

L'Allemagne va mieux

Après deux trimestres très faibles, le PIB allemand a rebondi au T1 de cette année. La question porte maintenant sur la pérennité de cette trajectoire. Un taux d'intérêt sur la dette publique inférieur à la croissance économique (le fameux « r

Point de marché : le coût de la guerre commerciale

Si les estimations sur le coût économique d'une guerre commerciale sont sujettes à controverse, l'impact sur la bourse de l'escalade récente peut être mesuré précisément. Il est colossal. Le SP 500, entre son plus haut du mois le vendredi 3 mai et le plus bas lundi 13, a perdu 4,5%, ou 1 160 milliards de dollars de capitalisation. Une paille. Pour mettre ce chiffre en perspective, la capitalisation du CAC 40 hier soir à la clôture était de 1 695 milliards d'euros ou 1 831 milliards de dollars. La correction que nous avons vécue a détruit une capitalisation boursière équivalente aux deux tiers de la valeur totale du CAC 40.

La perte principale en termes de capitalisation boursière, s'élève à plus de 100 milliards pour Apple. Ce chiffre est supérieur à la capitalisation totale d'Airbus ou de Sanofi, respectivement quatrième et cinquième valeurs du CAC 40 ! Il est aussi équivalent à la capitalisation des 10 plus petites valeurs du CAC ; la perte d'Apple représente donc le quart de la cote.

Première leçon à retenir, nous avons montré le poids des plus grosses entreprises dans la progression récente du SP et dans la part des profits de l'indice. La logique vaut aussi en sens inverse : lors de corrections de marché ces « méga-caps » perdent une valeur démesurée et contribuent largement à la performance négative.

Deuxième leçon à retenir, le marché n'aime pas la guerre commerciale (surprise !!!). On comprend alors que Donald Trump ne veuille pas trop tirer sur la corde.

A ce titre les dernières nouvelles du front sont rassurantes et ont été saluées comme telles par le marché :

Confirmation d'une rencontre Trump/Xi les 28 et 29 juin lors du G20.

Des tweets plus constructifs de Trump « il [l'accord] va arriver et bien plus vite qu'on ne le pense »

Bref du trumpisme comme on l'aime. En attendant le prochain revirement.

L'Allemagne, confirmation du rebond

Nous avons souligné que les chiffres de production industrielle allemands publiés la semaine dernière suggéraient une hausse du PIB allemand de l'ordre de 0,5% sur le T1. Le chiffre vient d'être publié : une hausse de 0,4%, bien meilleure donc que les deux derniers trimestres (-0,2% au T3 de

l'année dernière et 0,0 au T4). Le rebond est bien là.

Le pessimisme de certains prévisionnistes semble surfait, il suffirait par exemple d'un minuscule +0,04% au T2 pour atteindre la prévision de croissance de la Commission Européenne à 0,5% sur l'année. La croissance cette année devrait être plus proche de 1% ce qui reste néanmoins un ralentissement significatif après 1,4% en 2018 et 2,2% en 2017.

La question principale est donc maintenant la capacité de l'Allemagne à maintenir ce rythme de croissance sur le reste de l'année, l'exposition au commerce international pourrait peser sur la conjoncture.

Pourquoi « r

A lire : le court article d'Olivier Blanchard et Larry Summers sur les conséquences de la crise en matière de politique économique. Disponible sur <https://voxeu.org/article/evolution-or-revolution-afterword>

L'idée centrale de l'article est que la politique très laxiste des banques centrales a poussé les taux d'intérêt à des niveaux très bas. Cela a deux implications.

D'une part la politique monétaire dispose de beaucoup moins de marges de manoeuvre. Si les auteurs ne la mentionnent pas explicitement on pense bien sûr à la BCE dont la capacité à baisser les taux est réduite comme Peau de chagrin.

En revanche, deuxième conséquence, avec un coût de financement très faible, les états peuvent s'endetter et supporter l'activité économique. D'où l'idée que la prochaine crise sera gérée essentiellement par des politiques fiscales plutôt que par des politiques monétaires.

C'est là que « r

Petite explication : dans les modèles théoriques, il est de convention de noter « r » le taux d'intérêt payé par les Etats sur leur dette et « g » le taux de croissance économique. Avoir un taux d'intérêt au-dessous de la croissance économique change complètement la logique d'un déficit public car son « coût fiscal » devient nul. Dit autrement on n'a jamais besoin de lever d'impôts pour rembourser sa dette. La mécanique est simple. Imaginez un Etat qui emprunte 100 euros, l'année d'après il fait de la cavalerie pure et emprunte encore pour payer ses intérêts, sa dette devient alors $100 \cdot (1+r)$, puis l'année suivante $100 \cdot (1+r)^2$, etc Bref, le volume de dette augmente à un rythme de r% par an. Mais si le PIB croît plus vite (le fameux r) on n'a jamais à la rembourser. Le « coût fiscal » est nul puisqu'à aucun moment il ne faut lever d'impôt pour rembourser la dette. Magique !

Cas pratique avec l'Allemagne qui en plus d'avoir une différence entre r et g importante a un surplus budgétaire et donc réduit le niveau absolu de sa dette. La simulation ci-dessous montre la trajectoire de la dette sur PIB à politique budgétaire inchangée. D'ici la fin de la prochaine décennie la dette sera à seulement 22% du PIB d'après nos calculs.

Chine : la production industrielle déçoit, mais

La production industrielle chinoise est en hausse de 5,4% en avril après 8,5% en mars, sous les attentes. Il est important de ne pas trop prêter attention à ce chiffre :

Comme le montre le graphique ci-dessous, la croissance, en prenant une moyenne sur trois mois, est restée redoutablement stable à 6,2% (coïncidence c'est l'objectif de croissance du Parti). Le chiffre de mars était bien trop haut, celui d'avril est une correction, sur les trois derniers mois on est bien : 6,5%.

Comme le montre le graphique ci-dessous, la croissance a explosé après que la Chine ait rejoint l'OMC en décembre 2001. Depuis 2010, les choses se tassent. L'industrie représente 45% du PIB chinois contre seulement 25% pour les pays au même stade de développement. La part de l'industrie va inévitablement baisser dans le futur, elle ne sera pas le moteur de croissance qu'elle a été. Le vrai sujet est ailleurs : consommation, services, etc