

ASSET MANAGEMENT

L'analyse - Quel nouveau modèle de croissance économique après la crise ?

Par **Hubert de La Bruslerie**, professeur, Université Paris-Dauphine, DRM Finance et **Isabelle Delattre**, directeur général délégué, Raymond James Asset Management

On ne peut plus parler de valeur refuge absolue, par exemple en cas de risque financier systémique global. La comparaison interzone conduit à introduire la notion de valeur de repli temporaire.

Quels ressorts économiques pour la croissance recouvrée qui est en train péniblement de retrouver ses marques ? Essayons de faire un peu de prospective pour analyser le «business model» de la croissance économique post-crise. Celle-ci pourrait avoir les caractéristiques suivantes :

- une re-régionalisation de l'économie mondiale qui tourne le dos à la mondialisation ;
- la fin du recours à l'effet de levier d'endettement ;
- une absence d'inflation ;
- une allocation d'épargne déséquilibrée et dangereuse ;
- l'affichage frénétique de plans de rigueur ;
- l'absence d'actifs sans risque ;
- un dollar valeur-repli et non valeur-refuge.

Reprenons ces aspects :

- La régionalisation se vérifie avec un commerce international qui ne retrouve pas le rythme de croissance de l'économie globale. Les échanges internationaux sont un moindre moteur de croissance globale. Des difficultés multiples sont apportées aux exportations ou aux implantations d'activités notamment en Chine. On reparle de barrières non tarifaires. Les dynamiques de croissance sont autocentrées et régionales. Le Japon est une économie dont la structure d'exportations est devenue directement dépendante de la Chine. Les mécanismes d'«outsourcing» expliqués par la recherche du coût le plus bas sont contrebattus. On assiste à des rapatriements d'activités.

- L'endettement des ménages diminue globalement. Aux Etats-Unis, les dettes représentent 125 % du revenu disponible au lieu de 135 %. Les entreprises ont une demande de crédit quasi nulle. Fait nouveau, la croissance de la masse monétaire M3 dans la zone euro est depuis plusieurs mois de 0 %. Les investissements productifs des entreprises sont en moyenne autofinancés à plus de 100 %. C'est la fin d'une économie de dettes systématiques. La conséquence paradoxale en est un «gâchis» d'épargne qui dans les pays d'Europe et aux Etats-Unis ne correspond plus à un financement des investissements productifs et donc trouve à s'employer en finançant directement ou indirectement les déficits publics.

- L'absence d'inflation vient du fait que les hausses salariales (en Asie) et les hausses des cours des matières premières ne dégénèrent pas en cycle vicieux de hausse générale de prix.

- L'allocation de l'épargne mondiale reste dangereuse, elle traduit l'irruption en temps réel des tensions géopo-

litiques dans la vie économique.

- En Europe et en Grande-Bretagne, l'affichage de plans de rigueur relève d'une logique médiatique d'annonce qui n'est pas en phase avec un besoin de croissance forte recherché en Asie et aux Etats-Unis. Ces différences alimentent les divergences des sommets du type G8 ou G20. Au-delà, il n'est pas question de croire à leur succès à 100 %. L'intérêt des plans de rigueur est de donner aux marchés et aux intervenants une visibilité budgétaire sur les finances publiques.

- En ces temps d'instabilité financière et de doutes sur les créances, quels sont les actifs sans risque ? A part les obligations d'Etat américaines, allemandes et japonaises, il y a peu d'autres candidats. Les doutes sur les banques font que les placements bancaires à court terme ne peuvent prétendre jouer ce rôle.

- La récente hausse du dollar a montré un attrait pour cette monnaie. Il faut cependant introduire une distinction entre les notions de valeur-repli et de valeur refuge. On ne peut plus parler de valeur refuge absolue, par exemple en cas de risque financier systémique global. La comparaison interzone conduit à introduire la notion de valeur de repli temporaire. C'est ce qui s'est passé sur le taux de change entre le dollar et l'euro. Une logique

Il faut envisager le cas paradoxal où les actifs obligataires dans leur globalité deviennent des actifs risqués en termes de crédit.

inverse se met maintenant en place avec, après un repli, un retour relatif de l'euro. De même, les obligations sont traditionnellement vues, par une sorte de réflexe conditionné, comme des valeurs-refuges alors que ce ne sont que des valeurs de repli dans un contexte où le risque de crédit est supposé faible ou inexistant. Ce n'est plus le cas aujourd'hui.

Les marchés financiers et notamment les marchés d'actions semblent déboussolés car ils cherchent à

identifier le nouveau «business model» de la croissance aux Etats-Unis et en Europe. Face aux incertitudes, ils raisonnent (encore) en termes d'actifs sans risque traditionnels (les obligations) et pénalisent les actifs dits risqués, les actions. Il faut envisager le cas inverse et paradoxal où les actifs obligataires dans leur globalité deviennent des actifs risqués en termes de crédit.

Cette analyse relève du moyen terme. C'est une tendance de fond qui peut se traduire à plus court terme par une possibilité d'arbitrage entre actions et obligations. La possibilité d'une re-hiérarchisation des actions versus obligations est actuellement minorée par les marchés financiers de même que l'éventualité d'une restructuration «ordonnée» des dettes souveraines européennes. ■