ÉCONOMIE & STRATÉGIE

HEBDOMADAIRE DU 25 JUILLET 2016

CONCLUSIONS :

- **Actualité économique : Quand macro et profits se rencontrent**
  - Un plafonnement des profits des entreprises est visible depuis plusieurs trimestres, en accord avec le scénario macro.
  - Le maintien de nos prévisions de croissance du PIB autour de 2% pourrait offrir un support aux profits des entreprises.

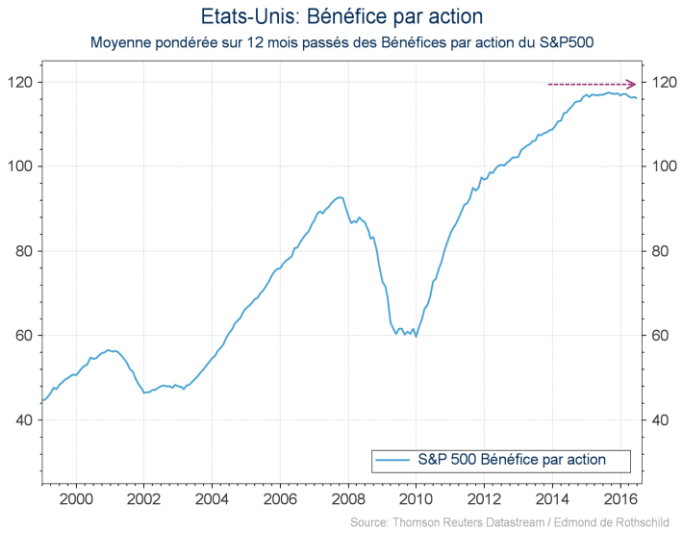
- **Focus émergent : Turquie, d'un coup d'état à un coup d'arrêt**
  - La Turquie évolue depuis quelque temps dans un environnement d'incertitude politique.
  - Les actifs locaux resteront sous pression même si une autre tentative de putsch semble peu probable.

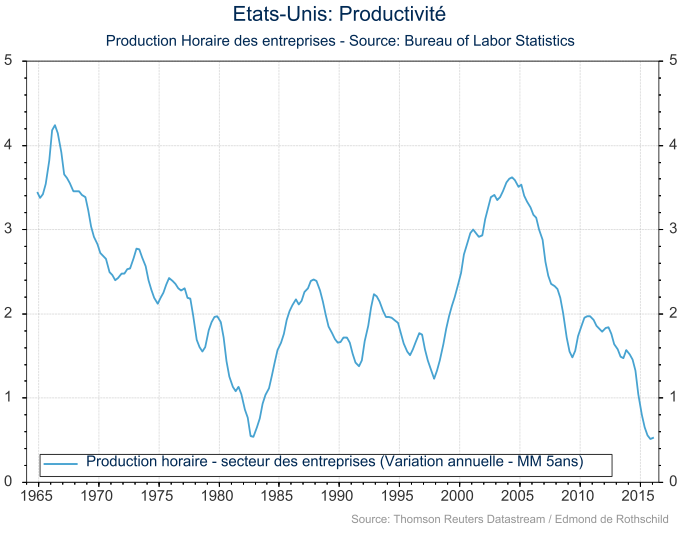
ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE

QUAND MACRO ET PROFITS SE RENCONTRENT

Par Lisa Turk, Economiste, Etats-Unis, l.turk@edr.com

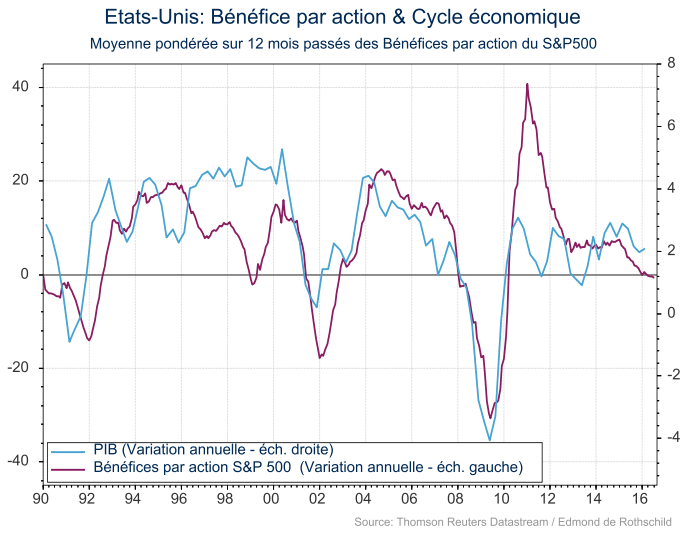
Depuis plusieurs trimestres les profits des entreprises aux Etats-Unis plafonnent, en accord avec le scénario macro-économique (cf. graphique de gauche). Globalement, les bénéfices par action en 2016 sont légèrement inférieurs à ceux de 2015.

