



Interview de Sylvie Goulard – Sous-gouverneure de la Banque de France

BFM BUSINESS – 17 décembre 2018

Hedwige Chevrillon – BFM Business : Notre invitée c'est Sylvie Goulard, sous-gouverneure de la Banque de France, merci d'être avec nous. Vous avez publié ce matin un rapport justement sur les risques financiers du système français notamment des banques avec quelques warnings comment on dit sur l'endettement privé qui vous fait peur et puis le prix des actifs. Mais d'abord la Banque de France on a vu que vous aviez révisé à la baisse vos prévisions sur le dernier trimestre, effet Gilets jaunes, est-ce que vous allez les revoir encore puisque ça a duré un peu plus longtemps que prévu ce mouvement des Gilets jaunes et l'impact que ça peut avoir sur la conjoncture française ?

Sylvie Goulard : Bonjour Hedwige. La Banque de France a publié la semaine dernière ses prévisions, c'est un exercice qui prend du temps, on verra au prochain rendez-vous ce qu'il en est. Pour ce qui est de la stabilité financière là aussi il pourra peut-être y avoir un impact de ces événements mais c'est un impact qui se verra d'ici quelque temps. Là le rapport traite du semestre qui s'est écoulé et donc c'est seulement si par exemple il y a des faillites d'entreprises ou un ralentissement de l'activité des commerçants au moment des fêtes que nous en verrons l'impact peut-être sous forme de prêts non remboursés, de faillites mais c'est trop tôt pour le dire.

D'accord, pour l'instant c'est trop tôt. Je le disais à l'instant, on en parlait dans « L'Heure H », on a bien sûr tous lu l'interview du Premier ministre qui donne des détails de ces mesures annoncées par le président Emmanuel Macron. On voit que ça a un coût forcément, 10 milliards, voire un peu plus, est-ce que vous ça vous inquiète à la Banque de France, l'impact que ça peut avoir sur les déficits ? Certains disent parce que c'est un one shot sur le basculement CICE, allègements de charges, le vrai déficit c'est 2,5 au lieu des 3, etc., etc., est-ce que vous ça vous inquiète, vous dites « attention, l'Europe n'est pas dans une bonne forme, attention ! » ?

Ce qui est important pour les auditeurs et les téléspectateurs c'est de rappeler quelques ordres de grandeur. Cette crise apparaît, le Gouvernement prend ses responsabilités, il ne m'appartient pas de commenter. Mais quel est l'état de la France du point de vue macro-économique ? On est le pays de la zone euro et même de l'OCDE qui a déjà le plus fort taux d'imposition et le plus fort taux de dépenses publiques. Ce qui évidemment place l'économie française à la fois dans une situation qui peut être plus favorable, par exemple il y a un peu moins de pauvreté en France qu'en Allemagne depuis une dizaine d'années grâce à des transferts et à de la redistribution fiscale mais ça signifie aussi qu'il y a sur nos entreprises et sur les ménages un poids fiscal qui va beaucoup plus loin que certains des pays qui sont

aussi nos concurrents dans la compétition économique, donc ce sont des ordres de grandeur qu'il ne faut pas perdre de vue, et la dette française est à 100 % du PIB à peu près. Donc au-delà de ce qui est inscrit dans les critères des traités qui est important parce que la France s'est engagée mais au-delà de ça il y a surtout une réalité qui est une réalité dont il faut tenir compte ne serait-ce que pour répondre de manière durable à ceux qui voudraient plus de pouvoir d'achat, plus de partage, il faut créer des richesses pour pouvoir les partager, donc c'est cet ensemble que le Premier ministre et le Gouvernement a en tête.

Quand on fait des réformes et qu'on cherche les moyens de les accompagner on n'est pas dans la situation d'autres pays qui peuvent être tentés par le fait de défaire des réformes, donc c'est une responsabilité qui appartient au pouvoir politique.

Et est-ce que ça tombe mal, là je parle presque à l'ancienne députée européenne, surtout Européenne convaincue, Sylvie Goulard, tout ça ça tombe un tout petit peu mal pour l'Europe qui est dans une situation extrêmement compliquée. On en parle très souvent, que ça soit le Brexit, la situation en Allemagne, les élections européennes, est-ce que ça fragilise beaucoup la France ?

