

22 TRIBUNES

WWW.LATRIBUNE.FR

@

« Comment la crise financière de 2008 a-t-elle changé notre monde ? »

« Sommes-nous prêts pour la récession qui vient ? »

« Faut-il craindre une prochaine crise financière ? »



Georges Ugeux
La Descente
aux enfers
de la finance,
préface de
Jean-Claude
Trichet, éditions
Odile Jacob,
326 pages,
23,90 euros.

GEORGES UGEUX

« Si nous faisons rien, nous aurons un tsunami financier avant 2020 »

ENTRETIEN Spécialiste de la finance internationale, Georges Ugeux publie *La Descente aux enfers de la finance* (éd. Odile Jacob). Cet ancien banquier, qui fut durant sept ans le vice-président du New York Stock Exchange, se montre sévère avec la façon dont les gouvernements, les banques centrales et les banques ont évité soigneusement de tirer tous les enseignements de la crise financière de 2008. Si de sérieuses mesures, qu'il détaille, ne sont pas prises rapidement, il prévoit une nouvelle crise qu'il situe au plus tard en 2020, et qu'il qualifie de « tsunami » car elle sera bien plus sévère que celle de 2008.

PROPOS RECUEILLIS PAR ROBERT JULES

Dans votre livre, vous prévoyez une nouvelle crise financière au plus tard en 2020, plus sévère encore que celle de 2008. Sur quoi repose votre diagnostic ?

En 2008, les banques centrales et les gouvernements avaient été en mesure d'intervenir pour empêcher une crise bancaire qui aurait déstabilisé le système, parce que le problème était circonscrit aux banques et à une compagnie d'assurances américaine AIG. Aujourd'hui, le phénomène est différent, c'est pour cela que je parle d'un « tsunami ». En effet, durant les dix dernières années, les gouvernements occidentaux ont augmenté leur endettement jusqu'à pratiquement le doubler. Ils ont pu le faire, parce que les banques centrales, qui étaient venues au secours des banques, ont adopté une politique monétaire de taux bas et de rachat d'actifs qui a fait quintupler leurs bilans. Concrètement, l'endettement cumulé de l'Europe, du Japon et des États-Unis, s'élève à 40 000 milliards de dollars, et le montant du bilan des banques centrales atteint 15 000 milliards de dollars. Or, avec le début de la normalisation de la politique monétaire, le risque d'une crise systémique d'une ampleur colossale devient de plus en plus élevé, car elle ne touchera pas seulement le secteur bancaire comme en 2008 mais l'ensemble du secteur public, des entreprises et des banques centrales.

Pourtant, le président de la BCE, Mario Draghi, n'a cessé de marteler que sa politique monétaire n'avait de sens que si les gouvernements menaient des réformes structurelles pour sortir de la spirale de l'endettement... C'est exact, mais le problème est que l'effet positif de cette politique monétaire accommodante sur l'économie, la croissance et l'investissement s'est éteint depuis plusieurs années. Si Mario Draghi a raison de dire que les réformes que doivent mener les gouvernements sont vitales, il n'en reste pas moins qu'il a été leur allié objectif en rendant attractifs leurs emprunts grâce à la baisse des taux d'intérêt. Or cela ne peut pas durer éternellement. Les derniers chiffres du déficit budgétaire américain portant sur le dernier trimestre *(aux États-Unis, le trimestre couvre la période du 1^{er} novembre au 31 janvier, ndr)* font apparaître une hausse de 77 % sur un an ! Une telle ampleur nécessite de parler sans compromis car il y a



Georges Ugeux enjoint les gouvernements à vendre des actifs, à générer des recettes et, surtout, à avoir le courage politique de dire la vérité au public. (JONAS CLEMENT)

urgence. Depuis 2017, je répète que nous subirons ce tsunami au plus tard en 2020. À l'époque, il était encore possible d'éviter le pire. Aujourd'hui, je constate que non seulement rien n'a été fait, mais qu'au contraire le phénomène s'accélère au regard des chiffres américains.

Comment voyez-vous cette future crise ?

Elle sera violente si un certain nombre de mesures ne sont pas prises. Mais auparavant il faut avoir le courage d'établir un diagnostic. Je peux témoigner qu'il est déjà fait au sein de nombreux gouvernements qui savent à quoi sans tenir sur les dégâts que causera la crise. Le problème est qu'il n'y a pas de consensus sur les thérapies à adopter. En attendant, je serais partisan de forcer les gouvernements à dire la vérité au public en reconnaissant leur responsabilité. Cette démarche permettrait d'annoncer, même dans un contexte difficile, une série de mesures structurelles qui puissent éviter que l'anticipation des marchés se transforme en explosion. Mais, pour le moment, je ne vois personne ayant le courage politique de tenir un tel discours.