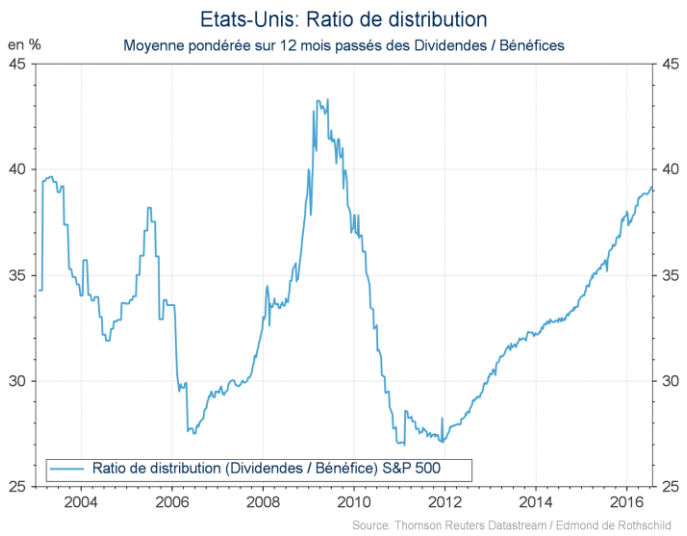




Certains éléments macro-économiques expliquent la faiblesse du cycle de profit ces derniers trimestres, notamment :

- un marché de l'emploi tendu qui pousse à la hausse la charge salariale des entreprises,
- une productivité de plus en plus faible (cf. graphique de droite, page précédente),
- un potentiel de croissance du PIB plus bas depuis la crise financière, de 2% seulement, contre 3% entre 1990 et 2007. Ce nouveau régime de croissance se reflète bien évidemment sur les dynamiques des ventes et des profits. Historiquement, les bénéfices agrégés des entreprises ont tendance à progresser au même rythme que le PIB (cf. graphique de gauche ci-dessous).





Les premiers signes de saturation sur le marché du travail nous indiquent une économie américaine en haut de cycle. **Mais le maintien de nos prévisions de croissance du PIB pour 2016 (1.9%) et 2017 (2.2%) autour du potentiel de croissance de 2%, notamment grâce au secteur immobilier et à la consommation dynamique des ménages, pourrait offrir un support aux profits des entreprises américaines encore pendant quelques trimestres**. Il faut tout de même noter que, même si les profits restent stables, l'investissement en capacités productives des entreprises et la hausse des salaires devraient rester sous pression, la distribution de dividendes et le rachat d'actions (*share buyback*) étant privilégiés par les entreprises en ce moment (cf. graphique de droite ci-dessus).

