturelle de son mandat à la tête de cette institution.

La Banque de France a publié il y a une semaine son enquête mensuelle de conjoncture. La dynamique de l'économie française y est jugée compatible avec un rythme de croissance trimestrielle entre 0,2 % et 0,3 % pour l'année 2026, après une année 2025 au cours de laquelle la croissance du PIB s'est établie à 0,9 %, d'après les derniers chiffres de l'Insee parus fin janvier.

Au-delà de ces aspects conjoncturels, notre commission aura sans doute à cœur de vous interroger, monsieur le gouverneur, sur des éléments plus structurels et sur les questions traitées par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF).

M. François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France. J'apprécie d'autant votre invitation que j'ai effectivement annoncé mon intention de quitter mes fonctions au début du mois de juin, pour succéder à Jean-Marc Sauvé à la présidence de la fondation Apprentis d'Auteuil. Cette décision personnelle a pour moi le sens profond de reprendre une autre belle mission au service de l'intérêt général, en l'occurrence la protection de l'enfance et la formation des jeunes en difficulté.

Le dialogue que j'ai entretenu avec votre commission et la confiance que vous m'avez témoignée, ainsi qu'à la Banque de France, resteront très précieux à mes yeux. Je reste néanmoins à votre disposition jusqu'au début du mois de juin.

Dans le même état d'esprit, je voudrais évoquer aujourd'hui l'adaptation de notre politique monétaire à l'environnement international incertain, avant d'aborder la musculation du potentiel économique français et européen.

Avec une inflation inférieure à 2 % en zone euro – 1,7 % en janvier –, nous avons remporté la bataille contre l'inflation. L'Insee l'a confirmé ce matin : en France, l'inflation est nettement plus basse, s'établissant à 0,4 % en indice harmonisé européen. Cette diminution de l'inflation française résulte pour partie de facteurs temporaires, comme la baisse de 15 % des prix de l'électricité au 1^{er} février 2025, qui disparaîtra de l'effet de base ce mois-ci, et la durée plus longue des soldes cette année – dix-huit jours, contre treize l'an dernier. Vous le voyez, la Banque de France ne traite pas uniquement de macroéconomie.

Ces chiffres ont suscité deux questions. Premièrement, l'inflation est-elle trop basse en France ? Nous ne le croyons pas ; elle devrait progressivement remonter, tout en restant limitée. Nous l'attendons à un peu plus de 1 % en moyenne cette année, soit plus que les 0,4 % évoqués, mais un peu moins que nos prévisions de décembre dernier, qui l'estimaient à 1,3 %.

Cette inflation plus faible est globalement une bonne nouvelle : elle soutient le pouvoir d'achat de nos concitoyens, dont nous attendons une augmentation moyenne de 1 %, tout en s'accompagnant d'une modération salariale – la hausse moyenne des salaires étant estimée à 2 % en 2026 – qui contribue à l'amélioration de la compétitivité de notre économie. Des chiffres moins fréquemment mis en avant confortent cette analyse : depuis fin 2019, la hausse

du coût unitaire du travail dans le secteur marchand a été inférieure de 10 points à celle de l'Allemagne et de 6 points à celle de la zone euro dans son ensemble. Nous restons vigilants à l'égard des séquelles de l'inflation passée, notamment le surendettement, qui repart à la hausse depuis deux ans, à hauteur de 10 % par an, et touche particulièrement les jeunes.

La seconde question porte sur notre politique monétaire : ne serait-elle pas devenue trop restrictive ? Début février, avec le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE), nous avons décidé à l'unanimité de maintenir les taux d'intérêt de la Banque de France à 2 %. Après huit baisses, le taux directeur de la BCE est nettement plus bas que les taux directeurs américains, fixé à 3,64 %, et britannique, établi à 3,75 %. Cependant, si notre politique monétaire est bien positionnée, elle ne peut ni ne doit être figée. Je reste très attaché à ce que j'appelle le pragmatisme agile, nourri par des données et des prévisions. À cet égard, s'il peut y avoir certains risques à la hausse concernant l'inflation, je demeure convaincu que les risques à la baisse sont plus importants.

Permettez-moi de mettre en exergue deux points d'attention. L'évolution du change, tout d'abord. Si la BCE n'a pas d'objectif de change, celui-ci est évidemment important pour nos perspectives d'inflation et d'activité. La situation actuelle reflète davantage l'affaiblissement du dollar qu'une appréciation spécifique de l'euro ; avec 1,18 dollar pour 1 euro, celui-ci se situe, en *niveau*, pratiquement à sa moyenne historique depuis sa création en 1999. Néanmoins, le Conseil des gouverneurs restera très vigilant quant aux tendances : les marchés financiers ont de bonnes raisons d'avoir moins confiance dans les actifs en dollars, eu égard aux incohérences et aux imprévisibilités de la nouvelle politique américaine. De plus, la nomination probable de Kevin Warsh à la tête de la Réserve fédérale lève une partie des doutes sur l'indépendance de celle-ci, mais ne lève pas l'hypothèque sur la politique monétaire qu'elle mènera.

Le second point d'attention est l'évolution des importations chinoises, que nous suivons attentivement en raison des effets désinflationnistes qu'elles sont susceptibles d'avoir. Au second semestre 2025, les importations chinoises en zone euro ont augmenté de plus de 11 % en volume par rapport au second semestre 2024, tandis que leurs prix ont reculé de plus de 10 %, notamment en raison du change. Ces deux effets – volume et baisse des prix – sont cumulatifs.

Je conclurai ce premier point en rappelant que la politique monétaire n'est plus l'enjeu essentiel de la politique économique ; il s'agit désormais de muscler durablement notre potentiel économique – ce qui m'amène à mon second point.

L'activité économique en France est résiliente, mais pas suffisante. La croissance économique en 2025 a été positive – de 0,9 % –, ce qui a démenti les craintes initiales de récession. Le PIB devrait progresser d'au moins 1 % en 2026. Notre dernière enquête mensuelle de conjoncture (EMC) montre une activité économique renforcée en janvier et bien orientée pour février – ce qui est assez nouveau, l'enquête étant habituellement pessimiste en matière de prévisions –, notamment dans l'industrie, où elle est tirée par les secteurs de la défense et de l'aéronautique. Notons au passage que la spécialisation industrielle française est plutôt favorable.

Cette résilience économique tient tout d'abord au courage des entrepreneurs et au travail des Français. Le taux d'emploi des 15-64 ans demeure à un niveau historiquement élevé – presque 70 % – et ne se replie pas. La hausse de 0,2 % du taux de chômage au dernier trimestre est concentrée sur la tranche des 15-24 ans et résulte plutôt d'une participation accrue

des jeunes au marché du travail. On constate cependant moins d'embauches par les entreprises, ce qui s'explique partiellement par la baisse – assez justifiée – de certaines subventions budgétaires à l'apprentissage. Cette récente alerte ne doit pas occulter les progrès durables de l'emploi en France : depuis 2014, nous avons collectivement réussi à créer 3,2 millions d'emplois nets et à faire reculer le taux de chômage de 10,3 % à 7,9 %.

Il faut désormais muscler la croissance, en France comme en Europe. Au début du siècle, notre croissance potentielle – c'est-à-dire la vitesse de croisière de l'économie – s'élevait à 2 % par an ; en une génération, elle a diminué de près de moitié pour s'établir à 1,1 % en France, tandis qu'elle se situe à 2,2 % aux États-Unis.

J'ai la conviction que la clé de cette croissance n'est pas la relance budgétaire : les dépenses publiques de la France sont les plus élevées d'Europe, son déficit est le plus élevé de la zone euro, où sa dette publique est celle qui continue d'augmenter le plus rapidement. L'effet est même désormais inverse : tout ce qui réduira l'incertitude fiscale et budgétaire, en nous ramenant de façon crédible et prévisible vers le seuil de 3 % de déficit en 2029, renforcera la confiance des entrepreneurs et des ménages.

Je ne dirai rien de nouveau sur le budget français, mais je parlerai plutôt de musculation et de souveraineté économique européennes. Permettez-moi de relever un paradoxe assez désolant : notre pays est affaibli par ses divisions et sa perte de crédibilité budgétaire, au moment même où les idées françaises sur l'autonomie européenne, exprimées de longue date, depuis le général de Gaulle, s'imposent à nos partenaires. Il y a plus de vingt-cinq ans, l'Europe a conquis sa souveraineté monétaire avec le formidable succès de l'euro, désormais soutenu par 76 % des Français. L'heure est venue de bâtir la souveraineté économique et financière. Et s'il y a une leçon à retenir de l'administration Trump, c'est qu'il faut agir plus vite, plus fort et plus clair.

Les dirigeants européens se sont réunis jeudi dernier pour parler de la mise en œuvre des rapports Draghi et Letta. Mais pour faire de notre Europe bien plus qu'un marché, il faudra bien plus que des mots : de la détermination et une exécution rapide, dès la réunion du Conseil européen au mois de mars. Il nous faut un calendrier clair, afin de poursuivre la simplification, d'instaurer un 28^e régime à l'horizon 2028 et d'accélérer la création de l'Union pour l'épargne et l'investissement pour renforcer le financement par fonds propres.

L'exigence de souveraineté s'applique en particulier à la monnaie et aux paiements : osons innover, par des partenariats public-privé, pour adapter notre souveraineté monétaire à l'essor de la « tokenisation » – je n'ai pas de traduction de ce mot barbare. En ce domaine, l'Europe n'a pas à rougir : du côté des transactions financières et interbancaires, une première monnaie numérique de banque centrale verra le jour cette année, tout comme, je l'espère, de premières monnaies commerciales « tokenisées » en euro – qu'elles prennent la forme de dépôts bancaires « tokenisés » ou de *stablecoins*. Pour le grand public, ce sera l'euro numérique, combiné à un ou plusieurs schémas de paiements privés comme Wero ou EPI (*European Payments Initiative*).

Je conclurai avec ces mots du philosophe Alain : « Le pessimisme est d'humeur ; l'optimisme est de volonté ». Je suis toujours prudent avec ce mot d'optimisme, mais comme vous, je crois à la volonté. Notre jeu individuel, à nous Français, reste excellent, comme le prouve notre résilience économique, mais notre jeu collectif demeure très perfectible. Notre longue histoire est jalonnée de relèvements inattendus ; non seulement notre relèvement économique est nécessaire, mais il est possible – j'en suis convaincu. Il passe désormais par la

souveraineté économique européenne. En d'autres termes, notre destin est entre nos mains, bien plus qu'entre celles de l'administration américaine, si, et seulement si, nous le voulons.

M. le président Éric Coquerel. Ma première question porte sur le taux d'épargne, qui ne diminue guère. Selon les chiffres publiés vendredi dernier par la Banque de France, il demeure égal à 18 % à la fin du troisième trimestre 2025, alors qu'il était en moyenne de 14,5 % au cours des deux décennies précédant la pandémie. L'an dernier, vous avez qualifié l'épargne de « réserve de croissance importante » et préconisé de l'orienter davantage vers les fonds propres des entreprises et l'innovation, et de faire en sorte qu'elle serve davantage aux investissements européens, alors que, disiez-vous, « environ 300 milliards d'euros par an financent des investissements en dehors de l'Europe, notamment aux États-Unis ». Quelles actions concrètes recommanderiez-vous pour atteindre ces objectifs ? Ces investissements ne risquent-ils pas d'être vains ou insuffisants s'ils se concentrent uniquement sur le secteur de la défense et la compétitivité, au détriment notamment de la bifurcation écologique ? Considérez-vous comme crédibles les annonces du Président de la République du 10 février dernier relatives à une capacité européenne commune d'endettement ? Ces potentiels fonds européens qui devront être remboursés par les États – c'est-à-dire les contribuables – ne risquent-ils pas de servir à imposer par chantage des réformes néolibérales, comme cela a été le cas pour le plan de relance post-covid ?

Par ailleurs, dans son dernier rapport sur la stabilité financière, la Banque de France évoque la capacité de la France à financer sa dette publique. Nous nous acquittons de cette tâche sans problème et sommes loin de craindre une crise de financement. Cependant, ce rapport relève que cette dette est de moins en moins financée par la BCE et de plus en plus par des fonds spéculatifs étrangers installés dans des paradis fiscaux ; cette tendance n'est pas sans risque. Parce qu'ils recherchent le profit à tout prix, ces fonds vendront en urgence les titres de dette au premier signe de fièvre des marchés, ce qui dégraderait les conditions de financement. Toutefois, ce risque est difficile à évaluer, le poids des fonds spéculatifs dans le total des détentions de titres restant difficile à estimer, comme le note la Banque de France. Comment pourrait-il être mieux connu ? Ne serait-il pas nécessaire de recenser de manière exhaustive les détenteurs de titres de dette ? Ce phénomène croissant n'appelle-t-il pas à sortir la dette de la main des marchés financiers, au moins partiellement, comme nous l'avons fait pour la dette covid ?