Quelles mesures préconisez-vous pour éviter le pire ?

La première, c'est de vendre des actifs. La France peut le faire mais pas tous les pays. La deuxième, c'est de générer des recettes. Là, mon discours est très clair : les entreprises doivent davantage contribuer au budget de l'État. Aujourd'hui, elles ne le font qu'à moins de 10 %, d'autant qu'elles reçoivent sous une forme ou une autre des subsides. Selon moi, leur contribution est nulle, voire négative. Sur le plan de l'équité, c'est inacceptable. Cette situation est liée à la concurrence fiscale extrêmement dommageable qui a cours en Europe. Il est donc temps que les responsables européens se mettent autour d'une table pour réaliser une harmonisation de la fiscalité qui soit tenable à long terme.

Quelques efforts ont déjà été faits...

Oui, les déficits budgétaires ont été réduits de manière substantielle mais pour que cela dure, il faut que chacun contribue. C'est une question d'éthique, la taxation doit être perçue comme équitable par l'ensemble de la population. L'ISF était un mauvais impôt car il taxait le stock. Il faut donc trouver un autre dispositif qui cible les revenus supérieurs à 1 million d'euros par an. On pourrait aussi diminuer les charges sociales, ce qui permettrait d'augmenter l'emploi. Voilà pour les recettes.

Quand aux dépenses publiques, qui représentent 56 % du PIB, un record en Europe, ce n'est pas soutenable. Aujourd'hui, pour des raisons historiques, l'État français détient une centaine de milliards d'euros d'actifs sous forme de participations, qui sont financés par la dette. Or l'État n'a pas besoin d'être actionnaire pour contrôler l'économie et conduire sa politique économique. En France, il y a cette idée qu'un État actionnaire est une protection. Or la plupart des autres États contrôlent leur économie sans être actionnaires. Donc on peut procéder rapidement à une cession d'actifs combinée à une diminution des dépenses. Cela ne peut pas se faire en un jour mais si la tendance est donnée, il sera possible d'éviter une réaction de panique face à une dette dont les montants sont 100 fois ceux de 2008.

Comment jugez-vous l'action d'Emmanuel Macron ? Il a été plutôt timide en matière de réduction des dépenses publiques ?

Une partie de sa timidité repose sur l'assurance que les taux ne vont pas remonter et qu'on peut donc continuer à dépenser 50 milliards d'euros en taux d'intérêt. C'est un mauvais jugement, car les dettes doivent être remboursées et les taux d'intérêt ne resteront pas éternellement négatifs. Lorsqu'ils remonteront, cela fera très mal puisque le stock sera plus élevé. Cela va mettre un ou deux ans, mais n'oubliez pas que les marchés anticipent.

Par ailleurs, cette politique décourage l'épargne et booste les valorisations des marchés actions. Or, contrairement à une idée reçue, l'économie financière et l'économie réelle sont étroitement liées...

Évidemment. Je constate qu'il y a une dichotomie entre les économistes qui parlent de l'économie réelle et les financiers qui parlent de la finance. Or, même si nous avons une croissance soutenue, elle peut entrer en dépression du jour au lendemain en cas de bourrasque financière. On l'a bien vu en 2008, alors que le risque était plus faible contrairement au cocktail potentiellement explosif que nous avons devant nous. Les foyers sont nombreux : l'Italie, les États-Unis, le Japon, la Chine. Mais cela peut aussi venir d'un grain de sable extérieur. Dans la crise de 2008, c'était le crédit hypothécaire dont on avait sous-estimé le risque qu'avait représenté sa titrisation. Un grain de sable qui, en temps normal, serait contrôlable peut donc par contagion déstabiliser la planète financière.

Quel pourrait être ce grain de sable ?

La dette des étudiants aux États-Unis, celle des entreprises d'État en Chine, la stagnation économique au Japon, la récession en Italie. Une Europe déstabilisée par l'Italie se transformera en crise mondiale, parce que l'Asie elle-même sera fragilisée. Il ne faut pas oublier que la crise de 2008 a été une crise transatlantique.

Vous évoquez les États, mais il y a aussi les entreprises...

Elles ont aussi emprunté à bon marché, mais elles ne l'ont pas fait de manière constructive. Si elles ont procédé à la consolidation, en réduisant le coût de leur dette, en revanche, elles n'ont pas investi

et n'ont pas créé d'emplois. Dès lors, à quoi a servi cet endettement? La majeure partie est due aux rachats d'actions et aux méga-acquisitions. Par exemple, AB InBev a dû emprunter 50 milliards de dollars pour l'acquisition de SABMiller qui lui a coûté 107 milliards de dollars. Or maintenant, les entreprises doivent diminuer leurs actifs pour honorer leur dette, à l'exemple de General Electric qui a racheté ses actions mais n'a pratiquement plus de fonds propres et supporte une dette de 100 milliards de dollars. Quant aux pays émergents, si les gouvernements sont restés modérés avec une dette représentant 40 % de leur PIB, en revanche, leurs entreprises internationales – qui ont emprunté en devises – courent un risque de change important en cas de dépréciation de leur devise nationale, avec à la clé un risque de faillite et de contagion à l'ensemble de l'économie.