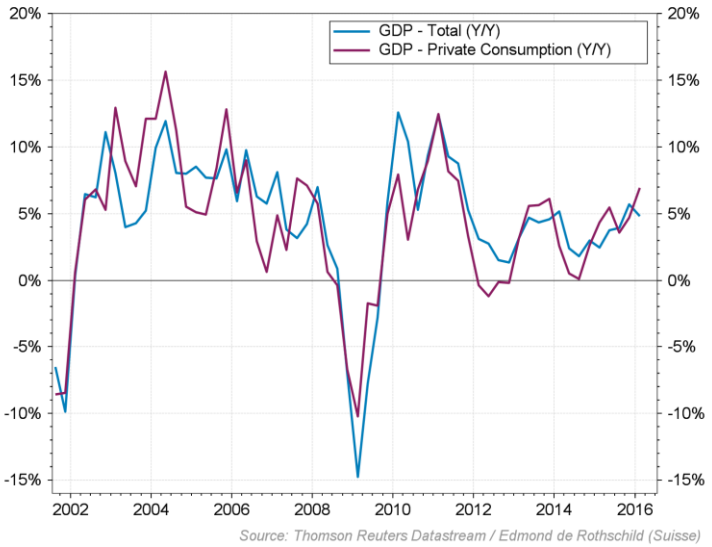
FOCUS ÉMERGENT

TURQUIE – D'UN COUP D'ÉTAT À UN COUP D'ARRÊT

Par François Léonet, Economiste, Pays émergents, f.leonet@edr.com

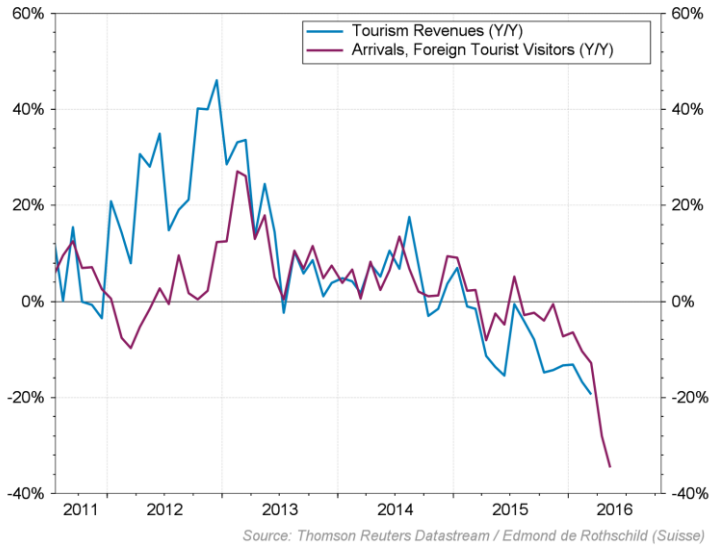
Le coup d'état militaire avorté laisse inchangée la tête du pouvoir exécutif turc, emmené par le président Recep Erdogan et son premier ministre Binali Yildirim. Cette tentative de renversement n'a rencontré qu'un support minime de la population, celle-ci agissant même à l'encontre des instigateurs du coup d'état en descendant dans la rue. **Le leadership présidentiel d'Erdogan s'en trouve renforcé et ses velléités d'amendement de la constitution légitimées, lui qui désire basculer d'un régime de démocratie parlementaire vers une démocratie présidentielle**. Cette configuration politique résulterait en une concentration accrue des compétences décisionnelles en ses mains.

La consommation privée représente 72% du PIB turc



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

Un secteur du tourisme déprimé



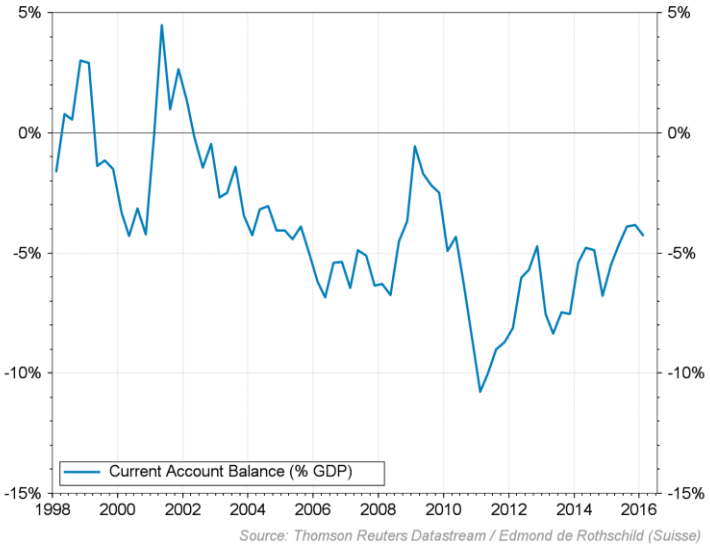
Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

Bien que l'actuel gouvernement ait repris le contrôle des évènements, l'incertitude politique devrait persister avec des effets secondaires tant sur la trajectoire de croissance de l'économie turque que sur la valorisation des actifs locaux, les investisseurs exigeant désormais une prime de risque revue à la hausse. Si cette tentative de putsch était inattendue, elle ne s'inscrit pour autant pas comme un évènement isolé. **La Turquie évolue en effet depuis longtemps dans un environnement marqué par les tensions politiques**. Ces dernières sont présentes tant au niveau international (l'exposition à la géopolitique du Moyen-Orient, la probabilité d'attaques terroristes et le rôle du pays dans la crise migratoire en Europe) que sur le plan domestique (les amendements constitutionnels voulus par le parti AK, la possible tenue d'élections anticipées et la question kurde).