Écoutez, tout ça n'est pas de nature à renforcer le pays, encore une fois on va voir quel est l'impact économique, il sera peut-être avéré, on a des images de violence, on a le sentiment d'une contestation qui est à la fois sociale et institutionnelle, mais encore une fois je crois qu'il faut mettre chaque sujet à sa place et la vie fait qu'on est peut-être confronté à des crises qui sont simultanées. Le Brexit n'est pas lié aux règles de la zone euro, d'autres pays ont des performances sociales plus...

Non mais ça crée un climat d'incertitude énorme, c'est inédit !

Bien entendu, oui, il y a un climat d'incertitude énorme qui est un climat qui quand vous regardez l'élection de Donald Trump aux États-Unis n'est pas non plus propre au continent européen. Donc effectivement, vous avez raison, nous sommes confrontés à une situation qui est une situation extrêmement délicate qui touche l'ensemble du monde occidental, qui est liée à des transformations profondes qui sont aussi de nature technologique, à des désindustrialisations, le passage avec des économies tertiaires et donc toutes ces transformations qui se ressentent d'ailleurs aussi sur le secteur financier sont ce que nous essayons d'observer de manière à guider la décision des décideurs politiques.

Est-ce que vous pensez qu'il est possible qu'il y ait un nouveau vote sur le Brexit ou pas ?

Non, non, il y a dans le rapport sur la stabilité financière un focus sur le Brexit, il est évident que la Banque de France au titre de ses fonctions de supervision du secteur financier s'y intéresse de très près, je crois qu'il faut être extrêmement prudent et modeste parce que même à Londres personne ne sait exactement ce qui va se passer. Différents scénarios sont devant nous, l'Union européenne a négocié pendant deux années avec le gouvernement britannique qui a accepté un accord qui éviterait une sorte de sortie brutale avec une transition, avec des engagements pour construire une relation future, c'est cet accord qui manifestement ne trouve pas de majorité au Parlement britannique. Si cette option était abandonnée à ce moment-là plusieurs scénarios sont possibles, la Cour de justice a jugé la semaine dernière que le gouvernement britannique pourrait unilatéralement revenir sur sa décision de révoquer l'article 50, donc on n'a pas forcément besoin d'un référendum, je décris les hypothèses, je ne prends pas position. Et puis vous avez l'hypothèse effectivement réclamée par un certain nombre de Britanniques d'un nouveau vote mais là encore quelle sera la question.

Démocratiquement ça serait possible ou ça serait vraiment un très mauvais signal envoyé à d'autres peuples qui s'interrogent justement sur l'Union européenne ?

Ce que l'on peut dire à tous ceux qui s'interrogent c'est que le référendum de 2016 qui était tout à fait possible, aucun peuple n'est obligé de rester dans l'Union européenne, a probablement été organisé dans des conditions qui n'ont pas permis aux Britanniques de saisir toute la complexité des sujets. Je pense par exemple à l'Irlande, on n'a pas dit aux Britanniques les conséquences qui se produiraient entre l'Irlande du nord et la République d'Irlande, région qui a été en guerre jusqu'à peu. On peut prendre d'autres exemples en matière de services financiers, en matière de main-d'œuvre...

On n'a rien expliqué, on était dans de la politique, on n'était pas du tout sur le fond, on était sur la forme.

Il ne m'appartient pas de dire ce que les Britanniques doivent faire, c'est à eux de déterminer si leur parlement peut trancher la question ou s'ils estiment qu'il faut retourner devant le peuple peut-être pour revenir en arrière, peut-être pour faire avaliser le fameux accord. Encore une fois la situation est très confuse et ce qu'il faut en retenir c'est que la démocratie directe quand elle n'est pas éclairée peut aboutir à des situations très dommageables pour le pays lui-même, c'est quand même là qu'est le pire risque pour les Britanniques.

