

Recommandation 1°

Hiboo ne partage pas l'appréciation négative des marchés sur la croissance française et considère que celle-ci a accéléré au deuxième trimestre 2019.

Il convient, comme dans l'étude des comptes d'une entreprise, de retraiter les chiffres de croissance fournis par l'INSEE, et en l'occurrence des variations de stocks au sein de notre économie.

Ainsi on remarque que la hausse des stocks a été forte au premier trimestre 2019, à +0,3% du PIB, ce qui est cohérent avec la crise des gilets jaunes qui a amené beaucoup de secteurs à sur-stocker, dont la distribution comme nous l'avons vu dans notre vidéo sur Casino.

Au premier trimestre 2019, la croissance retraitée du PIB français, donc en retranchant l'effet stocks, a été nulle, et non de +0,3%.

Dans ce cadre, on note cependant que la demande intérieure finale, hors stocks et hors impact du commerce extérieur, a été de +0,3%, ce qui n'est pas mauvais, mais tout de même en retrait de 0,2 points par rapport au niveau du troisième trimestre 2018, c'est-à-dire avant la crise des gilets jaunes : hiboo estime donc que la crise sociale a coûté au moins 0,2 points de PIB sur le premier trimestre 2019.

En revanche, au deuxième trimestre 2019, probablement en raison de la normalisation de la crise des gilets jaunes, les entreprises ont réduit leurs stocks ce qui a pesé à hauteur de -0,2% sur la croissance affichée du PIB : retraité, la croissance a donc été de +0,4%, au lieu de +0,2%, ce qui est un niveau de croissance correct et en reprise.

De plus, une analyse plus approfondie de cette croissance du deuxième trimestre permet de trouver des éléments très prometteurs pour l'avenir :

- **La Formation Brute de Capital Fixe, c'est-à-dire l'investissement, a progressé de 0,9% : un niveau soutenu et d'autant plus significatif que le seul investissement des entreprises non financières progresse encore plus vivement à +1,2%.**

- On notera également qu'une bonne surprise est venue de la résistance affichée par les investissements des particuliers, essentiellement sous forme d'achat de logements neufs, qui ont progressé de 0,1% sur les mois du printemps là où l'Insee les voyait reculer de 0,3%.
- La consommation des ménages progresse très faiblement, à +0,2%, son niveau le plus faible depuis quatre trimestres, alors même qu'à +3,5%, le pouvoir d'achat des ménages connaît un record de hausse depuis 10 ans : ce paradoxe s'explique probablement toujours par la crise des gilets jaunes qui a ébranlé le moral des français et entraîné, avec un léger retard comme accoutumé, une moindre croissance de la consommation : hiboo pense que le calme revenant sur le front social, et l'été étant passé par là pour calmer les esprits, la consommation des ménages devrait vigoureusement repartir au cours des prochains trimestres et s'ajouter à un investissement déjà dynamique.**

Le produit intérieur brut et ses composantes

Au global, hiboo s'attend à ce que la croissance accélère en France dès le troisième trimestre, et s'approcher en tendancier de 2% par an, même si une hausse plus forte des importations que des exportations est à anticiper, ce qui pourrait réduire l'accélération.



Source : Insee

Recommandation 2°

Le Royaume Uni devrait soit rester dans l'Union Européenne, soit obtenir un accord favorable de l'Union Européenne dans le cadre du Brexit :

La majorité de Boris Johnson n'est plus que d'une voix au parlement britannique : la probabilité qu'il puisse faire voter un « No deal Brexit » avec toutes les incertitudes attenantes en terme d'échanges, et donc d'économie, est à notre avis faible : ainsi l'investisseur doit savoir que 50% du commerce du Royaume Uni avec l'Europe est un commerce « intra-branches », c'est-à-dire généré par une intégration industrielle, ce qui signifie que l'économie britannique ne peut pas fonctionner efficacement sans accord commercial avec l'Union Européenne, ce qui rend improbable la mobilisation d'une majorité parlementaire pour la sortie du Royaume Uni de l'Union Européenne de manière désordonnée.

En revanche, on ne peut exclure que Boris Johnson parvienne à trouver un accord avec l'Union Européenne : la raison de cette dernière possibilité se trouve en Allemagne :

Le gouvernement allemand prévoit pour 2019 une croissance de 0,5% du produit intérieur brut (PIB), avant un rebond à 1,5% en 2020.

Cette faible croissance sur l'année 2019, avec une possible contraction de l'économie sur un ou deux trimestres, résulte d'une contraction de la production industrielle allemande, -1,5% sur le seul mois de juin, concentrée sur les industries de la machine outil et de l'automobile qui sont affectées par une baisse de la demande. L'investisseur retiendra à cet égard que l'économie allemande est très tournée vers l'extérieur avec des exportations qui représentaient 47% du PIB en 2017 !

A cet égard, il est très intéressant de noter que le manque d'appétit récent pour les produits allemands ne trouve pas son origine dans le conflit commercial sino-américain, même si le ralentissement de l'économie chinoise est incontestable, mais bien plus dans la réduction de la demande intra-européenne : les commandes passées à l'industrie allemande en juin, retraitées de l'impact exceptionnelle des gros contrats, affichent une baisse de 0,4% qui se décompose entre une demande intérieure qui a reculé de 1%, et des commandes en provenance de l'étranger qui ont bondi de 5,0%,

elles en provenance de pays de la zone euro ayant diminué de 0,6% tandis que celles de pays tiers, dont essentiellement l'Asie, ont progressé de 8,6%.

"La baisse continue de la demande en provenance de la zone euro suggère que le plus grand problème pour l'industrie allemande n'est pas le ralentissement économique mondial, mais un nouvel affaiblissement" de l'économie européenne, note Carsten Brzeski, économiste chez ING.