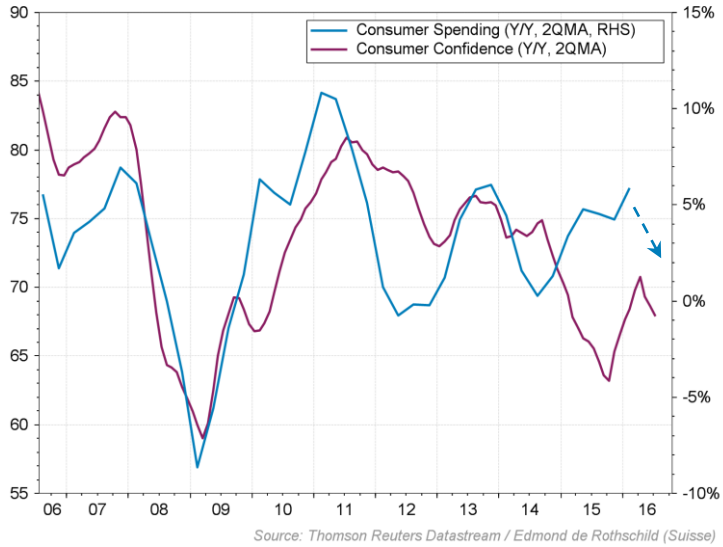
Ces foyers d'instabilité pèsent lourd dans les décisions d'investissement vers un pays dont la position extérieure nette figure parmi les moins bonnes des économies majeures. Le décret d'un état d'urgence de 3 mois combiné à la spirale grandissante des arrestations – principalement dans l'appareil

administratif, la magistrature et l'enseignement – créent un flou institutionnel suffisant pour gêner la bonne tenue des affaires économiques et déprimer l'investissement. Comptant pour 4% du PIB et important pourvoyeur de devises internationales, le secteur du tourisme ne sera guère aidé par ces développements pour sortir de l'ornière (cf. graphique de droite, page précédente).

Des comptes courants historiquement préoccupants



La confiance modérée pèse sur la consommation



En dépit de la nette amélioration récente, le déficit des comptes courants reste significatif à -4.1% du PIB et implique que le pays est dépendant du financement extérieur, majoritairement via les prêts de banques étrangères et les flux de financement obligataire (cf. graphique de gauche).

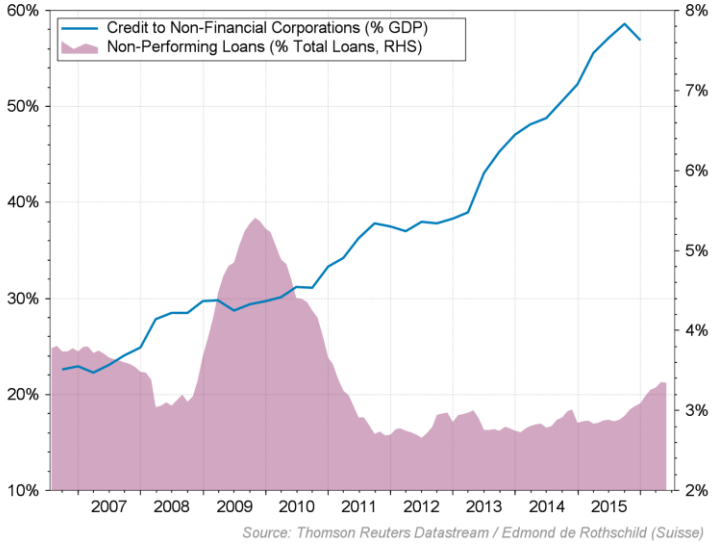
Dans ce contexte et sachant que les conséquences de ce putsch doivent encore être évaluées, **la *Central Bank of the Republic of Turkey* (CBRT) a réagi avec discernement en modérant l'orientation accommodante de sa politique monétaire**. Celle-ci n'a en effet coupé son taux de refinancement *overnight* que de 0.25% à 8.75% – un rythme inférieur à celui des derniers mois (-0.5%). Le maintien de taux directeurs relativement élevés s'avère judicieux dans le sens où il tend à stabiliser la lire turque, nécessaire prérequis à l'arrivée de capitaux internationaux. Cette décision monétaire semble raisonnable étant donné que la probabilité d'un nouveau coup d'état est faible. Le faîte de la hiérarchie militaire n'a en effet pas participé au putsch tandis que les proportions prises par les arrestations et autres suspensions – on parle de 60'000 personnes – ont un effet dissuasif certain. La banque centrale reprendrait dès lors le cours normal de son cycle monétaire une fois les tensions normalisées et les pressions vendeuses sur la lire et les capitaux stabilisés.