La démocratie éclairée, c'est sûr qu'ils manquent un tout petit peu de repères. Justement ça fait lien bizarrement mais c'est vrai que ça le fait avec le rapport que vous publiez sur l'état du système financier français parce qu'on voit vos inquiétudes, c'est notamment sur l'endettement privé, l'endettement des entreprises, et puis aussi sur le prix des actifs. Tout ça forcément s'il y a une conjoncture, et les risques géopolitiques que vous soulignez aussi, on voit bien que ça va forcément avoir un impact sur la santé du système financier français.

Oui, l'exercice est centré sur la France, c'est un exercice qui est fait tous les semestres qui est une sorte de médecine préventive si j'ose dire, on fait un check-up, on regarde dans quel état est l'individu, c'est-à-dire le secteur financier français. Bien évidemment le secteur financier français interagit au sein de l'Union bancaire dans la zone euro et avec des compétiteurs internationaux par exemple américains et l'impact des décisions qui sont prises aux États-Unis qui en ce moment sont extrêmement favorables à l'économie avec une réduction très nette des taxes, une augmentation très forte des dépenses, une finance assez agressive a un impact sur le secteur en France de même que les évolutions à l'intérieur de la zone euro peuvent avoir un impact sur le secteur financier.

Le message principal c'est ce qu'il ne faut pas s'alarmer, il n'y a pas de risques qui soient systémiques, il n'y a pas d'événements majeurs qui nous préoccuperaient de manière primordiale, en revanche il y a des choses sur lesquelles la BANQUE DE FRANCE exerce une vigilance constante et parmi celles-ci, vous l'avez souligné, il y a l'endettement du secteur non financier qui peut en partie...

Des entreprises pour...

Oui, c'est ça, des entreprises qui ne sont pas financières, qui ont pu investir d'ailleurs parce que l'année 2017 a été une année de croissance économique assez soutenue et dont il faut voir maintenant si cet endettement reste soutenable dans un contexte où peut-être on peut assister aussi à une remontée des taux d'intérêt.

Oui parce que justement ce rapport premier semestre ne tient pas compte du ralentissement de la croissance, de l'impact que ça peut avoir ce mouvement des Gilets jaunes dont on a parlé et puis aussi du changement de politique monétaire de la Banque centrale européenne qui peut avoir un impact sur l'évolution des taux d'intérêt, non ? Donc, vous voyez, il y a trois facteurs plutôt négatifs qui vont intervenir !

Facteurs négatifs, je pense que la Banque centrale avait toujours indiqué qu'il fallait aussi sortir de ces mesures qui étaient des mesures à caractère exceptionnel et elle le fait étape après étape selon le plan qu'elle s'était fixé. Donc là la Banque centrale a décidé la semaine dernière d'arrêter d'acheter plus de titres, elle va garder le stock quelle a, elle va le réinvestir, on va réinvestir les tombées mais effectivement cette première étape a été enclenchée. La Banque centrale avait annoncé, bien entendu tout ça est lié à la conjoncture qu'il y aura dans les mois qui viennent, donc ce n'est pas à moi de dire maintenant ce qui se passera exactement mais ce qui a été annoncé c'est effectivement qu'une remontée des taux pourrait intervenir plutôt après l'été 2019.

Oui. Pour les entreprises, cet endettement, on s'en souvient, c'est Christine Lagarde je crois la première, la directrice générale du FMI bien sûr, qui a alerté sur l'endettement privé des entreprises au niveau mondial avec un focus aussi sur la France, qu'est-ce qui fait qu'il y a cet endettement privé si élevé et que ça vous alarme, vous Sylvie Goulard ?

Il y a plusieurs facteurs, d'abord un des facteurs de vigilance c'est que les entreprises contrairement aux ménages, vous et moi quand on a un emprunt immobilier on a un taux fixe, les entreprises s'endettent à taux variable, donc elles sont plus sensibles à une augmentation des taux. Il y a des différences entre les pays sur la manière dont les entreprises se financent. Par exemple aux États-Unis les entreprises ont beaucoup plus recours au marché et moins au crédit bancaire. C'est d'ailleurs une tendance, encourager à recourir au marché est une des tendances que l'Union européenne essaie d'encourager notamment pour faciliter le financement de startups innovantes ou d'autres segments. Chacun a un petit peu sa tradition, sa culture, son rapport au secteur bancaire ou au marché, il y a l'existence ou non de gros investisseurs comme les fonds de pension qui peuvent jouer un rôle dans ce paysage.