Enfin, je voudrais aborder la question de l'accès à l'argent liquide. Comme l'a rappelé la Banque de France cet été, les revenus des principales banques françaises sont historiquement élevés : avec plus de 35 milliards de bénéfices cumulés, l'année 2025 aura été exceptionnelle. Celles-ci ferment pourtant des agences bancaires dans des territoires ruraux : en cinq ans, près de 8 000 distributeurs ont disparu. Cette situation est d'autant plus inacceptable que les banques facturent à leurs clients des frais bancaires élevés, qui sont censés financer ce type de services.

Deux propositions de loi ont récemment été examinées par le Parlement pour garantir une présence minimale de distributeurs et lutter contre cette dynamique, la seule raison de la disparition de distributeurs étant la volonté des banques de dégager une rentabilité à court terme. Il me semble nécessaire de corriger ces défaillances de marché et de réguler ce service d'intérêt général. Quel pourrait être le rôle de la Banque de France pour garantir un maillage suffisant ?

M. Philippe Juvin, rapporteur général. Je voudrais commencer par saluer votre action à la tête de la Banque de France et au Conseil des gouverneurs de la BCE, grâce à laquelle le crédit et l'économie ont été soutenus. Vous l'avez rappelé, la bataille contre l'inflation a été

remportée grâce à l'effort des Français et des entrepreneurs, mais aussi grâce aux politiques que vous avez menées.

Ma première question porte sur les taux d'intérêt. Vous avez évoqué les risques à la hausse et à la baisse, estimant que ces derniers étaient sous-estimés ; j'aimerais vous entendre à ce sujet.

Ma deuxième question concerne les risques mondiaux. Outre les risques traditionnels – les guerres et les grands facteurs d'instabilité –, trois risques me semblent particulièrement aigus : celui d'une crise sur le marché de la dette privée – quelques banques en ont déjà souffert, en Europe comme aux États-Unis ; l'éventualité d'une bulle des cryptomonnaies, dont l'explosion aurait des effets en cascade ; les questions que pourraient se poser les investisseurs sur la rentabilité des investissements considérables qu'ils ont consacrés à l'intelligence artificielle. Quelles sont selon vous les mesures que nous devrions prendre dès maintenant pour prévenir ces trois risques ?

Le Haut Conseil de stabilité financière maintient ses recommandations en matière de crédit immobilier : pas plus de 35 % d'endettement et des durées inférieures ou égales à 25 ans. Vous semble-t-il envisageable d'assouplir ces mesures ? La relance du marché de l'immobilier aurait probablement un effet positif sur l'économie. Le Gouvernement, avec le recours au 49.3, a adopté une disposition dite statut du bailleur privé, qui vise à encourager les investissements.

Au moment de votre nomination comme gouverneur de la Banque de France, certains avaient regretté que ce poste ne soit pas occupé par quelqu'un issu de l'institution. Le travail que vous avez accompli et l'énergie que vous avez déployée leur ont donné tort. Quels conseils donneriez-vous pour dresser le profil de votre successeur ?

M. François Villeroy de Galhau. Le taux d'épargne est effectivement beaucoup plus élevé qu'avant le covid ; il constitue une réserve de croissance. Le principal déterminant reste le sentiment d'incertitude : l'incertitude internationale a entraîné l'augmentation de ce taux dans toute l'Europe, et l'incertitude nationale a accentué cette augmentation en France. Tout ce qui réduirait l'incertitude budgétaire et fiscale, en favorisant la stabilité et la prévisibilité, serait donc bienvenu.

Comment mobiliser cette épargne française et européenne au bénéfice des fonds propres ? Monsieur le président, vous avez évoqué l'excédent annuel net d'épargne pour l'investissement dans l'Union européenne : il n'est pas de 300, mais de 400 milliards d'euros. Ce montant ne doit pas être réservé exclusivement à la défense, mais être également consacré à la transition énergétique et au développement du numérique, dont les besoins d'investissement sont estimés à plusieurs centaines de milliards dans le rapport Draghi.

Le retard de l'Europe en matière d'innovation tient largement à l'insuffisance des fonds propres ; à titre de comparaison, les fonds propres des entreprises américaines représentent 220 % du PIB américain ; ceux des entreprises européennes représentent entre 80 % et 90 % du PIB européen – soit moins de la moitié, en proportion. Or on prend moins de risques quand on a moins de fonds propres.

J'ai eu l'occasion de détailler des propositions pour remédier à cette situation, en lien avec l'Union pour l'épargne et l'investissement, à laquelle contribuerait une supervision harmonisée européenne des marchés financiers. Tout ce qui permettrait le développement de produits *retail* orientés vers les fonds propres, y compris l'épargne retraite, serait utile. Enfin,

il faut encourager la création de fonds de capital-risque européens plus grands ; le premier fonds de capital-risque européen, qui est suédois – en dehors de la zone euro –, est plus petit que le dixième fonds américain. Nous tenons là une explication centrale de notre difficulté à accompagner les changements d'échelle des entreprises.

Quant à la capacité d'endettement européenne, je ne commenterai pas les propos du Président de la République – je ne le fais jamais. Toutefois, il me semble essentiel de lever un malentendu avec nos partenaires : créer une capacité d'endettement européenne n'est pas une façon de leur transférer notre problème budgétaire national. Cette ambiguïté pèse beaucoup ; néanmoins, créer un endettement européen pour développer de nouvelles initiatives en matière de défense, par exemple, pourrait être justifié. À ce sujet, je vous renvoie à un excellent article publié par trois excellents économistes, dont Hélène Rey.

S'agissant du rapport sur la stabilité financière, vous avez tout à fait raison au sujet du poids croissant des fonds. Vous avez traduit *hedge funds* par fonds spéculatifs, mais en réalité ce sont des fonds qui prennent davantage de risques – ce problème de traduction n'est pas totalement neutre. Reste que les *hedge funds* jouent un rôle de plus en plus important dans la dette souveraine. Ce phénomène ne concerne pas uniquement la France, il est généralisé et nous manquons de connaissances à son sujet. Cet axe de travail doit être prioritaire et ne peut être mené qu'à l'échelle internationale, dans le cadre du Haut Conseil de stabilité financière.

Comme Ésope le disait de la langue, les *hedge funds* peuvent être la meilleure et la pire des choses : ce sont des prêteurs parmi d'autres, dont les investissements contribuent à la liquidité de la dette publique ; ils ont ainsi contribué à la très bonne liquidité de la dette française, qui nous a relativement protégés depuis deux ans. Mais parce qu'ils sont beaucoup plus volatils, il importe de conserver des investisseurs de long terme, comme les assureurs-vie.

L'accès des Français à l'argent liquide est un enjeu important. Permettez-moi de nuancer vos propos sur les profits élevés des banques françaises : comparativement aux banques européennes ou internationales, elles ont un peu décroché. Le cycle des bénéfices bancaires est en grande partie lié à celui des taux d'intérêt ; celui-ci a été beaucoup moins profitable aux banques françaises compte tenu de la part des taux fixes dans notre économie, qui est cependant une bonne chose. Il importe que nos banques, qui constituent l'un des atouts de notre économie en Europe, restent puissantes et compétitives : les plus grandes banques françaises et les plus grands assureurs français se classent au premier rang européen.

Nous suivons de près la présence des distributeurs automatiques de billets ; chaque année, au mois de juillet, la Banque de France met à jour l'état des lieux de l'accès du public aux espèces en France métropolitaine. Ces dernières années, la disparition des distributeurs a été plus marquée dans les villes que dans les zones rurales ; c'est un aspect à surveiller, bien que l'accès aux espèces ne soit guère réduit lorsque des distributeurs – qui ont un coût – sont supprimés dans des villes moyennes ou grandes.

Faut-il aller jusqu'à déposer une proposition de loi pour renforcer le rôle de la Banque de France en la matière ? Vous connaissez notre prudence et notre modestie à ce sujet. Néanmoins, permettez-moi de rappeler que la Banque de France n'abandonnera jamais les espèces. Elle s'est engagée à maintenir un réseau de caisses – au moins une par région – pour la décennie à venir. Le recours des Français aux espèces étant en diminution, ce choix n'était pas totalement évident, mais parce qu'il reflète la confiance dans la monnaie, l'accès aux espèces est un droit essentiel de nos concitoyens.

Monsieur le rapporteur général, je vous remercie de vos propos personnels. Je m'attendais à être interrogé sur mon successeur ; j'y viendrai.

Je n'ai pas exactement dit que les risques à la baisse concernant les taux d'intérêt étaient sous-estimés, mais qu'ils me paraissaient plus grands que les risques à la hausse. J'en ai cité deux, concernant le change et les importations chinoises, que nous devons surveiller de très près. J'en ajouterai un troisième, qui fera le lien avec votre question parfaitement justifiée sur les risques mondiaux : un épisode d'instabilité financière majeure – en d'autres termes, une crise financière –, probablement d'origine américaine, aurait des effets déflationnistes majeurs sur l'activité économique.

Le rapport de la Banque de France sur la stabilité financière vise précisément à identifier les risques. Ceux que vous avez cités existent bien et ne se compensent pas ; au contraire, ils peuvent se cumuler. Je ne prétendrai pas savoir d'où pourrait partir une éventuelle crise financière. L'histoire nous apprend qu'elles partent en général des États-Unis ; à cet égard, les tentatives de déréglementation ne sont pas rassurantes.

Parmi les marchés exposés à une crise, vous mentionnez, outre celui de la dette privée, celui des cryptomonnaies. Je n'aime pas l'expression, car, à nos yeux, les cryptos ne sont pas et ne seront jamais des monnaies. En outre, parmi les actifs qui reposent sur la *blockchain* et la « tokenisation », il faut distinguer entre, d'une part, le bitcoin et ses cousins – des actifs très spéculatifs, dont la valeur connaît une forte baisse depuis octobre dernier – et, d'autre part, les *stablecoins*, des produits beaucoup plus intéressants. Peut-être y reviendrons-nous, concernant la révolution de la « tokenisation ».

En tout cas, il y a eu une bulle des cryptoactifs. Quel que soit le cours du bitcoin, j'ai toujours souligné que c'était un actif très spéculatif. Il est réservé à des investisseurs avisés, à leurs risques et périls. Ceux qui prétendaient que les arbres pouvaient monter jusqu'au ciel et que les cryptos étaient des investissements sans risque et à haut rendement racontaient des histoires. L'histoire financière nous le disait et ce qui se passe depuis octobre le confirme.

Les trois risques que vous citez sont beaucoup plus importants aux États-Unis qu'en Europe. En Europe, la régulation paraît plus solide ; le développement de la dette privée et des cryptos est moins important, tout comme – malheureusement – celui de l'IA. Nous devons tenir sur les grands principes de la réglementation internationale, à commencer par Bâle III, sans lâcher la bride, au vu du risque d'instabilité – ce qui n'empêche pas de simplifier certaines réglementations.

Les normes fixées par le HCSF en matière d'emprunt immobilier visent à éviter le risque de surendettement des ménages, qui n'est pas théorique, comme le montrent les chiffres que j'ai cités tout à l'heure. Ce sont des normes de bon sens : la durée des emprunts ne doit pas dépasser 25 ans et le taux d'effort 35 %. Ces normes s'accompagnent d'une marge de flexibilité qui peut aller jusqu'à 20 %. C'est la bonne réponse au problème et ce plafond est loin d'être saturé – le taux oscille actuellement entre 16 % et 17 %. Chacune des six grandes banques françaises peut prêter plus. Il n'y a donc pas lieu d'assouplir les normes du HCSF.

C'est frappant : en France, comme dans la quasi-totalité des pays avancés, les financements de l'immobilier ont été très importants. Le taux d'endettement des ménages a beaucoup augmenté, comme le montre notre publication de cette semaine, et le crédit immobilier a crû beaucoup plus rapidement que le PIB, notamment durant la période où la BCE a adopté une politique monétaire non conventionnelle. En outre, les financements publics de

l'immobilier, même s'ils sont moins importants que les financements privés, atteignent un niveau relativement élevé dans notre pays.