La persistance des inquiétudes et la raréfaction des capitaux internationaux sur une longue durée déboucheraient sur une issue inconfortable. La CBRT ne peut se permettre de maintenir des taux directeurs trop longtemps élevés sous peine de freiner la consommation privée en contraignant la demande de crédit. Le faible niveau des réserves internationales limite la marge de soutien de la devise

par des opérations sur le marché des changes tandis que l'endettement extérieur élevé est également une contrainte. Ce scénario appellerait une baisse des taux marquée pour raviver les dynamiques de croissance locale. Le change serait alors la variable d'ajustement, la nette dépréciation de la lire induisant des pressions inflationnistes, une contraction des dépenses de consommation des ménages et une menace directe sur la croissance du PIB.

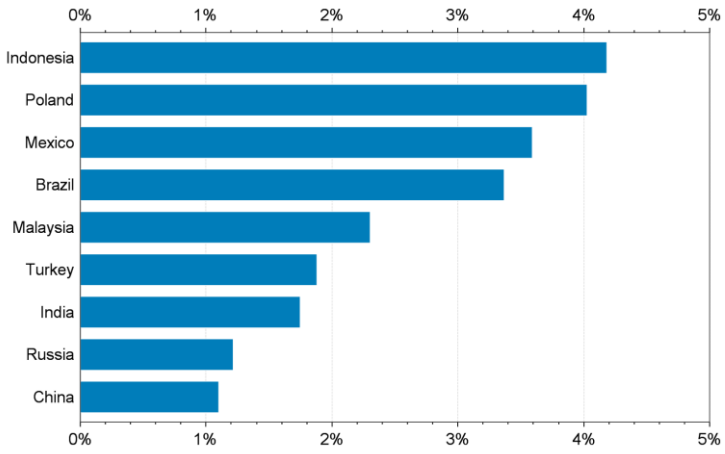
On peut supposer que le choc d'incertitude lié à la tentative de coup d'état se normalisera tôt ou tard. En revanche, on peut s'attendre à ce que les investisseurs internationaux requièrent désormais un rendement additionnel pour la détention des actifs locaux en raison d'un risque politique qui restera durablement plus élevé. En effet, **si dans un premier temps, la reprise en main d'Erdogan fût une bonne nouvelle, son insistance à renforcer son pouvoir décisionnel génère des craintes d'autoritarisme, de nature à déstabiliser le climat des affaires** et contraindre les dépenses en investissement dans le pays.

L'endettement privé s'est accru rapidement



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

Comparaison de quelques rendements réels émergents



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

Les actifs locaux devraient donc rester sous pression. Le marché obligataire est à ce titre révélateur d'une situation où les rendements réels offerts sont certes attrayants comparativement aux pays développés mais ne se démarquent pas notablement des autres émetteurs émergents dont le risque politique est mieux maîtrisé. Le boom du crédit privé des dernières années pose la question du refinancement des prêts ainsi que celle des créances douteuses avec d'autant plus d'acuité que le secteur bancaire compte pour 41% de l'indice boursier local (cf. graphique de gauche). A ce titre, le discours défavorable des agences de notation ne va pas aider.