Qu'est-ce qui pourrait faire baisser justement le niveau d'endettement des entreprises ?

Elles peuvent choisir de se désendetter, de consacrer une partie de leurs marges et de leurs profits à la diminution de leurs charges financières, elles peuvent distribuer plus ou moins de dividendes, ça ce sont des décisions qui appartiennent aux entreprises.

Oui mais pour vous quels sont les facteurs, je vais poser ma question autrement, qu'est-ce qu'il faudrait pour inciter les entreprises à se désendetter ?

Il y a des décisions des entreprises, après que peuvent faire les superviseurs ? Il y a plusieurs instruments dont la loi a doté les superviseurs en France et notamment il y a une mesure qui avait été prise au mois de mai l'année dernière pour éviter que des grandes entreprises se sur-endettent, c'est ce qu'on appelle la mesure « grands risques ». En juin dernier, le Haut conseil de stabilité financière présidé par Bruno LE MAIRE qui agit sur proposition de la BANQUE DE FRANCE avait décidé la création d'un coussin contra-cyclique. Peut-être en deux mots...

Oui parce que là on est vraiment, c'est assez techno !

Oui mais c'est facile à comprendre, c'est facile à comprendre.

Oui, allez-y, parlons de coussin !

Ça veut dire on se constitue une petite réserve de capital supplémentaire et c'est contra-cyclique parce que c'est lorsqu'on est dans la phase ascendante, quand les choses vont plutôt bien on demande aux banques de mettre un peu plus de capital de côté. L'avantage étant lorsqu'il y a un ralentissement qu'on puisse relâcher ce capital et donc éviter l'assèchement du crédit dans la phase moins favorable. Donc c'est une mesure qui a vraiment pour but de lisser le cycle et d'aider les PME, les entreprises à trouver des financements. Ca n'est pas une pénalisation, c'est un petit peu le système de l'écureuil et de ses noisettes, vous mettez de côté du capital pour pouvoir l'utiliser dans des temps un peu moins fastes.

Pardon, je reviens un instant sur les Gilets jaunes, il y a eu cette grande réunion avec tous les banquiers et le gouverneur de la Banque de France, est-ce qu'ils auraient pu faire un tout petit peu plus, un effort un peu plus important pour les Français ?

Non, je crois que la BANQUE DE FRANCE avait...

Parce qu'on se rend compte que finalement c'est peanuts grosso modo les limitations des frais bancaires.

On peut toujours considérer qu'on pourrait faire plus mais peut-être un mot d'explication. Il y a des populations fragiles qui se voyaient imposer des frais bancaires extrêmement élevés. La Banque de France avait bien avant la crise des Gilets jaunes alerté sur cette tendance parce que quelques centaines d'euros pour des petits budgets ça peut être absolument énorme. Et donc il ne faut pas voir la moyenne, il faut voir ce que ça peut représenter pour les personnes les plus vulnérables, celles qui ont des découverts, celles qui ont du mal à boucler leurs fins de mois, et qu'on évite...

Oui mais on aurait pu faire un effort plus important, on est tout à fait d'accord que c'est bien de le limiter mais peut-être que les banquiers auraient pu faire un effort un peu plus important.

Je trouve que dans la situation dans laquelle on se trouve on peut essayer d'être constructif et de saluer le fait qu'une mesure qui avait été réclamée, qui est extrêmement importante quand on discute avec ATD Quart Monde, avec le Secours Catholique, avec tous ceux qui sont en contact avec les publics les plus démunis, que cette mesure voit le jour. Après, sa calibration appartient au pouvoir politique et on verra à quoi il faut arriver.

Oui, en l'occurrence c'est plutôt les banques qui vont décider. Les quatre risques on les a cités, on a pu les voir pour ceux qui nous regardent à la télévision, il y a l'endettement des marchés, le risque de marché, il y a le risque lié à la fragmentation et puis il y a le risque géopolitique. Ici il y a beaucoup d'experts qui défilent à ce même micro, Sylvie Goulard le risque géopolitique ils sont tous en train de dire que c'est vraiment le risque principal, est-ce que c'est le cas aussi pour vous à vos yeux à la Banque de France ?