Or, à peu près partout – pas seulement en France –, cette masse de financements s'est traduite par une augmentation des prix de l'immobilier, mais non du volume de biens. Cela rejoint une interrogation partagée sur tous les bancs de cette commission : le problème vient peut-être de certaines normes, ou de l'offre foncière. En tout cas, la question, qui n'est pas que française, n'est pas posée, en général, d'une manière aussi simple. Elle doit être travaillée.

Je vous remercie pour le bilan que vous dressez de mon action, mais, mesdames et messieurs les députés, vous aurez beaucoup plus de pouvoir que moi pour choisir mon successeur ou ma successeuse. C'est vous qui l'auditionnerez et je n'interviendrai pas dans le processus de nomination, car je suis respectueux de la loi de la République. Ainsi, je ne crois pas avoir à dessiner un profil idéal. Je dirai simplement bravo à celui ou à celle qui me succédera et je lui souhaiterai bonne chance.

Je le dis avec une certaine émotion : ma mission à la Banque de France a été la plus belle de ma vie. Le 29 septembre 2015, lors de mon audition par cette commission – dont je me souviens chaque fois que je viens ici –, alors que certains mettaient en cause mon indépendance économique, j'avais pris l'engagement de servir en homme droit et en homme libre. Si j'ai une fierté, c'est que, depuis, plus personne n'a mis en doute cet engagement.

En tout cas, celui ou celle qui me succédera devra faire preuve de compétence et d'indépendance – c'est la condition de la crédibilité et de l'expertise. Il ou elle devra également être ancré en Europe, puisque c'est le cadre de l'action de la Banque de France, à travers les traités et l'euro, qui est un formidable succès collectif.

M. le président Éric Coquerel. Oui, nous auditionnerons votre successeur ou votre successeuse. De telles auditions devraient être élargies à toutes les institutions financières.

Nous en venons aux interventions des orateurs des groupes.

M. Jean-Philippe Tanguy (RN). Monsieur le gouverneur, vous transmettez nos amitiés et nos inquiétudes à Mme Christine Lagarde, qui semble victime, comme vous, de l'épidémie de démissions, dont la cause semble être un agent pathogène très problématique, M. Emmanuel Macron.

Vous avez très peu parlé de politique monétaire, sauf pour prétendre que l'euro était à son taux moyen. Ce n'est pas vrai. Le taux effectif de change de l'euro est à son plus haut niveau depuis 1994. Notre monnaie est surévaluée de 20 % à 25 % par rapport au yuan et de 10 % par rapport au dollar. Depuis avril 2022, le taux de l'euro est supérieur de 15 % à son niveau moyen.

Surtout, un euro fort pose beaucoup de problèmes de compétitivité. Vous évoquez une différence de 1 point entre l'inflation attendue l'année prochaine et les hausses de salaire de cette année, mais tous ces efforts salariaux sont ruinés par la guerre des monnaies, quand l'euro est surévalué de 20 % par rapport au yuan, et de 10 % par rapport au dollar. Bon courage pour demander au peuple Français d'accepter vingt ans de modération salariale !

J'aimerais donc plus d'explications concernant la politique de l'euro fort, que la BCE assume. Vous, ou en tout cas un bon nombre de vos homologues étrangers se félicitent de cette politique, alors même que vous indiquez que la question ne relève pas de votre mandat. Ce n'est pas très logique.

Enfin, vous n'indiquez rien sur la décision de Mme Lagarde – sans doute parce qu'elle est extrêmement grave – d'accorder jusqu'à 50 milliards d'euros de crédit aux banques centrales étrangères, y compris hors d'Europe, avec pour seule condition d'apporter des titres de garantie libellés en euro. Ainsi, notre propre dette pourra servir de garantie. C'est très intéressant ! Pourquoi n'avez-vous rien dit de cette décision qu'a prise Mme Lagarde trois jours avant de démissionner ? Pourquoi la Banque centrale européenne se mêle-t-elle de mettre des liquidités à disposition des banques centrales étrangères du monde entier, sans réelle condition ? Un dispositif similaire avait été lancé pendant la crise du covid, mais seulement pour des pays européens. Et pouvez-vous préciser le mécanisme choisi, celui de l'accord de pension livrée ? Tout cela est très préoccupant.

Depuis que je suis député, vous affichez un objectif d'inflation à 2 %. Que l'inflation atteigne finalement 0,4 % – soit un taux cinq fois plus bas que vos objectifs –, 1 % – soit un taux deux fois plus bas –, ou 6 %, vous déclarez toujours que ce n'est pas grave et que ce n'est pas de votre faute. Mais votre seul mandat est de maintenir l'inflation à 2 %. À quoi servez-vous donc ?

Mon avis est que la Banque centrale européenne ne sert à rien et ne sait pas ce qu'elle fait. Elle erre, en suivant notamment les décisions de la Fed.

Certes, de même qu'une horloge cassée donne la bonne heure deux fois par jour, il arrive que, par hasard, l'inflation s'approche de vos objectifs, avec des taux de 1,8 % ou 2,2 %, mais sinon, vous échouez presque toujours à les atteindre. Vous nous accuserez d'être populistes, méchants, mal aimables, mais j'aimerais comprendre pourquoi l'écart entre vos prévisions et la réalité a atteint un facteur 5 cette année, un facteur 2 l'année dernière, et pourquoi ce n'est pas grave.

M. François Villeroy de Galhau. La démission de Mme Lagarde, que vous présentez comme une information, n'est qu'une rumeur. Je laisserai la BCE la commenter.

Quant à ma décision de démissionner, elle est personnelle. Je l'ai prise en homme libre et je demande qu'on la respecte. Personne ne m'a demandé de partir et tous ceux qui me connaissent savent que si on me l'avait demandé, j'aurais refusé.

Quant à l'euro, le taux que j'ai cité était celui de la parité nominale entre euro et dollar, qui est aujourd'hui à sa moyenne historique, avec 1 euro à 1,18 dollar. Mais vous avez raison, il faut aussi surveiller le taux effectif de change. Je n'ai jamais plaidé pour une politique de l'euro fort ; les opinions sont diverses parmi mes collègues gouverneurs. Vous me donnerez acte d'avoir toujours été parmi ceux qui mettent l'accent sur la sensibilité du change.

Quand j'insiste pour que notre politique ne soit pas figée, quand j'indique qu'en matière d'inflation, les risques à la baisse sont plus importants que les risques à la hausse, je fais preuve de pragmatisme et d'agilité.

Vous m'interrogez sur l'utilité de la BCE. Rappelons que l'euro bénéficie du soutien d'une très large majorité des Français – 76 % d'entre eux –, à travers l'ensemble du spectre politique. Les Français sont assez attachés à l'euro et à l'institution qui en assure le bon fonctionnement.

L'inflation et les objectifs en matière d'inflation – qui sont effectivement de 2 % – sont calculés à l'échelle de l'ensemble de la zone euro. Depuis mai dernier, mois après mois, nous sommes extrêmement proches de cet objectif. La Banque centrale européenne est à son objectif.

Certains se plaignent que les taux d'intérêt européens seraient trop élevés par rapport au niveau actuel de l'inflation en France. Mais, pendant l'épisode inflationniste, pour fixer les taux, la BCE ne s'est pas fondée uniquement sur les pays, tels que l'Allemagne, où l'inflation était beaucoup plus élevée qu'en France. Sinon, elle les aurait trop remontés. Heureusement que nous analysons la situation à l'échelle de l'ensemble de la zone euro !

Surtout, pour apprécier le niveau des taux réels – c'est-à-dire des taux nominaux moins l'inflation –, pour les années à venir, il ne faut pas se fonder sur l'inflation à un instant T, mais sur l'inflation prévisionnelle. Or, en France, celle-ci nous ramène vers la cible de 2 % à horizon de deux ans. Sur les dix prochaines années, le taux d'intérêt réel en France n'est donc pas du tout inadapté.

Enfin, je crois pouvoir vous rassurer concernant les prêts aux banques centrales étrangères. Ils reprennent effectivement le mécanisme du « repo » ou de l'accord de pension livrée. C'est un mécanisme très sécurisé. Nous exigeons en dépôt de garantie des titres en euros qui sont de bonne qualité. Il n'y a donc pas de risque de défaillance.

L'autre mécanisme possible serait le *swap* : nous prêterions des devises en euros, en échange de devises de la banque centrale étrangère considérée, mais ce serait plus risqué, car ces devises pourraient être de moins bonne qualité.

Le mécanisme de « repo » est très sécurisé. Il participe du développement du rôle international de l'euro, dont tout le monde ici peut se féliciter. Les autres grandes banques centrales étrangères, à commencer par la Réserve fédérale des États-Unis, utilisent des mécanismes de ce type – qui sont d'ailleurs parfois moins sécurisés, avec davantage de *swap* et moins de « repo ». Cette décision, qui est d'ailleurs celle du Conseil des gouverneurs dans son ensemble et non de Mme Lagarde seule, va dans le bon sens.

M. Jean-René Cazeneuve (EPR). En matière de violence verbale, le Rassemblement national n'a rien à envier à La France insoumise – la question de M. Tanguy à l'instant en est une belle illustration.

Monsieur le gouverneur, je rends hommage à votre action. J'ai eu grand plaisir à travailler avec vous quand j'étais rapporteur général. Je salue votre indépendance, votre humilité, votre hauteur de vue et votre humour.

Vous quittez ce poste magnifique pour une association magnifique, la fondation des Apprentis d'Auteuil. C'est tout à votre honneur et je suis certain que votre expérience là-bas sera très riche, à la hauteur de celle que vous avez eue à la Banque de France.

Nous rencontrons un problème de commerce extérieur ; notre balance est déséquilibrée. Vous l'avez dit, nos concurrents sont aujourd'hui la Chine et les États-Unis. La réponse ne peut être qu'européenne. Je ne peux que vous rejoindre, la dépense publique française atteint ses limites et ne peut constituer un levier. Quid donc, de l'emprunt européen ?

Vous soulignez la résilience de l'économie française. Pendant la discussion budgétaire, nous avons rehaussé le taux des impôts sur les grandes entreprises, celles qui sont dans la compétition internationale. Même si vous n'aimez pas commenter le budget, ne risquons-nous

pas ainsi d'affaiblir notre pays, à une période où les enjeux commerciaux sont particulièrement importants ?

M. François Villeroy de Galhau. Merci de votre mot personnel. Je souhaite que ma décision personnelle et l'indépendance de la Banque de France ne soient jamais un objet de polémique politique ici. La Banque de France est au service de tous les Français. Elle est pleinement indépendante et le restera.

Même si ce n'est pas la seule réponse, l'emprunt européen peut avoir un sens, à deux conditions. Premièrement, il ne doit jamais être vu comme une manière de transférer notre problème de dette. Vous connaissez comme moi la suspicion considérable sur ce point, ailleurs en Europe – et pas seulement en Allemagne. Deuxièmement, l'emprunt européen doit servir une offre, une politique européenne. Par exemple, dans le secteur de la défense, nous mesurons tous la difficulté à faire émerger une offre européenne, parce que les capacités nationales – qui ne sont heureusement pas négligeables en France – sont déjà installées. Le papier cosigné par Hélène Rey que j'évoquais propose donc de consacrer l'emprunt à de nouveaux domaines de la défense, où l'Europe est en retard, tels que les drones et les satellites. Je ne suis pas un spécialiste du sujet, mais je crois qu'un emprunt européen n'a de sens que s'il permet de faire émerger une politique industrielle européenne, ce qui est sans doute plus facile dans des domaines innovants.

J'ai indiqué que je ne reparlerai pas du budget aujourd'hui. Vous avez dû faire face à des injonctions contradictoires. Il faut réduire le déficit – c'est essentiel, pour traiter enfin le problème de la dette et rétablir la confiance des Français – et cela peut passer par la maîtrise des dépenses ou par des mesures fiscales. Si je devais résumer – mais je ne suis pas l'autorité budgétaire –, je souhaiterais une forme de stabilisation du volume des dépenses publiques totales – c'est-à-dire du total des dépenses de l'État, des collectivités locales et des dépenses sociales. Or le budget pour 2026, même s'il freine l'augmentation du volume des dépenses, prévoit tout de même leur augmentation, d'environ 1 %. Je souhaiterais également une forme de stabilisation fiscale. La surtaxe d'IS – impôt sur les sociétés – en vigueur l'an dernier aurait pu être conservée. Je ne dis pas qu'elle aurait été un remède idéal, mais au moins ça n'aurait pas été un nouvel impôt.