Et le risque du côté des États-Unis?

Donald Trump a mené une politique de relance sur une économie qui était en plein emploi, provoquant une surchauffe. La baisse des impôts n'a eu aucun effet sur la croissance, mais a propulsé les marchés actions au plus haut. Cette politique a finalement eu pour résultat une augmentation de l'endettement, un accroissement du déficit budgétaire et une balance commerciale déficitaire. En outre, les États-Unis ayant des taux supérieurs à ceux de l'Europe, avec un taux à 10 ans à 3 %, contre 0,5 % pour le dix allemand, c'est une distorsion considérable qui pose un problème.

Pourquoi?

Le taux à 10 ans vous indique le coût d'un investissement, d'une acquisition. C'est aussi l'horizon de référence pour les compagnies d'assurances, les fonds de pension, etc.

Il y a aussi une différence majeure entre le dollar et l'euro, le billet vert reste la monnaie de référence dans le monde ce qui lui donne un avantage comparatif...

Absolument. Sans cela, les États-Unis seraient dans une situation difficile. Et ils continuent d'en profiter. Néanmoins, avec leurs mesures restrictives, leur indiscipline économique, leur protectionnisme, ils sont en train de créer une forte incitation à emprunter en euros plutôt qu'en dollars. En ce moment, le dollar voit son statut de monnaie de référence s'effriter.

D'ailleurs votre livre est un plaidoyer en faveur de l'euro...

Tout à fait, l'euro permet à un marché de 500 millions de personnes et une part de 80 % de PNB européen de travailler avec une monnaie commune. Cela diminue les frais de change, crée une dynamique de croissance à l'intérieur d'une vaste économie. Imaginez la crise, si chaque pays avait gardé sa devise. La Grèce serait tombée en faillite, l'Italie le

serait, l'Espagne aurait trébuché sur sa peseta. Bref, nous serions dans une instabilité financière considérable. L'euro est donc un facteur de croissance et de stabilité. Et c'est une réussite, puisqu'il représente aujourd'hui 30 % des réserves mondiales. Les banques centrales doivent détenir des euros pour faciliter leurs financements. Et ce qui se passe aux États-Unis est une opportunité pour l'Europe qui a fait preuve de courage et d'unité dans le dossier du Brexit, ou dans l'affaire des sanctions à l'égard de l'Iran. Malgré les difficultés, une nouvelle dynamique européenne se développe, même si l'Europe est une symphonie inachevée. Il est nécessaire d'adopter une politique budgétaire commune et une harmonisation fiscale. C'est un chantier compliqué mais l'UE restera inachevée tant que chaque pays choisira sa fiscalité et son taux d'intérêt.

« C'est un chantier compliqué, mais l'UE restera inachevée tant que chaque pays choisira sa fiscalité et son taux d'intérêt »

Emmanuel Macron et ses prédécesseurs l'ont proposé, mais ils ont essuyé le refus de l'Allemagne. Comment faire accepter de telles mesures?

Prenons l'image d'un train. Malgré tous les reproches qu'on lui adresse, l'Allemagne est la locomotive qui nous a permis de tenir le cap dans les difficultés et d'éviter le pire en dépit de taux de croissance faibles. Quant à la France, son rôle est essentiel pour indiquer la direction vers laquelle doit aller le train. Et il est important qu'Emmanuel Macron ait fourni une feuille de route pour l'Europe sur laquelle les pays membres peuvent s'accorder. Pour autant, on ne peut pas demander à l'Allemagne de faire des compromis qui remettent en cause sa croissance et sa force économique. Aucun pays n'accepterait cela. Et puis, on omet souvent de dire que les autres membres de l'UE profitent la locomotive allemande.

En quoi, par exemple?