Il est certain si j'ose dire que nous vivons dans un monde d'incertitudes accrues, si vous regardez, on n'a pas besoin d'être un grand expert de géopolitique pour se rendre compte que les États-Unis qui depuis la Seconde Guerre mondiale avait porté l'idée d'un ordre international qui était bien sûr imparfait mais dans lequel on essayait d'avoir des règles, on

essayait de négocier, sont en train d'aller sur une voie où comme le dirait Donald Trump « c'est l'Amérique d'abord », où certains instruments unilatéraux sont utilisés avec beaucoup d'agressivité, donc ces changements-là sont des changements fondamentaux. Vous avez en plus l'émergence de nouvelles puissances qui ne sont pas mineures, par exemple la montée de la finance en Asie notamment avec l'évolution de la Chine est un phénomène lui aussi tout à fait nouveau et à l'intérieur de la zone euro et de l'Union européenne nous avons aussi des facteurs d'instabilité. Tout ceci évidemment peut avoir un impact sur l'économie, pourquoi ? Parce qu'un investisseur va hésiter à mettre de l'argent dans un projet s'il a le sentiment que les conditions sont trop incertaines.

Est-ce que les tensions commerciales, l'impact des tensions commerciales entre les États-Unis et l'Europe et spécifiquement la France est-ce que vous avez pu les mesurer ou pas ?

Oui, il y a des mesures, il y en a qui sont faites par le FMI, il y en a qui sont faites par la Banque centrale européenne, il y a des travaux à la Banque de France, je ne voudrais pas rentrer dans des considérations trop techniques, ce qui est certain c'est qu'on est obligé de travailler sur des scénarios parce que par définition on ne sait pas jusqu'où va aller la rétorsion d'une mesure. Admettons que les Américains disent qu'ils imposent des droits de douane sur les importations chinoises, jusqu'où les Chinois vont-ils aller ? Est-ce qu'ils vont... ?

Oui mais par exemple Angel Gurría, secrétaire général de l'OCDE, que je recevais, c'était au mois de septembre, me disait que ça avait un impact majeur sur le commerce mondial, déjà on voyait un infléchissement alors que d'habitude on voyait depuis des années une croissance du commerce mondial, là on voyait un infléchissement du commerce mondial, chose qu'il n'avait jamais vu.

Tout à fait, il y a un infléchissement du commerce mondial, on a vu que les tensions sont réelles, elles sont à la fois avec la Chine et les États-Unis, mais je crois que nous devons aussi garder notre sang-froid car le président américain est amateur de tweets féroces et de politique de bluff, c'est-à-dire qu'il veut amener les autres à venir à la table des discussions par des menaces. Donc à ce stade il y a un processus de négociations entre l'Union européenne et les États-Unis, il y a un processus de négociations entre la Chine et les États-Unis, l'accord USA-Canada-Mexique a été finalement signé. Il y a des tensions, loin de moi l'idée que ces tensions n'existent pas, mais je crois qu'il faut peut-être éviter de jeter de l'huile sur le feu, regarder les risques. Ce qui est certain encore une fois c'est que cela aura un impact à moyen terme parce que l'incertitude n'est pas bonne pour l'économie, parce que la productivité peut être affectée par un ralentissement des échanges et parce qu'on a toute une circulation de personnes, de chercheurs, d'idées qui peut se retrouver entravée et ça c'est un effet qu'on appelle de deuxième tour, ce n'est pas ce qu'on va voir tout de suite, c'est ce qu'on verra à moyen terme.

Oui, à mon avis dans six mois le discours, vous reviendrez nous voir j'espère, sera un peu différent de celui que vous tenez aujourd'hui, on voit bien qu'il y a des facteurs quand même qui sont en train de bouger d'une manière importante.

Je suis d'accord avec vous là-dessus.

Justement le changement de politique monétaire ça a un impact sur les risques de marché ou pas ?

Vous avez plusieurs mesures sous le chapeau quantitative easing, le QE, là ce qu'on va observer c'est que la Banque centrale européenne ne va plus acheter, elle va se retirer...