M. Aurélien Le Coq (LFI-NFP). Le budget pour cette année, qui est passé de force, avec un 49.3, intègre autour de 35 milliards d'euros de coupes budgétaires, en tendancier, en prenant en compte l'inflation. Avant l'adoption de ce budget, l'OFCE (Observatoire français des conjonctures économiques) prévoyait qu'un tel niveau de coupes diviserait la croissance par deux en 2026 – c'est-à-dire qu'il la réduirait de 0,8 %, et qu'elle ne dépasserait pas 0,7 %. L'OFCE prévoyait que ces coupes coûteraient 0,4 point par unité de consommation et 1,6 point d'investissement des entreprises, tout en augmentant le chômage. Or vous prévoyez une croissance à 1 % pour cette année, comme le Gouvernement. Comment évaluez-vous donc l'impact du budget pour 2026 sur la croissance ?

Quant à la gestion de la Banque de France, Hervé Gonsard, le directeur général des services à l'économie et du réseau de la Banque de France, qui est membre du comité exécutif, a été dénoncé par des syndicats de votre institution pour avoir diffusé ou relayé sur son compte institutionnel des contenus d'extrême droite, racistes, sexistes, promouvant la guerre de civilisation. De tels contenus représentaient jusqu'à 30 % de ses publications. Une enquête a été ouverte au sein de la Banque de France. Est-elle doublée d'une procédure disciplinaire ? Pourquoi aucune mesure de suspension n'a-t-elle été prise à titre conservatoire, alors même que

ces actes entachent l'image de l'institution et sont contraires à l'ensemble des règles qui la régissent ?

Par ailleurs, monsieur Gonsard était dans le passé le DRH de la Banque de France, et il est responsable de la baisse de 25 % des effectifs ces dernières années, qui a conduit à trois suicides. Lors de votre dernière audition, vous les présentiez comme des drames personnels. Pourtant, le cabinet indépendant Technologia a relevé trente-huit cas avérés de risques psychosociaux. Dans vos rapports internes, le risque psychosocial passe de « faible » en 2015 à « majeur » aujourd'hui.

M. François Villeroy de Galhau. Selon notre analyse, le budget aura un impact globalement neutre sur la croissance. Certes, les coupes auront un effet keynésien traditionnel, que l'OFCE chiffre à 0,7 point – ce qui nous semble élevé. Toutefois, globalement – de telles estimations ne sont pas à 0,1 point près –, cet effet sera compensé par la réduction de l'incertitude, liée à la réduction du déficit.

D'ailleurs, lors de l'élaboration de nos projections macroéconomiques de décembre 2025, faute de connaître le budget pour 2026, nous avons dû nous fonder sur les chiffres du PLF – nous avons fait de même en 2024, pour les raisons que vous connaissez. Le budget finalement adopté a été assez différent, mais nous indiquions dans ce document qu'une consolidation budgétaire moindre n'entraînerait pas de surplus de croissance, à cause des effets de l'incertitude.

Selon nous, les effets se compensent. La réalité nous a donné raison : nos prévisions pour 2025 se sont avérées justes – nous avons été amenés à les abaisser en début d'année, et à les rehausser en deuxième partie d'année. Nous sommes confiants concernant notre prévision de 1 % de croissance en 2026. Évidemment, nous suivons les choses de près.

J'en viens à la question interne à la Banque de France que vous évoquez. Comme je l'ai indiqué de manière parfaitement transparente hier, la direction de la Banque a été informée que les likes d'un cadre supérieur sur le réseau LinkedIn constituaient, selon toute apparence, un manquement au devoir de réserve et de neutralité que doivent respecter tous les agents de la Banque. Nous avons donc décidé l'ouverture sans délais d'une enquête. Le cadre en cause a arrêté immédiatement cette pratique. Il a en outre retiré les messages concernés.

Là aussi, je ne veux pas que l'indépendance de la Banque de France soit prise dans une polémique politicienne. Ce qui est en cause, ce ne sont pas les opinions privées de chacun et leur diversité, mais le fait de les exprimer publiquement sur un réseau social professionnel. La Banque de France est au service de tous les Français et elle veille attentivement à exercer ses missions en toute indépendance politique. Notre règle de conduite n'est donc pas politique, mais déontologique. L'enquête vise à déterminer la portée d'un manquement individuel, dans le respect du droit et des procédures, auxquelles les organisations syndicales de la Banque de France sont les premières attachées, légitimement. Il faut désormais en attendre les résultats, pour juger des conséquences à apporter. Hier, la Banque de France a par ailleurs rappelé à tous ses agents les règles de déontologie applicables.

Quant au lien que vous établissez entre la diminution des effectifs et les suicides, j'ai déjà eu l'occasion de dire que j'en pensais : il est faux.

Mme Estelle Mercier (SOC). La dernière enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France montre des phénomènes intéressants. Dans plusieurs secteurs, les entreprises

décrivent des carnets courts et une visibilité faible. Le solde d'opinion sur la situation de trésorerie est très bas par rapport à la moyenne sur dix ans, dans l'industrie aussi bien que dans les services marchands. La courbe de l'indicateur d'incertitude connaît un pic énorme en juillet 2025 – c'est l'effet de la dramatisation de la dette par François Bayrou. D'autres pics très élevés suivent, jusqu'en octobre 2025, sous l'effet de l'instabilité politique. L'incertitude diminue depuis. En tout cas, on ne peut pas vraiment dire que les gouvernements successifs aient œuvré pour ramener la confiance.

Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités industrielles est toujours inférieur à sa moyenne sur quinze ans. Vous qui êtes lorrain, vous avez dû noter, comme moi, les nombreuses fermetures d'entreprises lorraines, la désindustrialisation de ces territoires, notamment avec la liquidation de NovAsco, ex-Ascometal, et la perte de 650 emplois.

Pour les très petites, petites et moyennes entreprises (TPE-PME), les baromètres indiquent que les freins dominants restent la faiblesse de la demande et des carnets structurellement bas par rapport à leur moyenne historique. En outre, le durcissement de l'accès au crédit perturbe l'investissement de ces entreprises.

Monsieur le gouverneur, vous affirmez ne pas croire en la relance par la demande. Mais force est de constater que la politique de l'offre ne produit pas les résultats escomptés pour nos entreprises, notamment les TPE-PME dans les territoires. Les carnets restent dégarnis. Quelles sont vos recommandations pour faire face au déficit de la demande ? Pourquoi la dernière séquence de taux d'intérêt a-t-elle durci le financement, notamment pour les petites entreprises, et freiné le développement de leur activité dans les territoires ?

M. François Villeroy de Galhau. L'enquête mensuelle de conjoncture montre effectivement, mois après mois, des carnets de commandes assez courts et une incertitude élevée. C'est lié au contexte à la fois international – j'en ai parlé – et, vous l'avez dit, national. Je ne parlerai pas « d'effet François Bayrou », car la réalité de la dette est bien là, et les Français le savent – les enquêtes d'opinion, que nous regardons aussi, montrent que cette prise de conscience date plutôt du début de l'année 2024, au moment des très mauvaises nouvelles concernant nos résultats.

Comme vous, nous sommes très sensibles aux entreprises en difficulté, particulièrement en Lorraine – vous me permettrez cette petite complicité géographique. Le sympathique portrait que m'a très récemment consacré l'*Est républicain* est d'ailleurs intitulé « François Villeroy de Galhau, la Lorraine comme valeur refuge », mais je suis attaché à l'ensemble de la France.

Le nombre de défaillances d'entreprises, qui s'est élevé à environ 68 500 en 2025, connaît un plateau haut depuis plusieurs mois. Cet indicateur, publié par la Banque de France, est important, mais il ne dit pas tout de l'économie française, car il y a aussi des créations d'entreprises. Une partie des défaillances de 2025 doit d'ailleurs à un phénomène de rattrapage lié au grand creux au moment du covid. Mais nous devons rester très mobilisés. La Banque de France, je le répète car c'est important pour vos territoires, est à disposition, avec la médiation nationale du crédit. Celle-ci est relativement peu saisie, et souvent trop tard, alors que nous avons un taux de succès de 64 %.

Nous avons aussi contribué à l'élaboration d'une charte de confiance, signée la semaine dernière – notamment par Bercy et un certain nombre d'organisations professionnelles –, afin que les entrepreneurs sachent à qui s'adresser et, encore une fois, qu'ils

le fassent assez tôt. Je me permets d'insister très fortement sur cette dimension, car, par pudeur ou par crainte, un entrepreneur qui rencontre des difficultés le dit souvent trop tard – deux mots qui, malheureusement, résument bien des situations.

En ce qui concerne la politique économique, j'ai tendance à dépasser l'opposition entre politique de l'offre et politique de la demande. Quand je vois le rapport Draghi et la situation de nos partenaires européens, je note que c'est l'Europe, globalement, qui accuse un retard en matière de productivité, d'innovation et de compétitivité. Je ne réduis pas du tout la politique de l'offre à la seule baisse des impôts des entreprises – c'est une simplification que je n'aime pas plus que vous. Mais nous devons vraiment muscler notre capacité productive : cela me semble être le cœur du défi. Peut-être est-ce notre génie national, mais nous avons tendance à beaucoup noircir notre tableau économique. Or nous avons tout de même de nombreuses forces – la spécialisation de notre industrie dans la défense et l'aéronautique, je l'ai dit, est plutôt un atout.

Je vais dire des choses d'une grande banalité, mais une politique de musculation ne repose pas uniquement – ni même principalement – sur des baisses d'impôt : c'est aussi la formation des salariés, l'intelligence artificielle, le renforcement des fonds propres – tel doit être le cœur de notre réponse collective. Et, bien sûr, chaque entreprise en difficulté doit faire l'objet d'un accompagnement individuel attentif – je crois avoir déjà beaucoup insisté sur ce point.

Mme Marie-Christine Dalloz (DR). J'étais déjà membre de cette commission en 2015, et je confirme que vous avez respecté l'engagement que vous aviez alors pris. Les polémiques de l'époque n'avaient ni la saveur ni la hauteur de celles d'aujourd'hui...

Vous avez déclaré que la baisse des prix de l'électricité avait participé à contenir l'inflation. Or, vous le savez, ceux-ci feront l'objet de modifications prochainement. Quel impact aurait l'augmentation des prix de l'électricité sur le niveau de l'inflation, notamment en ce qui concerne la consommation des ménages et des entreprises ?

Vous avez cité deux secteurs industriels moteurs de l'économie française : l'aéronautique et l'armement. Les défaillances des entreprises révèlent-elles une fragilité plus importante de certains secteurs ? Lesquels pourrions-nous soutenir davantage ou accompagner dans leurs projets, avec des investissements d'avenir, par exemple ?

Enfin, vous avez souligné la nécessité d'aller vers une souveraineté économique et financière au niveau européen. En dehors des outils financiers, quels autres instruments pourraient accompagner cette dynamique ?

Je vous souhaite sincèrement, à la fondation Apprentis d'Auteuil ? un bel avenir, du plaisir et de la réussite.

M. François Villeroy de Galhau. Je vous remercie pour ces mots personnels. S'agissant du prix de l'électricité, j'ai indiqué que l'effet de base disparaîtrait, c'est-à-dire que la baisse de 15 % intervenue en février 2025, qui contribue à la baisse de l'inflation au cours des onze mois suivants, sortira de la base de calcul lorsque nous y intégrerons février 2026. Quant à leur évolution, j'ignore si elle sera à la hausse ou à la baisse.

En ce qui concerne les défaillances d'entreprises, il faudrait que nous regardions de plus près. Nous ne voyons pas de grandes différences sectorielles, même s'il est possible que le

commerce de détail et le secteur de l'hébergement et de la restauration, qui ont connu des bas et des hauts – respectivement pendant le covid et à sa sortie – soient un peu plus affectés, mais je le dis avec beaucoup de prudence.

En ce qui concerne les outils de souveraineté européenne autres que financiers, je suis, par définition moins compétent. Si vous pensiez à des outils de puissance militaire et diplomatique, je ne peux qu'abonder dans votre sens, mais je touche là à mes limites. Dans quelle mesure souveraineté économique, puissance militaire et capacités diplomatiques sont-elles séparables ? Le terme « géopolitique » a fait son grand retour, y compris dans les débats économiques et dans les comités exécutifs d'entreprise, ce qui montre leur imbrication. Mais la Banque de France ne prétend pas avoir des compétences particulières en la matière.