En matière de stabilité. Grâce à l'Allemagne, notamment ses entreprises, l'Europe s'est considérablement développée en Asie, alors que la France accuse un retard considérable. Aujourd'hui, si j'étais chef d'entreprise, je ne chercherais pas à augmenter mon poids aux États-Unis, voire je le diminuerais, mais j'irais tous azimuts en Asie où vit plus de la moitié de la population mondiale et se réalise la croissance économique mondiale. Ainsi, l'Inde, pays sur lequel je travaille, connaît la plus forte croissance du continent, et je peux témoigner que l'Europe y est mieux reçue que les États-Unis, car elle est considérée comme moins impérialiste. C'est un avantage considérable car tous ces pays asiatiques sont, à différents degrés, nationalistes. ■

Retrouvez l'intégralité de l'entretien avec Georges Ugeux sur : www.la Tribune.fr



ROBERT JULES
DIRECTEUR ADJOINT DE LA RÉDACTION

Le « contrarian » optimiste

Éloges en séries

Le 14 avril débute la saison 8 – la dernière – de la série *Game of Thrones* (GoT), qui rencontre un succès planétaire depuis ses débuts. Elle n'est pas la seule. C'est attrait pour les séries a été favorisé par l'avènement de nouvelles chaînes sur internet qui ont « disrupté » cette industrie du rêve qu'est le cinéma. Netflix inquiète Hollywood. Cette chaîne, qui compte plus de 137 millions d'abonnés dans plus de 190 pays, détient 75 % du marché américain. En 2018, elle a dépensé quelque 13 milliards de dollars pour produire 700 séries et 80 films qui, loin d'imposer la domination de l'anglais, multiplient les séries locales originales (thaïlandaises, arabes, suédoises, espagnoles, allemandes, russes...). Mondialisation peut ainsi rimer avec diversité. Le succès repose aussi sur la qualité de l'écriture de scénarios, en recrutant les meilleurs talents. Il n'est donc pas surprenant que HBO, qui produit GoT, ait investi dans la série. Si le coût moyen de l'épisode dans les premières saisons tournait entre 6 à 8 millions de dollars, il s'est élevé à 14 millions de dollars lors de la saison 7. Ces purs produits de masse sont devenus des produits de qualité. De fait, on en apprend davantage sur le renseignement et le monde de l'espionnage en regardant *Le Bureau des légendes* qu'en lisant de longs rapports sur le sujet. Et on comprend mieux des pans de l'histoire en visionnant le réalisme du monde cru et violent de *Vikings* ou encore de *Spartacus*.

Il n'est donc pas surprenant que GoT soit devenu une série de référence pour le monde universitaire qui s'intéresse de plus en plus à la « pop culture ». Que ce soit en science politique ou en économie, le Royaume des Sept Couronnes (Westeros) montre combien la maîtrise du pouvoir repose sur l'organisation économique. Qui contrôle le trésor du royaume et la capacité à lever l'impôt détient le pouvoir, qui résulte d'un réseau complexe d'influences. Et le « secrétaire au Trésor » du royaume, Littlefinger, pour conforter sa place, a développé une activité de maisons closes qui non seulement accroît sa richesse mais lui offre aussi une source de renseignements qui lui permet de tout savoir sur tous.

Cette économie du royaume dépend aussi de cités libres. Celle de Braavos, qui abrite une riche institution, la Banque de fer, détenue par des familles associées, est d'inspiration libertarienne. L'État y est réduit à sa plus simple expression, les règles qui la régissent reposent essentiellement sur le commerce, chacun y vivant selon ses valeurs propres. Mais GoT est surtout riche de dilemmes moraux. Elle explique qu'en matière d'éthique pratique Jaime Lannister suit une morale conséquentialiste à la Jeremy Bentham, où une action s'évalue en fonction des conséquences positives, tandis que Ned Stark adopte la morale déontologique d'Emmanuel Kant, où l'action est évaluée selon l'intention, sans se soucier de conséquences toujours difficiles à anticiper. À la lumière de nombreux passages de la série, Marianne Chaillan revisite plusieurs problèmes classiques de la philosophie : corps/âme, dualisme/matérialisme, valeur/fait, liberté/détermination, raison/passion... permettant en retour de comprendre des auteurs comme Platon, Lucrèce, Machiavel, Hobbes, Pascal ou encore Freud. Finalement, loin de tuer l'imaginaire, le rêve et la réflexion, les séries ouvrent à une meilleure compréhension du monde. Comme le souligne le juriste et philosophe Jean-Baptiste Jeangène Vilmer, qui dirigea une remarquable collection sur les séries aux PUF, « les bonnes séries ne sont pas seulement des révélateurs, elles sont aussi subversives et, en suscitant des débats, participent à l'éducation des citoyens ». ■

WWW.LATRIBUNE.FR

Streaming vidéo : pourquoi Apple TV+ ne va pas tuer Netflix »

À l'heure de Netflix, les jeunes adultes complotent mais frustrés »

Séries françaises et européennes : Netflix passe vraiment la vitesse supérieure »

Abonnement

LA TRIBUNE
PARLONS ÉCONOMIE

Formule INTÉGRALE

PAPIER + NUMÉRIQUE
L'Hebdo et ses suppléments
+ le Quotidien numérique
+ Sites + Accès abonnés
+ Invitations aux événements



299€ TTC
au lieu de 440€ TTC

Offre de LANCEMENT

J'en profite sur abonnement.la Tribune.fr