APRES UNE PAUSE ESTIVALE, NOUS VOUS RETROUVERONS LE 22 AOUT POUR UNE NOUVELLE SAISON

PREVISIONS ECONOMIQUES

Contributions à la croissance de l'activité économique mondiale

	Croissance PIB 2015	Croissance PIB 2016 Estimations	Croissance PIB 2017 Estimations	Poids des pays	Contribution 2016
Etats-Unis	2.4%	1.9%	2.2%	23.6%	14.5%
Canada	1.2%	1.3%	2.0%	1.9%	0.8%
Zone Euro	1.5%	1.5%	1.2%	14.5%	7.0%
Allemagne	1.5%	1.5%	1.3%	4.2%	2.0%
France	1.1%	1.4%	1.1%	2.9%	1.3%
Royaume-Uni	2.2%	1.5%	0.5%	3.5%	1.6%
Suisse	0.8%	1.0%	1.5%	0.7%	0.2%
Russie	-3.7%	-0.8%	1.3%	1.6%	-0.4%
Japon	0.6%	0.5%	0.8%	5.1%	0.8%
Chine	6.9%	6.5%	6.3%	18.4%	38.6%
Inde	7.4%	7.5%	7.7%	3.4%	8.3%
Brésil	-3.7%	-3.5%	1.0%	1.9%	-2.1%
Mexique	2.5%	2.4%	2.7%	1.5%	1.2%
Autres	3.9%	4.8%	6.0%	16.7%	26.1%
MONDE	**3.1%**	**3.1%**	**3.4%**	**100%**	**100%**

Source : Bloomberg

Momentum (vs Last Estimates) Performance (Over \ Under)

Remarques :

- Croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) en 2015. Prévisions en 2016 et 2017.
- Le poids de chaque pays est calculé à partir de son PIB en USD, sur la base des chiffres de la Banque Mondiale.
- La contribution à la croissance mondiale est calculée de la manière suivante : croissance du PIB de chaque pays multiplié par son poids. La somme des contributions donne 3.2%, soit une bonne estimation de la progression du PIB mondial en 2016.

MARCHES FINANCIERS

Performances des principaux indices internationaux

Performances des marchés (monnaie locale)	Dernier cours	Variation hebdo (%)	Variation mensuelle (%)	Variation depuis Janv. 2016 (%)	Glissement annuel (%)
Actions					
World (MSCI)	413	0.4%	2.8%	5.1%	-1.8%
United States (S&P 500)	2'175	0.6%	4.4%	7.7%	1.4%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	321	0.8%	0.2%	-5.0%	11.2%
United Kingdom (FTSE 100)	6'751	0.9%	7.6%	10.4%	-1.4%
Switzerland (SMI)	8'225	0.5%	2.9%	-3.8%	1.1%
Japan (NIKKEI)	16'620	0.8%	3.6%	-11.8%	11.0%
Emerging (MSCI)	869	0.3%	5.5%	11.4%	-14.6%
Obligations (Bloomberg/EFFAS)					
United States (7-10 Yr)	1.59%	-0.1%	0.9%	6.9%	2.1%
Euro Area (7-10 Yr)	-0.01%	0.1%	1.5%	6.2%	1.0%
Germany (7-10 Yr)	-0.01%	0.3%	1.3%	7.1%	0.9%
United Kingdom (7-10 Yr)	0.84%	0.3%	3.7%	9.4%	0.7%
Switzerland (7-10 Yr)	-0.50%	-0.3%	0.6%	3.9%	3.7%
Japan (7-10 Yr)	-0.24%	-0.1%	0.8%	4.4%	1.4%
Emerging (5-10 Yr)	4.33%	-0.2%	2.7%	11.0%	1.6%
United States (IG Corp.)	2.82%	0.2%	2.0%	8.6%	-0.8%
Euro Area (IG Corp.)	0.51%	0.4%	1.7%	5.5%	-0.5%
Emerging (IG Corp.)	3.63%	0.1%	2.6%	10.0%	-2.3%
United States (HY Corp.)	6.63%	0.3%	2.9%	12.8%	-3.5%
Euro Area (HY Corp.)	3.54%	0.3%	1.3%	5.4%	0.3%
Emerging (HY Corp.)	7.64%	0.3%	2.7%	14.5%	3.6%
United States (Convert. Barclays)	46	1.2%	4.6%	7.2%	-0.8%
Euro Area (Convert. Exane)	7'227	0.6%	0.0%	-3.6%	7.6%
Immobilier					
World (MSCI)	210	1.6%	5.1%	12.6%	1.0%
United States (MSCI)	225	1.6%	6.9%	14.5%	4.6%
Euro Area (MSCI)	230	2.7%	4.6%	13.8%	16.1%
United Kingdom (FTSE)	6'428	-1.0%	-3.1%	-2.5%	9.4%
Switzerland (DBRB)	3'868	0.6%	3.3%	7.3%	4.6%
Japan (MSCI)	245	1.6%	1.4%	-8.4%	0.9%
Emerging (MSCI)	104	0.8%	6.2%	7.3%	-6.8%
Fonds Alternatifs (Dow Jones)					
Hedge Funds Industry	541	n.a.	-0.1%	-1.6%	-0.7%
Distressed	727	n.a.	-0.5%	0.0%	-5.3%
Event Driven	578	n.a.	-0.5%	-2.5%	-6.3%
Fixed Income	302	n.a.	-0.5%	-0.2%	0.6%
Global Macro	871	n.a.	0.7%	-1.5%	0.2%
Long/Short	643	n.a.	-1.9%	-5.0%	3.6%
Managed Futures (CTA's)	323	n.a.	4.2%	2.0%	-0.9%
Market Neutral	260	n.a.	-2.5%	-3.5%	1.7%
Multi-Strategy	525	n.a.	-0.1%	0.7%	3.8%
Short Bias	29	n.a.	-1.4%	-7.2%	2.4%
Matières premières					
Commodities (CRB)	421	-2.4%	-1.2%	11.1%	-15.2%
Gold (Troy Ounce)	1'316	-1.0%	-0.5%	23.9%	-10.6%
Oil (Brent, Barrel)	44	-4.9%	-8.1%	24.3%	-35.9%
Devises					
USD	97.4	0.8%	2.0%	-1.3%	9.3%
EUR	1.10	-0.8%	-0.4%	1.1%	-10.2%
GBP	1.32	-0.7%	-0.5%	-10.7%	-5.4%
CHF	0.99	-0.4%	-0.8%	1.6%	-0.8%
JPY	106.4	-0.2%	-4.1%	13.0%	-0.4%