Mme Eva Sas (EcoS). En 2026, la BCE doit réviser son cadre opérationnel de politique monétaire. Le cadre de garanties de l'Eurosystème sera bientôt mis à jour pour prendre en compte les risques climatiques – une actualisation particulièrement attendue compte tenu des engagements pris par la BCE dès 2021. L'ajout d'un facteur climatique est une excellente nouvelle, mais nous émettons des réserves. Tout d'abord, la mesure doit être calibrée pour que les actifs contraires à la transition écologique, comme les actifs d'entreprises développant de nouveaux projets fossiles, soient pénalisés, quelle que soit la maturité des titres. Les orientations qui ont été publiées semblent indiquer que ce ne sera pas le cas.

Pourquoi la méthode choisie semble-t-elle ignorer le caractère intrinsèquement problématique des actifs bruns ? En outre, seule une toute petite partie des actifs éligibles serait concernée – les actifs négociables sur les marchés et émis par des entreprises non financières. Envisagez-vous d'étendre la prise en compte du facteur climatique à d'autres types d'actifs ?

Lors de la dernière révision du cadre opérationnel, en 2024, la BCE avait évoqué la possibilité d'intégrer la question climatique dans de futurs programmes de refinancement structurels. Les taux différenciés, sous la forme de taux de refinancement de long terme verts, pourraient entrer dans ce cadre. Sont-ils à l'agenda des discussions du Conseil des gouverneurs ? D'autres mécanismes sont-ils envisagés pour soutenir la transition écologique dans le cadre de la prochaine révision ?

Enfin, l'épargne des Français n'a jamais été aussi élevée : le patrimoine financier s'élève à 6 500 milliards d'euros, soit 50 % de plus qu'il y a dix ans. Cette épargne, vous l'avez dit, doit être mobilisée au service de la transition écologique. Quels outils préconisez-vous pour ce faire ?

M. François Villeroy de Galhau. Je vous remercie de suivre aussi attentivement le cadre opérationnel de politique monétaire. Le facteur climatique sera effectivement prochainement intégré au cadre de garanties, et nous le devons à la Banque de France, qui a plaidé vigoureusement, et avec succès, en ce sens. J'en profite pour rappeler – autre accès de fierté, collective cette fois – que la Banque de France a été reconnue, pour la troisième fois consécutive, banque centrale la plus verte du G20 par un panel d'ONG internationales.

Sans entrer dans des détails, nous avons essayé de nous fonder le mieux possible sur l'analyse financière des risques associés au climat, car le risque climatique fait partie des risques financiers – c'est le message que nous avons défendu avec succès. Nous commençons par les actifs négociables, car nous disposons de davantage d'informations sur les entreprises concernées, mais la question de l'extension à d'autres catégories du collatéral – les prêts

bancaires – reste ouverte, même si ce sera plus compliqué, car nous avons moins d’informations harmonisables.

Quant aux taux différenciés, nous en avons déjà parlé dans cette commission, et je répondrai avec la même prudence : le rôle de la banque centrale n’est pas de choisir entre les secteurs. L’application d’un taux bonifié doit relever d’interventions budgétaires – cela arrive de temps en temps dans le cadre de certaines politiques nationales. La banque centrale s’inscrit dans une logique macroéconomique et de régulation économique globale : elle fournit la liquidité à un prix d’ensemble adéquat. Je note tout de même que lorsque la banque centrale lutte avec succès contre l’inflation, elle est crédible et contribue donc à avoir des taux longs plus bas : c’est une contribution très importante, et même décisive, au bon financement de l’investissement dans la transition climatique.

En ce qui concerne la mobilisation de l’épargne, permettez-moi de commencer par lever une ambiguïté, car il y a eu des inquiétudes : les Français resteront évidemment libres du placement de leur épargne. Il serait important de leur offrir autant que possible des produits de long terme, car ils sont davantage orientés vers les fonds propres et permettent de financer un certain nombre d’investissements auxquels le président Coquerel a fait allusion – transition énergétique, numérique, voire en matière de défense. Au-delà des instruments que j’ai déjà évoqués, l’évolution du patrimoine financier des Français montre l’augmentation, lentement mais sûrement, de la part des placements en produits de fonds propres, donc probablement davantage tournés vers l’investissement productif. Mais je pense que cette dynamique est aussi très liée au développement de l’épargne longue.

Le label Finance Europe, créé l’an dernier à l’initiative de la France et de plusieurs autres pays européens pour aider à la transition écologique ou numérique, est également un outil très intéressant. Les épargnants doivent rester totalement libres de choisir de placer leur argent sur un livret A ou une assurance vie, mais il faut aussi qu’ils puissent avoir accès à des produits plus longs, plus rémunérateurs dans la durée et davantage tournés vers les fonds propres. Ce label peut y aider.

M. Jean-Paul Mattei (Dem). Nous avons beaucoup apprécié votre disponibilité, votre liberté de pensée et vos déclarations, signes d’une certaine indépendance : dans un concert parfois un peu convenu, avec une forme de pensée unique, ça fait du bien, et je pense que c’était nécessaire.

Dans votre propos introductif, vous avez déclaré que contrairement à celles d’autres pays, les entreprises françaises disposaient de peu de fonds propres. Comment l’expliquez-vous ? Est-ce parce que nous sommes culturellement moins orientés vers l’investissement dans les entreprises, parce que la politique fiscale les incite à distribuer leurs liquidités au lieu de les conserver, ou parce que les opérations de rachat avec effet de levier (LMBO) à multiples d’Ebitda – bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement – parfois un peu risqués ont tendance à appauvrir les fonds propres des entreprises, en raison des problématiques de la dette senior ?

Comme les années passées, je souhaite vous interroger sur les prêts garantis par l’État. La diminution – paradoxale – du nombre de défaillances d’entreprise pendant la crise sanitaire a été suivie d’un rebond. En quoi les PGE auraient-ils eu tendance à fragiliser les entreprises qui étaient sous assistance artificielle pendant la crise sanitaire ?

À nos yeux, l'éducation financière constitue un enjeu majeur. Or votre dernier baromètre de l'inclusion financière met en évidence une hausse de 10,2 % du nombre de dossiers de surendettement en janvier 2026 par rapport à l'année précédente. Que préconisez-vous pour répondre à cette évolution préoccupante ? Quel regard portez-vous sur l'hypothèse d'une généralisation de l'éducation financière dans les programmes scolaires grâce aux outils existants, comme le passeport Educfi ?

M. François Villeroy de Galhau. La faiblesse des fonds propres n'est pas un phénomène propre à la France : le problème est européen. Les divers facteurs que vous avez cités – politique fiscale, LBO – peuvent jouer un rôle, mais je pense qu'il y a un problème un peu plus général de culture du risque. Le développement de l'épargne longue, notamment de l'épargne retraite, est plus fort aux États-Unis que dans nombre de pays européens, dont le nôtre. Je crois qu'il est important de développer des produits qui permettent aux épargnants d'accéder aux fonds propres, dans la durée et avec des risques maîtrisés.

Pour développer les fonds propres d'une entreprise, il faut être deux : certes, il faut des investisseurs – et il en faut davantage, nous venons d'en parler –, mais il faut aussi que les chefs d'entreprise soient prêts à ouvrir leur tour de table, ce qui est parfois plus difficile que de contracter un emprunt bancaire. Là encore, ils sont libres de leur décision. BPIFrance a fait du très bon travail en ce sens, mais nombre de chefs d'entreprise préfèrent conserver une gestion purement familiale. Je suis le premier défenseur des entreprises familiales, mais sans doute y a-t-il là des sujets un peu culturels, et très respectables, de part et d'autre.

Nous n'avons pas le sentiment que le remboursement des PGE joue un rôle central dans les défaillances. Ces prêts ont été remboursés aux trois quarts environ, et le remboursement se poursuit à peu près normalement. Il y a un certain nombre de défaillances, mais pas plus élevé que ce que nous avions prévu. Je rappelle que les PGE sont avant tout des prêts, et qu'un prêt est fait pour être remboursé : ce n'est pas parce qu'il est garanti à 90 % par l'État qu'on peut l'annuler d'un coup de crayon – ce qui augmenterait d'autant la dette publique.

Enfin, la question de l'éducation financière et du surendettement est centrale.

S'agissant du surendettement – une préoccupation qui me semble partagée sur tous vos bancs –, le nombre de dossiers a diminué de 32 % entre 2014 et 2025. C'est un succès collectif. Mais il connaît récemment une remontée sensible, face à laquelle nous sommes pleinement mobilisés – nous avons mis en place des équipes et nous investissons pour mieux traiter les dossiers, y compris en recourant à l'intelligence artificielle.

Nous n'avons pas fini d'analyser les causes de cette dynamique, mais il y a très probablement un effet différé de la vague d'inflation de 2022 et 2023, qui a mis un certain nombre de ménages en difficulté – c'est ce qui ressort de la commission de surendettement. On peut espérer qu'il va progressivement se dissiper. Autre cause, sur laquelle nous avons appelé l'attention hier, à l'occasion d'une présentation au public de la typologie du surendettement des ménages : nous assistons à une montée très sensible du surendettement des jeunes. Si le nombre de dossiers de surendettement a augmenté de 10,2 % en un an, ce chiffre atteint 36 % pour les 18-29 ans et, pire encore, 65 % chez les 18-25 ans. Les montants ne sont pas énormes, mais cette tendance appelle à la vigilance.

Nous ne pouvons pas nous empêcher de la rapprocher du développement des paiements fractionnés et des minicrédits. Faciles à souscrire – parfois même par SMS –, ils portent souvent sur de petits montants et ne sont, pour l'instant, absolument pas soumis aux

mêmes règles de maîtrise des risques que les crédits classiques – pas d’affichage du taux effectif global, pas d’obligation de consulter le fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers. La directive européenne relative aux contrats de crédit aux consommateurs est un progrès significatif, mais je souhaiterais que sa transposition, qui vous sera prochainement soumise, prévoie l’obligation de consulter les fichiers pour tous les crédits, y compris ceux de faible montant. Dix minicrédits de 200 euros, ça peut faire 2 000 euros de surendettement. L’image est peut-être un peu excessive, mais ces minicrédits peuvent être une sorte de drogue douce, dont nous voyons les effets dans l’augmentation du surendettement des jeunes.

Quant à l’éducation financière, nous développons beaucoup, depuis dix ans, ce rôle d’opérateur national qui nous a été confié en 2016. Nous travaillons énormément avec l’éducation nationale, notamment avec le passeport Educfi, qui concerne la moitié des classes de quatrième. Nous développerons sans doute d’autres initiatives, peut-être pour les classes de seconde. Je souligne aussi le succès du musée Citéco, qui a passé le cap des 100 000 visiteurs pour la deuxième année consécutive et présente actuellement une formidable exposition pour les jeunes sur les mystères de l’argent. Et nous espérons réunir dans les prochaines semaines un nouveau comité stratégique, coprésidé par le ministre de l’économie et des finances et le ministre de l’éducation nationale, pour continuer à avancer sur l’éducation financière.

Que ce soit en matière d’éducation financière à titre préventif, ou en traitement du surendettement, la Banque de France est particulièrement mobilisée face à ce qui reste un sujet de préoccupation.

M. François Jolivet (HOR). Ma question s’adresse davantage au président du Haut Conseil de stabilité financière qu’au gouverneur de la Banque de France. Répondant au rapporteur général du budget, vous avez indiqué que le taux d’endettement des ménages ne devait pas dépasser 35 %, ni les crédits excéder vingt-cinq ans, et que les banques avaient une marge de dérogation de 20 %. Je me suis rapproché des directeurs des risques bancaires des banques : il serait intéressant qu’ils vous disent combien de fois ils utilisent cette possibilité, car je crois qu’ils ne le font pas beaucoup ; compte tenu de la règle de gestion dans les agences, ils ne le font même pas du tout.