Elle reste avec un stock très important.

...elle était encore à 15 milliards d'achats nets par mois depuis l'été, ça va être un des acteurs qui achète qui va se retirer, mais l'idée était de le décroître petit à petit.

Mais est-ce que ça aura un impact ensuite sur les risques de marché ?

Sur les risques on va voir quelle est la conséquence, ce que nous avons souligné dans le rapport c'est qu'une évolution des taux peut avoir un impact sur le marché. Après, tout dépend du rythme et du caractère graduel ou non de la montée des taux d'intérêt, de la manière dont les marchés le perçoivent, de ce qu'on appelle la forward guidance, c'est-à-dire la manière dont la BCE ou d'autres banques centrales s'adressent aux marchés pour les préparer de manière à aplanir les conséquences d'une décision.

Est-ce que vous pensez qu'on va en Europe vers une, j'emploie un mot, j'hésite mais je vais le dire quand même, une récession ou pas ?

Écoutez, pour l'instant ce n'est pas ce qui apparaît dans les notes de conjoncture, la Banque centrale européenne a justifié la semaine dernière sa position en disant que la balance restait relativement équilibrée même s'il y avait des tendances à la baisse. Je crois que nous devons regarder la totalité de la zone euro par exemple, en ce moment vous avez des pays comme l'Allemagne et les Pays-Bas dans lesquels il y a un chômage extrêmement bas et des tensions à la hausse sur les salaires parce que le marché du travail est trop tendu, donc il y a des gens qui vont bénéficier d'augmentations de salaires parce que l'économie va très bien. La zone euro est très contrastée, il faut veiller à toujours avoir la vue d'ensemble.

Un petit mot très rapide sur l'Italie que vous connaissez bien, Sylvie Goulard, est-ce que la situation quand même est très tendue vis-à-vis de la Commission européenne, de l'Union européenne ou pas ou est-ce que vous vous pensez que tout ça on est un peu une espèce de théâtre politique ?

Moi je regarde les chiffres, la coalition italienne a été composée par deux partis qui au départ ne devaient pas gouverner ensemble et qui proposaient pour la Lega une baisse des impôts, pour les Cinque Stelle une augmentation des dépenses. Mis bout-à-bout ce programme heurterait de plein fouet non seulement les engagements de l'Italie en Europe mais surtout risquait, c'est la Banque d'Italie qui le dit, nous le citons dans le rapport, risquait de faire augmenter les taux d'intérêt et donc alors même que la démarche avait pour but d'accroître la croissance dans un pays où elle est trop faible on se retrouve avec des entreprises qui sont pénalisées par la hausse des taux. Je crois que le gouvernement italien l'a compris, il y a une négociation qui est en cours avec Bruxelles et le déficit est en voie de réduction. Parce que ce qui est important pour l'Italie avec 132 % de dette par rapport au PIL c'est que la dette reste soutenable, ce n'est pas pour faire plaisir à Bruxelles, c'est dans l'intérêt des jeunes Italiens.

Sylvie Goulard très, très rapidement mais on aura certainement l'occasion d'en reparler, qu'est-ce que la Banque de France peut faire pour avoir plus d'autorité sur la lutte contre le blanchiment et la fraude fiscale ?

C'est un sujet extrêmement important...

Parce que ça passe beaucoup par les banques.

C'est un sujet extrêmement important, la législation qui a accru les pouvoirs des superviseurs pendant la crise n'a pas donné par exemple à l'Autorité bancaire européenne des pouvoirs spécifiques en matière de lutte contre le blanchiment. Il y a des discussions en cours à Bruxelles entre le Parlement européen et les ministres, le superviseur français joue son rôle pour ce qui concerne sa partie, ce qui est important c'est qu'il n'y ait aucun maillon faible dans l'Union bancaire européenne.

Voilà et la question c'est qu'il y en a quelques-uns, il faudrait que ça soit réglé au niveau européen. Merci beaucoup Sylvie Goulard d'avoir été avec nous, sous-gouverneur de la Banque de France. On est très en retard, c'est la fin de « L'Heure H », bonne journée, on se retrouve demain bien sûr.