Dans ce cadre, il est essentiel de noter que le Royaume Uni représente à lui seul environ 6,2% des exportations allemandes en 2018, soit un seulement petit peu moins que la Chine (7,1%) et que les Etats-Unis (8,6%).

Par ailleurs, les Pays-Bas, représentent également 6,4% des exportations allemandes, alors même que ce pays est très sensible à l'évolution de l'économie britannique étant donné le poids de ce pays dans ses propres exportations (8,6% des exportations en 2018 contre seulement 4,4% pour les Etats-Unis et 2,5% pour la Chine).

D'une manière plus générale, le Royaume Uni représente 9% des importations intra-européennes et représente la deuxième économie de l'Union Européenne : son départ impacterait donc simultanément la taille du marché européen, et donc les économies d'échelle qu'il permet, et de nombreuses chaînes de valeurs industrielles.

Au global et dans le contexte actuel de ralentissement de la croissance européenne, obtenir un accord permettant à l'Europe de commercer avec le Royaume Uni est de l'intérêt majeur de l'Europe, mais surtout de l'Allemagne et de beaucoup de pays du Nord.

Il est donc probable, pour hiboo, que ces pays imposent un compromis avec les britanniques, notamment à une France plus rigide, alors qu'elle serait elle-même fortement impactée dans ses chaînes de valeurs (pharmacie, automobile, aéronautique).

Il est également probable qu'en échange, la France négocie une attitude plus accommodante de l'Allemagne vis à vis des soldes budgétaires des pays du sud de l'Europe.

Au global, une évolution plus favorable pour la croissance européenne pourrait survenir dans les prochains trimestres.

Recommandation 3°

hiboo pense toujours que l'épicentre d'un futur choc financier, s'il devait avoir lieu, se trouve toujours aux Etats-Unis et sur le marché obligataire mondial :

La Chine inquiète les investisseurs ; hiboo pense que cette crainte est exagérée :

- A. La Chine représente moins de 10% des importations mondiales de biens et services et une partie, probablement proche de 20 (30% en 2011) provient de l'importations de biens intermédiaires utilisés dans le cadre des chaînes de valeur : en effet presque la moitié des exportations chinoises vient d'opérations internationales d'assemblage, en partie dominées par des filiales étrangères produisant en Chine. Or les menaces tarifaires sur les exportations chinoises devraient probablement plus motiver une recherche de nouvelles localisations pour le déploiement des chaînes mondialisées de valeurs (conf. vidéo sur le Vietnam), qu'un arrêt de leur croissance.
- B. Un fort ralentissement de la croissance chinoise aurait un impact baissier probablement fort sur le prix de la plupart des matières premières, dont le pétrole, ce qui refléterait les économies de tous les pays importateurs de ces matières premières.
- C. L'impact des mesures de rétorsions tarifaires américaines est évalué à environ 0,5% du PIB chinois en terme de croissance (note OCDE 2019) : hiboo pense cependant que l'impact réel est supérieur étant donné sa portée probable sur les anticipations long terme des acteurs économiques.

Quoiqu'il en soit, le programme en cours de relance du gouvernement chinois devrait contrebalancer au moins une partie de cet impact : mesures de relance des infrastructures, réductions d'impôts sur le revenu, sur l'impôt des sociétés, baisse de la TVA de 1 point et des droits de douane en moyenne de 2,3 points (portés à 7,5%), baisse des droits de douane sur les importations d'automobiles américaines de 40% à 15%, remboursement de la TVA sur certains produits exportés. Au global JP Morgan estime l'impact de ce programme de relance à 1,9% du PIB.

Si le ralentissement chinois n'est pas à craindre, en revanche hiboo craint toujours un problème sur l'économie américaine avec un fort impact mondial, tant les politiques budgétaires et monétaires de ce pays nous paraissent décalées avec le « momentum » de l'économie des Etats-Unis qui donne de nombreux signes de surchauffe : ainsi, comme nous l'avions noté dans notre étude sur Page Group, plus de 50% des entreprises américaines se heurtent à des problèmes de recrutement.

Dans ce cadre, deux évènements sont possibles (ce qui ne veut pas dire probable !) :

1. Un ou plusieurs chiffres d'inflation mensuelle plus forts qu'attendus : cela renverserait brutalement les anticipations baissières sur les taux d'intérêts et impacterait immédiatement l'ensemble des marchés obligataires mondiaux et en ricochet les marchés actions. Puis, si la réaction de la FED face à la débâcle obligataire était une intervention forte sur les marchés obligataires, une stabilisation des marchés de taux américaines pourrait se transformer en une baisse accentuée du \$.
2. Les Etats-Unis cumulent un déficit extérieur (621 Mds\$ en 2018), un déficit budgétaire (entre 6 et 7% du PIB), une dette publique qui dépasse 100% du PIB et un taux d'épargne trop faible (entre 6 et 7% du PIB), ce qui signifie que le double déficit est largement financé par l'épargne extérieure, par définition volatile

Une baisse d'activité, ou une entrée en récession, ferait progresser encore le déficit budgétaire et donc le besoin de financement extérieur ce qui pourrait dégénérer en crise de confiance sur les obligations américaines, où sur le \$, là encore en cas d'intervention forte de la FED sur le marché obligataire.

Dans ces deux cas, la possibilité de survenance de l'une de ces deux crises dépendra plus d'un effet de seuil que d'une tendance passée et c'est précisément ce qui la rend à ce stade imprévisible.

Dès que Maxime sera de retour de vacances, en septembre, nous ferons une vidéo sur l'importance des effets de seuil en économie.

Bel été à vous tous.

A bientôt avec l'équipe hiboo !

États-Unis : taux d'épargne des ménages