Mais vous n’êtes pas allé au bout de votre réponse : vous n’avez pas mentionné la mesure que vous avez prise au détour d’une annexe à une délibération du Haut Conseil, et que bien des ministres de l’économie et des finances successifs ont essayé, en vain, de vous faire supprimer – vous avez tenu bon, c’est votre liberté –, qui a eu pour effet de bloquer tous les investissements privés de propriétaires bailleurs. En effet, lorsque vous investissez dans un logement, les banques considèrent que vous ne percevez pas de loyer, au motif que celui-ci serait aléatoire. Je rappelle pourtant que le taux d’impayés de loyer dans le secteur privé est inférieur à 2 % – entre 2 % des loyers impayés et pas de loyers du tout, la différence est notable.

Vous vous interrogiez tout à l’heure sur la montée des prix de l’immobilier en France. J’en suis heureux, car en réalité, c’est vous qui avez organisé la raréfaction des biens. Permettez-moi donc de souligner cette contradiction et de vous faire part de mon incompréhension. Interrogé par ma collègue Marie-Christine Dalloz, sur les secteurs qui s’effondrent, vous n’avez pas répondu. Il y en a un, pourtant, que vous connaissez bien : le bâtiment. La chaîne de production de logements a perdu 100 000 emplois en un an et demi ; 30 % des usines qui fabriquent des matériaux sont au chômage partiel.

Vous avez aussi rappelé que la politique monétaire devait être au service des grandes politiques publiques – je suis tout à fait d'accord avec vous. Après tant d'années à la Banque de France et en tant que président du Haut Conseil de stabilité financière, pensez-vous y être parvenu s'agissant du logement, sachant qu'il y a actuellement 2,9 millions de demandeurs de logement dans notre pays ?

M. François Villeroy de Galhau. Vous me faites trop d'honneur en me confiant la présidence du HCSF : celle-ci appartient au ministre, je n'en suis que le rapporteur.

Nous avons déjà eu l'occasion de parler de ces sujets importants. Je ne crois pas du tout que nous ayons bloqué tous les investissements privés. Les loyers sont bien pris en compte, et je prolongerai volontiers cette discussion technique avec vous, mais je voudrais revenir sur le sujet de la flexibilité. J'ai dit au rapporteur général qu'il existait une flexibilité de 20 %, mais elle n'est pas totalement utilisée – les établissements sont en moyenne entre 16 % et 17 %. Or c'est justement la flexibilité accordée pour l'investissement locatif qui est la moins utilisée – les établissements sont à environ 3 %, alors qu'ils peuvent aller jusqu'à 6 %. Les banques ont donc une vraie marge de manœuvre pour faire davantage en la matière.

En réalité, votre question porte sur les problèmes du bâtiment et de l'immobilier – je ne peux qu'y souscrire. Oui, ces problèmes existent, mais là encore, vous me faites beaucoup d'honneur en disant que j'ai organisé la raréfaction des logements.

M. François Jolivet (HOR). Vous y avez participé, du moins.

M. François Villeroy de Galhau. Même en ces termes, je récusé. Au regard des revenus des ménages, les chiffres du crédit immobilier ont considérablement augmenté depuis 2010, et beaucoup plus que dans les autres pays. Certes, il y a des problèmes, en particulier dans le logement neuf ; ils tiennent à l'augmentation des coûts de la construction, peut-être aussi à un certain nombre de normes. Mais je crois que notre défi commun n'est pas tant d'augmenter le nombre de crédits immobiliers – et s'il y en a davantage, dans le respect de normes saines d'endettement des ménages, tant mieux – que de faire en sorte que ces crédits et les financements disponibles pour le secteur de l'immobilier se traduisent par une augmentation du volume de logements – y compris et à commencer par des logements neufs – plutôt que par une augmentation des prix, ce qu'aucun de nous ne souhaite, car elle rend le logement moins abordable. C'est pourtant ce qui s'est produit, et il est frappant de constater que ce problème, que vous évoquez légitimement, existe partout – il est même plus aigu encore aux États-Unis, au Canada, en Irlande. Je ne prétends pas avoir la réponse, et je crois que celle-ci n'appartient pas à la Banque de France. Mais c'est un sujet sur lequel nous aurions intérêt à nous pencher collectivement, pour mieux comprendre et mieux agir.

M. Michel Castellani (LIOT). J'aimerais revenir sur un problème essentiel dans le panorama politico-économique du moment : les 3 400 milliards d'euros d'endettement de ma France et surtout la charge de la dette, laquelle correspond *in fine* à une hémorragie de capitaux d'une trentaine de milliards chaque année, qui n'est pas sans effet dépressif. Dans cette situation, les politiques publiques peuvent avoir un effet pervers, puisque toute politique de relance aggraverait *ipso facto* l'endettement, et toute politique de restriction aurait un effet dépressif sur la croissance.

Quelle est donc la seule porte de sortie vertueuse ? Un sursaut de croissance. Comment y parvenir ? Par une politique monétaire ? Une politique budgétaire ? Une politique

structurelle ? Cette question, je vous l'ai posée il y a huit ans lors de ma première intervention en commission des finances. La boucle est bouclée.

Par ailleurs, je considère qu'il est anormal de considérer le secteur du BTP et du logement comme une variable d'ajustement, mais vous avez répondu sur ce point. À mon tour, je vous souhaite de réussir dans vos futures fonctions.

M. François Villeroy de Galhau. Je vous en remercie. Je rappelle un chiffre assez simple. Les intérêts de la dette versés par l'État passeront d'une vingtaine de milliards d'euros en 2020, ce qui était historiquement bas, à 90 milliards d'euros en 2030. Une hausse de 70 milliards d'euros en dix ans, ça fait environ 7 milliards d'euros de plus par an. C'est un boulet considérable pour notre liberté budgétaire. Or il est écrit jusqu'en 2030 ; pour la suite, nous avons moyen de le corriger.

Je ne crois pas qu'une politique que vous qualifiez de restrictive, et que j'appelle de réduction du déficit ou de redressement, pèse sur la croissance. Je crois que l'effet keynésien est compensé par un effet positif de réduction de l'incertitude. Le niveau élevé du taux d'épargne qu'évoquait le président est lié à l'inquiétude suscitée par la dette. Ce sur quoi nous sommes d'accord, ce sont les politiques structurelles. La politique monétaire peut y prendre sa part. Si notre cible principale est la maîtrise de l'inflation, il importe que les taux d'intérêt soient aussi bas que possible. La crédibilité de la BCE y contribue.

La victoire contre l'inflation n'est pas due à la seule politique monétaire. Le cycle des matières premières a aidé. Mais la politique monétaire y a contribué, et sans récession. Je me souviens des débats que nous avons eus ici en 2022 et en 2023 ; une forte crainte, que je respecte, s'exprimait en ces termes : « Vous allez vaincre l'inflation, mais en provoquant la récession ». Nous avons vaincu l'inflation sans récession, en augmentant les taux d'intérêt à seulement – si j'ose dire – 4 %, ce qui est certes élevé, mais bien moins que dans les épisodes précédents. La politique monétaire contribue, mais il faut des politiques structurelles.

J'en ai évoqué plusieurs. Certaines se déploient à l'échelle européenne. Beaucoup, heureusement, relèvent de la compétence nationale. Tout ce que nous faisons pour améliorer l'éducation et la formation professionnelle, pour améliorer l'efficacité des services publics – de grands services publics participent à la compétitivité d'un pays – et pour avoir un cadre de gouvernance publique et de gouvernance sociale – la démocratie sociale est évidemment très importante –, tout cela participe aux réformes structurelles, même si la Banque de France n'en est pas la première responsable.

M. Emmanuel Maurel (GDR). J'ai une vraie inquiétude : le 28^e régime que vous avez évoqué. L'Union européenne est en train de créer un État virtuel qui est en concurrence directe avec les États membres. N'y a-t-il pas là un risque de transfert intégral du pouvoir fiscal à l'échelon européen, ce 28^e régime fixant ce qui est imposable et ce qui ne l'est pas, ce qui est déductible de l'impôt sur les sociétés et ce qui ne l'est pas ? Le risque n'est pas seulement une perte de recettes pour l'État. C'est le pouvoir des parlements nationaux en matière d'impôt qui est gravement mis en cause.

Par ailleurs, vous parlez de victoire contre l'inflation. Certes, elle est à 1,7 % au dernier trimestre 2025 et l'euro s'apprécie. En même temps, la zone euro a la croissance la plus faible parmi les grands blocs économiques, à l'exception peut-être du Japon. Le risque auquel nous sommes exposés n'est-il pas plutôt la déflation, avec ce que cela comporte comme menaces ?

Mais il y a un autre effet pervers du resserrement de la politique monétaire. Pour réduire son bilan, la BCE a cessé de racheter ou de faire rouler les titres de dette souverains échus, reportant *de facto* une part du fardeau sur les États qui, normalement, doivent désormais refinancer les titres eux-mêmes. Pour la France, combien cela représente-t-il ? Nous n'avons pas le chiffre exact. Mes collaborateurs et moi-même sommes parvenus à environ 4 milliards d'euros de dette supplémentaire du simple fait que la BCE ne rachète plus les titres de dette souveraine. C'est quand même beaucoup. Jusqu'à quand ? Quelles sont les perspectives en la matière ?

M. François Villeroy de Galhau. Sur le 28^e régime, il importe de trouver le bon équilibre. Il faut un 28^e régime pour pallier le retard de l'Europe en matière d'innovation. En simplifiant, la situation est la suivante. Il y a quinze ans, notre problème était de faire naître des start-up. Nous ne l'avons plus. C'est une bonne nouvelle. Il faut rendre hommage au génie des jeunes entrepreneurs français et peut-être aussi à BPIFrance, belle création.

Le problème que nous avons à présent est le suivant : si une start-up réussit et devient – pardon de cet anglicisme – une *scale-up*, une entreprise de croissance, elle a besoin de fonds propres plus importants et fait un tour de table. Très souvent, elle y trouve des investisseurs américains, voire localisés aux États-Unis.

Dans l'attrait américain, il y a un aspect financier. Les fonds de capital-développement et de capital-risque de grande taille sont avant tout américains, grâce à l'Union pour l'épargne et l'investissement. Mais la taille du marché joue aussi. Ce que nous disent beaucoup d'entrepreneurs, c'est qu'ils ne vont pas aux États-Unis simplement par plaisir, mais parce que la taille du marché américain est critique pour réussir.

Or, sur le papier, le marché unique européen a la même taille. Mais sur le papier uniquement, parce qu'il y a beaucoup trop de cloisons et d'obstacles internes. Tel est le sens du 28^e régime. Il ne s'agit pas de créer une sorte d'espace virtuel déréglementé, que je ne souhaite pas plus que vous, mais de permettre à une entreprise qui veut croître de le faire sur l'ensemble du marché européen, sans se heurter à vingt-sept réglementations différentes et à autant d'obstacles administratifs.

S'applique-t-il seulement aux entreprises nouvelles, aux entreprises des secteurs innovants ou à toutes les entreprises ? S'applique-t-il seulement au droit des affaires et au droit des faillites, qui sont sans doute une priorité, ou aussi au droit fiscal ? Ces questions sont ouvertes. L'objet n'est pas du tout de créer un ensemble vide et dérégulé, mais de créer quelque chose qui permette enfin aux entrepreneurs français et européens de jouer sur l'ensemble du terrain européen et pas sur vingt-sept terrains nationaux avec des piquets soigneusement délimités.

Quant au risque de déflation, objectivement, il me paraît très faible, mais nous restons vigilants. J'ai dit qu'il y a des risques d'inflation à la baisse plus significatifs que les risques d'inflation à la hausse. J'observe quand même que, à 2 %, nous avons – hors Japon – les taux d'intérêt les plus faibles de tous les grands pays avancés. S'il y avait des possibilités de baisser des taux, on le ferait.

S'agissant des achats d'actifs par la BCE, ils n'étaient pas faits pour aider à financer les États. Pardon de rappeler cette évidence, mais je joue mon rôle de banquier central. Ils étaient faits, parce que nous étions sous la cible d'inflation, pour y revenir et soutenir l'activité. Y mettre un terme, ce qu'ont fait la plupart des grandes banques centrales, n'a symétriquement

pas pour objet de pénaliser les États. Au demeurant, à l'aune de l'évolution des taux à long terme au cours des trois ou quatre dernières années, l'arrêt des achats d'actifs a joué un rôle très marginal.

L'évolution des taux à long terme français est d'abord l'effet de nos politiques budgétaires ou de leurs difficultés, de la dissolution et du phénomène général en Europe de remontée des taux à long terme associée à l'expansion budgétaire allemande, qui en soi est plutôt un phénomène positif. Aux États-Unis, les taux à long terme sont relativement élevés à cause de la forte incertitude qui y règne.