Source : Bloomberg Momentum (1-semaine / 1-mois / 3-mois) Performance (Negative \ Positive)

AVERTISSEMENT

La présente brochure a été élaborée par Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., 18 rue de Hesse, 1204 Genève, Suisse. Edmond de Rothschild (Europe), établie au 20 boulevard Emmanuel Servais, 2535 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg et placée sous la supervision de la Commission de Surveillance du Secteur Financier à Luxembourg, ainsi que Edmond de Rothschild (France), Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 83.075.820 euros, soumise au contrôle de L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) dont le siège social est situé 47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75008 PARIS, se contentent de mettre à disposition de leurs clients ladite brochure dans leurs propres locaux ou dans les locaux de leurs succursales.

Les données chiffrées, commentaires, analyses et les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à ce jour. Les données chiffrées, commentaires, analyses les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure peuvent s'avérer ne plus être actuels ou pertinents au moment où l'investisseur prend connaissance de la brochure, notamment eu égard à la date de publication de cette dernière ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Chaque analyste mentionné dans le présent document certifie que les points de vue qui y sont exprimés à l'endroit des entreprises et des titres qu'il est amené à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Sa rémunération n'est pas liée directement ou indirectement à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document. Des détails sur la méthodologie de notation de Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. sont disponibles gratuitement sur simple demande.

En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., ou d'Edmond de Rothschild (Europe) ou d'Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Par ailleurs, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., ou d'Edmond de Rothschild (Europe) ou d' Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée en raison d'un dommage subi par un investisseur et résultant du contenu ou de la mise à disposition de cette brochure.

En effet, cette brochure a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux investisseurs qui la consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation.

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser son risque et forger sa propre opinion indépendamment, en s'entourant au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés dans ces questions afin de s'assurer de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Ces données ne peuvent être reproduites ni utilisées en tout ou partie.

Copyright © EDMOND DE ROTHSCHILD (Suisse) S.A. – Tous droits réservés.

EDMOND DE ROTHSCHILD

EDMOND DE ROTHSCHILD (SUISSE) S.A.

Rue de Hesse 18 – 1204 Genève - T. +41 58 818 91 91
Rue de Morat 11 – 1700 Fribourg - T. +41 26 347 24 24
Avenue Agassiz 2 – 1003 Lausanne - T. +41 21 318 88 88
Via Ginevra 2 – 6900 Lugano - T. +41 91 913 45 00
Beethovenstrasse 9 – 8002 Zürich - T. +41 44 818 81 11

WWW.EDMOND-DE-ROTHSCHILD.CH