Je ne crois donc pas que ce que l'on pourrait appeler la normalisation quantitative, qui a permis de revenir à la cible d'inflation, joue un rôle central. Notre boussole, c'est l'inflation, pas l'idée d'aider ou de pénaliser les États.

M. le président Éric Coquerel. Nous en venons aux interventions des autres orateurs.

M. Daniel Labaronne (EPR). Monsieur le gouverneur, je salue votre action à la tête de la Banque de France depuis 2015. Sous votre gouvernance, la Banque de France est devenue plus visible dans le débat économique, plus performante dans ses missions et plus exemplaire dans son organisation. La féminisation des équipes de direction a progressé. L'institution s'est affirmée comme la Banque centrale la plus verte du G20. Elle a été à la pointe de l'innovation au sein de l'Eurosystème. Je vous remercie également de la qualité de vos interventions en commission des finances et vous souhaite plein succès dans vos nouvelles missions.

À l'heure où les tensions géopolitiques s'accroissent et où l'incertitude devient structurelle, les paiements apparaissent plus que jamais comme un maillon essentiel de notre résilience économique, de notre autonomie stratégique et, *in fine*, de notre sécurité nationale. Dans un contexte de numérisation accélérée des paiements, l'Europe fait face à trois fragilités, me semble-t-il : une dépendance croissante à l'égard d'acteurs non européens ; une fragmentation persistante des solutions de paiement ; une baisse de l'usage de la monnaie centrale par le grand public. C'est dans ce cadre que s'inscrit le projet d'euro numérique porté par la BCE.

Ma question est la suivante : au regard de votre expérience, quels sont selon vous les chantiers prioritaires que la Banque de France et l'Eurosystème devront ouvrir dans les prochaines années pour faire de l'euro numérique un instrument crédible de souveraineté, d'inclusion et de confiance pour nos concitoyens, tout en garantissant la stabilité financière et la liberté de choix des moyens de paiement ?

M. François Villeroy de Galhau. Je vous remercie de vos mots personnels. Je me souviens très bien que vous m'aviez interrogé sur cette question centrale des paiements et de l'euro numérique lors de ma dernière audition. C'est un sujet d'intérêt partagé.

Nous avons à faire face à des évolutions technologiques, la fameuse « tokenisation » – c'est-à-dire la possibilité offerte par la *blockchain* d'échanger en même temps un flux d'espèces et un flux de titres ou d'informations, ce qui résout le fameux problème du cycle règlement/livraison (R/L), que rencontrent notamment les marchés financiers depuis très longtemps. La « tokenisation » est un progrès, mais elle comporte des risques : elle est largement dominée par des acteurs américains ; elle est en dollars ; elle est le fait d'acteurs privés.

La réponse européenne, me semble-t-il, est très cohérente. Elle est organisée en deux étages et en deux colonnes. S'agissant des deux étages, il faut partout un partenariat public-privé sur la monnaie. Il faut une monnaie de banque centrale, publique, mais il y a aussi une monnaie de banque commerciale très importante, dominante dans les paiements. Nous payons avec notre carte de crédit ou avec notre mobile, nous effectuons des virements. L'étage public est indispensable, parce qu'il est l'ancre de confiance, même s'il est un peu minoritaire dans la proportion des paiements.

Il y a par ailleurs deux colonnes, l'une grand public – je vais revenir sur l'euro numérique – et l'autre dont on parle beaucoup moins, celle des transactions financières et des marchés, où notre souveraineté monétaire est aussi très importante.

Je crois que l'Europe a une réponse complète et n'a pas à rougir.

Dans la colonne grand public, il y a le projet d'euro numérique. Qu'est-ce ? C'est un billet numérique plus. À l'heure actuelle, la monnaie de banque centrale pour le grand public, c'est le billet. Il demeurera. Mais on sent bien qu'il y a un besoin numérique pour payer à distance ou entre voisins, alimenter des cagnottes... Cet euro numérique, je l'espère beaucoup, sera définitivement adopté par le Parlement européen. Il l'a été par le Conseil en décembre 2025 ; le vote du Parlement européen est attendu en mai. Nous prenons d'ores et déjà certaines dispositions technologiques pour qu'il soit prêt d'ici 2029.

Mais il doit s'accompagner de l'étage privé. Il faut soutenir fortement les solutions telles que Wero ou EPI, développées par des banques françaises et européennes. Elles assurent la souveraineté vis-à-vis des grands acteurs américains – il y en a deux dont je n'ai pas besoin de rappeler les noms. Nous avons la chance, en France, d'avoir le Groupement des cartes bancaires. Il faut une solution européenne transfrontières.

Je le répète avec beaucoup de force devant cette commission : les deux sont complémentaires. C'est l'euro numérique plus Wero ou une autre solution, pas l'euro numérique contre Wero. Ce que je dis est sans doute une évidence, mais quand je lis certaines déclarations, notamment de banques, je suis désolé de dire qu'elle doit être rappelée. Si on joue l'euro numérique contre Wero, il y aura un seul gagnant : les acteurs américains. Je suis très attaché aux deux et à leur complémentarité. Telle est notre stratégie grand public. Nous en avons les moyens.

Côté transactions financières et interbancaires, qui sont moins visibles, il faut aussi un étage public, une ancre de confiance. C'est la monnaie numérique de banque centrale. On ne le sait pas, mais la BCE et la Banque de France seront absolument pionnières en la matière. Nous serons la première grande banque centrale au monde à émettre une monnaie numérique de gros d'ici la fin 2026, dans le cadre du projet Pontex.

Il faut aussi des étages privés, des *stablecoins* en euros ou des dépôts « tokenisés » en euros – il n'y a aucune raison pour que les *stablecoins* soient en dollars. Il suffit de se rendre en Asie pour constater qu'il n'y a pas énormément de sujets sur lesquels l'Europe attire positivement l'attention. Cette monnaie numérique de gros est jugée extrêmement en pointe.

M. Didier Padey (Dem). La Chine accumule beaucoup d'or à l'heure actuelle – on parle de 40 tonnes, et d'après Goldman Sachs, elle achèterait des volumes dix à onze fois supérieurs à ceux qu'elle déclare officiellement. C'est une véritable stratégie. L'or n'est pas un simple actif refuge ; c'est une arme géoéconomique. Pourquoi la Chine achète-t-elle autant

d'or ? Quelles conséquences cela peut-il avoir pour l'Europe, pour la France, pour notre économie ? Que va devenir le dollar face à cette nouvelle stratégie ?

M. François Villeroy de Galhau. Je ne peux pas répondre complètement à la place de la Chine à la question de savoir pourquoi elle achète de l'or. La réponse en général avancée par la Chine ou par d'autres pays est qu'elle veut moins de dollars et que l'utilisation des sanctions vis-à-vis de la Russie, agresseur en Ukraine – nous avons appliqué une décision politique dont je me permets de dire qu'elle me paraît totalement justifiée –, a peut-être incité certaines puissances dont il ne m'appartient pas de qualifier le positionnement géopolitique à se délester de leurs dollars au profit de l'or. La détention d'or, soit dit en passant, a des limites techniques, s'agissant d'un actif beaucoup moins liquide que des réserves de change de grandes devises internationales.

Cette évolution soulève une question de fond : que va devenir le dollar ? La réponse à cette question ne dépend pas uniquement de nous. Elle dépend aussi des investisseurs internationaux et des grandes entreprises. Je me permets de pratiquer l'autocitation ; début octobre, dans cette belle capitale européenne qu'est Luxembourg, j'ai eu l'occasion de détailler plusieurs propositions sur le développement du rôle international de l'euro. Je crois que le dollar est au centre du système et qu'il le restera.

Si nous allons vers une certaine diversification de la détention des devises, vers un monde davantage multipolaire et peut-être plus équilibré en matière monétaire, c'est une bonne chose. Ce n'est pas nous qui déterminerons le rythme de cette évolution, mais tout ce qui va dans le sens du rôle international de l'euro est bienvenu.

Je crois que les accords de pension livrée – repo – évoqués par M. Tanguy, qui sont des facilités bien sécurisées, peuvent y aider. Le développement d'actifs sûrs en euros, qui soulève la question d'un endettement commun, également. Il y a aussi la question de la monnaie de facturation du commerce. Nous avons plusieurs leviers. La BCE y prend sa part, mais vous avez peut-être vu que le Conseil affaires économiques et financières (Ecofin) a étudié en début de semaine un plan d'action en la matière. Ces choses prendront du temps, mais l'orientation est assez claire.

Je me permets une observation qui complétera ma réponse à M. Labaronne. Il ne faut pas qu'un monde multipolaire soit un monde fragmenté en matière de paiements. Nous avons l'avantage, à l'échelle internationale, d'avoir des paiements assez fluides, dans le cadre d'un système de paiements global et de systèmes de paiements régionaux ou nationaux interconnectés. Si demain un monde multipolaire s'avérait être un monde multifragmenté en matière de paiements, ce serait un vrai recul économique.

M. Mickaël Bouloux (SOC). Monsieur le gouverneur, en réponse à l'évocation des taux différenciés en faveur de la transition écologique, vous avez sorti – c'est ainsi que je l'interprète – le joker du principe de neutralité du marché. J'aimerais revenir sur ce principe lui-même. La neutralité suppose que la banque centrale reflète la structure des marchés. Or ces marchés sont le produit de décennies de sous-tarification du carbone et d'externalités non prises en compte. Ils intègrent donc un biais carbone massif.

Dans ces conditions, maintenir une stricte neutralité, n'est-ce pas en réalité reconduire ce biais plutôt qu'être neutre ? La neutralité est-elle encore neutre si elle s'applique à un marché structurellement déséquilibré par un risque systémique reconnu, le risque climatique ? Ne faudrait-il pas distinguer la neutralité sectorielle et la neutralité vis-à-vis du risque ?

Si le climat est un risque macrofinancier, alors le traiter différemment n'est pas une orientation politique, mais une gestion prudente du risque. La doctrine de neutralité du marché a-t-elle vocation à évoluer à mesure que la nature des risques systémiques évolue ? Le climat étant assurément un risque financier systémique, pourquoi les instruments monétaires ne feraient-ils pas l'objet du même degré d'innovation et de transparence que les instruments budgétaires ?

M. François Villeroy de Galhau. Je vais peut-être vous surprendre, mais je souscris pleinement à votre question. J'espère que vous n'y voyez pas une compromission suspecte. Vous m'avez prêté un joker que je ne crois pas avoir invoqué. Je ne pense pas, à moins de m'être mal écouté moi-même, avoir évoqué le principe de neutralité des marchés. Je ne suis pas un thuriféraire des marchés qui auraient toujours raison, comme je crois l'avoir assez montré devant cette commission.

Il faut tenir compte du risque climatique au titre de risque financier, qui est peut-être mal estimé par les marchés. C'est ce que nous faisons. Je vous prie de croire que la Banque de France a, avec Christine Lagarde, vigoureusement plaidé en ce sens. Certains de mes collègues ont invoqué le joker que vous avez évoqué. Mais quand nous avons dit qu'il faut, lorsque nous achetons des obligations d'entreprise, tenir compte du risque climatique, que nous introduisons dans le collatéral – c'était la question de Mme Sas – un facteur de prise en compte des risques climatiques et qu'il faudra peut-être l'étendre aux prêts privés outre les titres négociables, nous allons complètement dans ce sens-là.

Cela ne signifie pas qu'il faut ne considérer que le risque climatique. Mais nous ne partons pas de l'idée que les marchés savent toujours correctement estimer des risques à long terme tels que le risque climatique.

Mme Claire Marais-Beuil (RN). En parlant tout à l'heure d'économie, vous avez principalement parlé de chômage, et très peu des entreprises. Or, en 2025, les défaillances d'entreprises ont atteint un record historique, leur nombre augmentant de 3,4 % par rapport à 2024, et de 23 % par rapport à la période antérieure au covid. De nombreuses entreprises ont également été créées mais, un autoentrepreneur n'étant pas vraiment équivalent à une TPE, on ne saurait en tirer argument pour comparer le nombre de créations et de défaillances.

En outre, à la fin de l'année 2025, vous vous êtes inquiété de la hausse du nombre de radiations volontaires, qui atteignait 20 %. Quelle est votre opinion sur cette évolution qui, même si elle semble ralentir, reste forte, ainsi que sur les défaillances volontaires ?

M. François Villeroy de Galhau. Si vous avez le sentiment que je n'ai pas parlé des entreprises, je m'en excuse. J'ai en effet salué le courage des entrepreneurs à propos de notre résilience économique, que j'ai très peu attribuée à la politique macroéconomique, et même à la politique monétaire. Tous ceux qui me connaissent savent que j'admire les entrepreneurs, qui sont en première ligne de la bataille de la croissance et de l'emploi. Nous sommes là pour les appuyer.

La Banque de France possède un actif immatériel dont on parle assez rarement : dans chaque département – et cela vaut aussi dans l'Oise –, elle dispose d'un conseil consultatif comportant une douzaine de patrons de PME ou d'entreprises de taille intermédiaire (ETI), que j'essaie de voir très systématiquement, comme je l'ai fait fin janvier à Laval, puis à Saint-Étienne. Je puis vous dire que j'apprends toujours beaucoup de choses à ces occasions.

Par ailleurs, comme je m'y étais engagé devant votre commission, je suis allé voir les 105 succursales de la Banque de France pour marquer l'importance et la pérennité de notre ancrage dans la proximité.

Je conviens avec vous, et ce point semble consensuel sur les divers bancs de votre commission, qu'une création ne contrebalance pas systématiquement une défaillance. Toutes les créations ne sont pas pour autant, et heureusement, le fait d'autoentrepreneurs. Je n'ai jamais dit que le solde net était significatif – on compte en effet plus d'un million de créations en France, contre 68 500 défaillances. J'ai cependant souligné que les défaillances ne disent pas tout de l'activité économique. Il y a des créations, et parfois aussi des disparitions – je souhaite qu'il en ait le moins possible, mais il n'y en aura jamais zéro.

Pour ce qui est des radiations volontaires, je ne dispose pas de chiffres exacts ni d'analyses. Leur nombre peut inclure également la disparition d'autoentrepreneurs et de très petites entreprises. Du reste – mais je serai très prudent à ce propos, et nous pourrions, si vous le souhaitez, poursuivre cette analyse avec nos équipes –, cela peut correspondre à une évolution plutôt positive. De fait, à l'issue de diverses lois votées par le Parlement, le recours aux procédures judiciaires est aujourd'hui un peu moins dissuasif et moins tardif que voilà une dizaine d'années. L'idée selon laquelle monter les marches du tribunal reviendrait à monter celles de l'échafaud est une idée fausse. Il faut savoir utiliser à temps les procédures judiciaires, et ces chiffres peuvent donc avoir un petit aspect positif.

Toujours est-il que le nombre de défaillances d'entreprises se situe sur un plateau haut. Nous pouvons espérer – mais je le dis avec beaucoup de prudence – voir s'amorcer une baisse d'ici la fin de l'année. C'est là, même si ce n'est pas le seul, un thermomètre que nous suivons avec attention. Je me réjouis tout de même qu'il y ait en face des créations d'entreprises mais, je le répète, je ne fais pas le solde net des créations et des défaillances.

M. Joël Bruneau (LIOT). On constate, notamment en Europe, une forte augmentation des prix de l'immobilier, évolution de plus en plus décorrélée de celle des revenus moyens, ce qui pose notamment un problème aux jeunes générations. Je ne peux m'empêcher d'y voir un lien avec l'endettement des plus jeunes.

L'une des explications, même si ce n'est pas la seule, ne pourrait-elle être le déferlement, au fil des déficits budgétaires accumulés, de la création de masse monétaire ? On nous apprenait jadis, en effet, que la création de masse monétaire se concrétisait généralement par un excès inflation, mais cela n'a pas été le cas, hormis pour deux actifs : l'immobilier et les actions. Ce n'est pas un hasard si la richesse des plus riches a plus augmenté que la richesse moyenne, car les plus riches sont précisément ceux qui détiennent en majorité des actifs boursiers ou immobiliers.

Quelle est votre analyse de ce phénomène ? Avez-vous constaté des évolutions différenciées, notamment dans la zone euro, entre les pays qui ont plus ou moins recouru au déficit budgétaire, alimentant éventuellement la création de masse monétaire ?

M. François Villeroy de Galhau. C'est une question importante, qui prolonge celles du rapporteur général et de plusieurs autres députés. Vous me permettrez d'y répondre d'une façon qui n'est pas définitive car, là aussi, il faut que nous continuions à travailler ensemble.

Pour commencer par la fin, je ne crois pas qu'il y ait de grandes différences d'évolution du prix de l'immobilier selon les politiques budgétaires des États dans la zone euro. En

Allemagne, par exemple, l'augmentation des prix de l'immobilier a été encore plus forte, alors que la politique budgétaire a été très différente.

J'en reviens au début de votre question : la création monétaire, à l'époque des politiques monétaires expansionnistes, a-t-elle pu contribuer à l'évolution du prix des actifs ? Je ne résiste pas au plaisir de relever que cette question est l'exact symétrique de l'idée que le crédit immobilier serait trop restrictif – mais il s'agit là d'un débat entre les parlementaires en commission des finances.

Cela dit, il faut relever le succès qu'a eu la politique monétaire non conventionnelle appliquée à certains moments. Je l'assume totalement, car je crois qu'elle a été positive pour soutenir l'emploi et l'activité lorsque c'était possible, avec une inflation très basse, notamment, après 2015 et plus encore après 2020. Souvenez-vous qu'à l'époque, il nous était demandé, à juste titre, d'éviter la déflation. Une politique monétaire non conventionnelle de soutien, très accommodante, a donc été appliquée non pour aider les États ou les rentiers, mais pour faire face à un risque de déflation de l'économie, et cette politique a marché.

Si son effet primaire a été positif, elle a peut-être pu avoir pour effet secondaire de pousser à la hausse certains prix d'actifs, et cela a bien été le cas à certaines époques – mais plus du tout aujourd'hui. Au contraire, et même si je n'ai pas regardé les statistiques récentes à ce propos, la croissance de la masse monétaire s'est considérablement ralentie. Or nous continuons à observer une augmentation des prix de l'immobilier. Je ne dis donc pas que ce facteur n'a jamais joué.

Vous dites que ce phénomène est propre à l'Europe, mais il me semble qu'il est à peu près le même aux États-Unis et au Canada, et le débat actuel sur l'*affordability* et le coût de la vie aux États-Unis intègre beaucoup le logement. Il faut cependant regarder aussi, et principalement, d'autres facteurs, liés entre autres à une insuffisance visible de l'offre, notamment foncière, et aux normes – et j'avoue notre incompetence quant à ces deux facteurs. En matière de logement, sujet politique, social et économique central, il faut essayer d'avoir une vue globale et, si possible, transpartisane.

M. Alexandre Dufosset (RN). Nous avons appris hier par voie de presse qu'un cadre de la Banque de France avait fait l'objet de l'ouverture d'une enquête par vos services pour avoir liké une publication du député européen Matthieu Valet sur LinkedIn. Je ne remets pas en cause la charte de déontologie en vigueur à la Banque de France, et la neutralité me semble importante, mais je souhaiterais vous poser une question, avant que vous ne quittiez cette institution : vos services vont-ils ouvrir une cellule ou une enquête visant à analyser l'ensemble des réseaux sociaux des 8 800 salariés de la Banque de France ? Il serait en effet fâcheux que nous découvriions que des salariés de la Banque de France likent des posts de députés insoumis ou macronistes.

M. François Villeroy de Galhau. Monsieur le député, votre question rejoint celle qui m'a été posée sur un autre banc de votre commission, relativement lointain du vôtre. Je n'ai pas grand-chose à ajouter à ma réponse.

M. le président Éric Coquerel. Ce n'est pas tout à fait la même question.

M. François Villeroy de Galhau. Nous n'avons pas l'intention de mettre en place une surveillance généralisée. En revanche, nous rappelons les règles de déontologie. Ce qui est en cause n'est pas l'opinion, car chacun est libre d'avoir ses opinions privées.

M. Jean-Philippe Tanguy (RN). Comme par hasard !

M. François Villeroy de Galhau. Monsieur Tanguy, si d'autres opinions avaient été évoquées par un cadre, ç'aurait été exactement la même chose.

M. Jean-Philippe Tanguy (RN). La vôtre, par exemple ?

M. François Villeroy de Galhau. Je vous mets au défi de trouver le moindre like de ma part.

Je demande qu'on préserve collectivement l'indépendance de la Banque de France, qui est un trésor commun au service de tous les Français et de toutes les forces politiques.

Nous n'avons pas l'intention de mettre en place une surveillance ce type, mais une enquête justifiée a été ouverte et nous en verrons les conséquences. Ce que nous avons fait hier est un rappel des règles de déontologie. Il faut, ensuite, un minimum de confiance.

Le cas des parlementaires est très différent, car il est légitime qu'ils expriment des opinions politiques.

M. le président Éric Coquerel. Monsieur le gouverneur, je tiens à vous dire, pour conclure cette dernière audition, que j'ai apprécié nos échanges et notre collaboration. Nous n'avons pas toujours été en accord, car l'indépendance n'est pas la neutralité en matière de politiques économiques, mais ce n'est pas ce qui est exigé de vous.

Je ne juge pas iconoclaste, pour ce qui me concerne, de poser la question de l'indépendance des banques centrales par rapport au pouvoir politique, mais c'est une autre affaire et, puisque cette indépendance est consacrée par les textes, vous l'avez respectée. J'espère que la personne qui vous succédera fera de même et qu'on ne pourra pas douter de son indépendance vis-à-vis du pouvoir exécutif.

M. François Villeroy de Galhau. Je vous remercie, ainsi que nombre de vos collègues, des propos que vous avez eus. J'ajouterai deux phrases.

La première est que l'indépendance n'empêche pas de prendre des positions économiques et monétaires – ce que nous avons toujours fait, je vous le garantis, au vu de notre expertise, et non pas d'un présupposé politique.

La seconde est que, quel que soit le sens très fort que revêt pour moi la mission qui m'attend à Auteuil en matière de service public, l'une des choses qui me manqueront, ce sont ces auditions devant la commission des finances, même lorsqu'elles étaient un peu tendues – ce qui n'a pas été le cas ce matin, du moins pas trop.

*

* *

Information relative à la commission

La commission a nommé M. Jean-Paul Mattei rapporteur sur la proposition de loi visant à renforcer le contrôle, la gouvernance et la responsabilité financière des agences et opérateurs de l'État (n° 2445)

Membres présents ou excusés
Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire

Réunion du mercredi 18 février 2026 à 9 heures 30

Présents. - M. Franck Allisio, M. Laurent Baumel, M. Carlos Martens Bilongo, M. Anthony Boulogne, M. Mickaël Bouloux, M. Philippe Brun, M. Michel Castellani, M. Eddy Casterman, M. Jean-René Cazeneuve, M. Pierre Cazeneuve, M. Éric Coquerel, M. Charles de Courson, Mme Marie-Christine Dalloz, M. Jocelyn Dessigny, M. Benjamin Dirx, M. Alexandre Dufosset, Mme Mathilde Feld, Mme Stéphanie Galzy, Mme Perrine Goulet, M. David Guiraud, M. Pierre Henriët, M. François Jolivet, M. Philippe Juvin, M. Daniel Labaronne, M. Aurélien Le Coq, M. Corentin Le Fur, M. Philippe Lottiaux, Mme Véronique Louwagie, M. Emmanuel Mandon, Mme Claire Marais-Beuil, M. Jean-Paul Mattei, M. Emmanuel Maurel, M. Kévin Mauvieux, Mme Estelle Mercier, M. Paul Midy, M. Jacques Oberti, M. Didier Padey, M. Christophe Plassard, M. Nicolas Ray, M. Matthias Renault, Mme Sophie-Laurence Roy, M. Emeric Salmon, Mme Eva Sas, M. Charles Sitzenstuhl, M. Jean-Philippe Tanguy, M. Gérault Verny

Excusés. - M. Christian Baptiste, M. Karim Ben Cheikh, Mme Yaël Braun-Pivet, M. Éric Ciotti, Mme Edwige Diaz, Mme Claire Lejeune, M. Damien Maudet, Mme Marianne Maximi, M. Nicolas Metzdorf, Mme Sophie Pantel, Mme Christine Pirès Beaune, M. Nicolas Sansu, M. Emmanuel Tjibaou

Assistait également à la réunion. - M. Joël Bruneau