

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**Thematic paper** | CROSS ASSET Investment Strategy

Octobre 2018

**Résultats des entreprises en 2019 :  
un net ralentissement est à prévoir!**

Research  
& Macro  
Strategy

## Résultats des entreprises en 2019: un net ralentissement est à prévoir!



IBRA WANE  
Stratégie Actions

Achevé de rédiger le 19/10/2018

### L'essentiel

Après deux années de forte progression des résultats, la croissance des bénéfices par action (BPA) devrait nettement s'infléchir à partir de 2019. Entre l'arrivée à son pic de la croissance mondiale, la dissipation de l'impact de la réforme fiscale américaine, la diminution de la contribution du pétrole et des matières premières et le renchérissement du coût du travail et des droits de douane, le consensus devrait être négativement surpris. Ainsi, après +17 % en 2017 et +16 % en 2018e, la croissance des BPA du MSCI ACWI en 2019 pourrait tomber à +7 % au lieu de +10 % attendus par le consensus IBES. Alors qu'il est peu probable que les multiples de capitalisation (PE) augmentent en fin de cycle, ces perspectives de révision à la baisse du consensus pourraient peser sur les marchés d'actions.

**Après deux années de forte progression des résultats par action** (respectivement +17 % et +16 % pour le MSCI ACWI selon le consensus IBES pour 2017 et 2018), **un net ralentissement est à prévoir pour l'année prochaine** où cette progression devrait se limiter à **+7 %**. Cette normalisation des résultats est liée à la **conjonction de deux types de phénomènes** :

- **des interrogations sur la croissance économique mondiale** avec le resserrement progressif des politiques monétaires, la réduction des liquidités et leurs crises de change associées d'une part et la montée du protectionnisme et ses effets en cascade d'autre part.
- **et des effets de base élevés**, entre l'ancienneté du cycle de reprise, l'atténuation de certains effets sectoriels et la dissipation des effets de la réforme fiscale américaine,

### 1) Interrogations sur la croissance mondiale... :

**Une croissance mondiale encore supérieure à la croissance potentielle... mais de plus en plus entachée de risques.** Le scénario central d'Amundi table sur une croissance mondiale 2019 de 3,6 %, légèrement inférieure à celle de 2018 et 2017 (+3,8 % chacune) mais en tout état de cause supérieure à celle de 2016 (+3,1 %) ainsi qu'à la croissance potentielle, tant aux États-Unis qu'en zone euro.

Compte tenu du prurit protectionniste, des aléas politiques (*Midterms* aux États-Unis, Brexit, élections européennes...) et de la fragilisation d'un nombre croissant d'économies émergentes (Afrique du Sud, Argentine, Turquie, Venezuela...), cette prévision est néanmoins encline à être revue à la baisse.

**Hors choc externe majeur** (dérapage géopolitique, envolée du pétrole, krach financier...) **ces révisions seraient a priori limitées**, de l'ordre de 20 points de base par exemple. Elles pourraient toutefois se coupler avec de nouveaux accès de faiblesse des devises émergentes, ce qui en retour viendrait également peser sur la dynamique bénéficiaire des marchés développés.

**2) ...et effets de base élevés... :**

**Un cycle âgé.** Le poids des États-Unis est déterminant au sein du MSCI World AC (55.5 % de la capitalisation de l'indice) or la reprise américaine est déjà fort ancienne. En effet, à fin septembre 2018, celle-ci ne comptait pas moins de **cent onze mois** depuis son point bas de juin 2009, soit le second cycle le plus long parmi les trente-trois observés déjà depuis 1857!

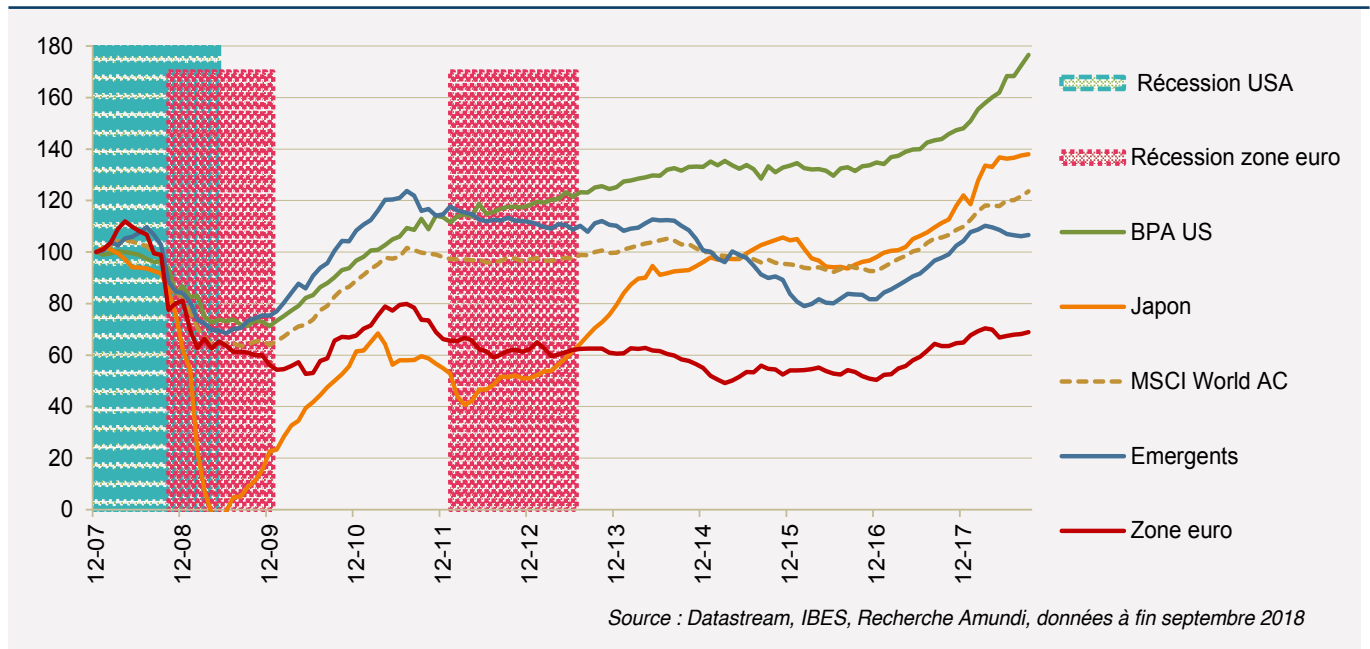
Alors que les BPA américains ont déjà rebondi de +147 % depuis leur plus bas de décembre 2009 et sont 77 % au-dessus de leur niveau de décembre 2007, leur potentiel de hausse supplémentaire est certes réel mais apparait tout de même contraint.

De même, six ans après leur mise en place, à force de réformes et d'une dépréciation massive du yen, les *Abenomics* ont déjà largement revigoré les BPA japonais. Quant aux BPA des marchés émergents ou de la zone euro, leurs marges de progrès semblent plus accessibles. Mais dans la réalité, ces progrès devraient demeurer entravés du fait d'une conjoncture moins favorable (cf. graphique 1).

**“Un ralentissement économique a priori limité... mais beaucoup moins de confort du côté des résultats d'entreprises.”**

**1/ MSCI indices, BPA base 100 au 31/12/2007**

Après leur vif rebond, le potentiel de hausse des BPA américains est désormais limité

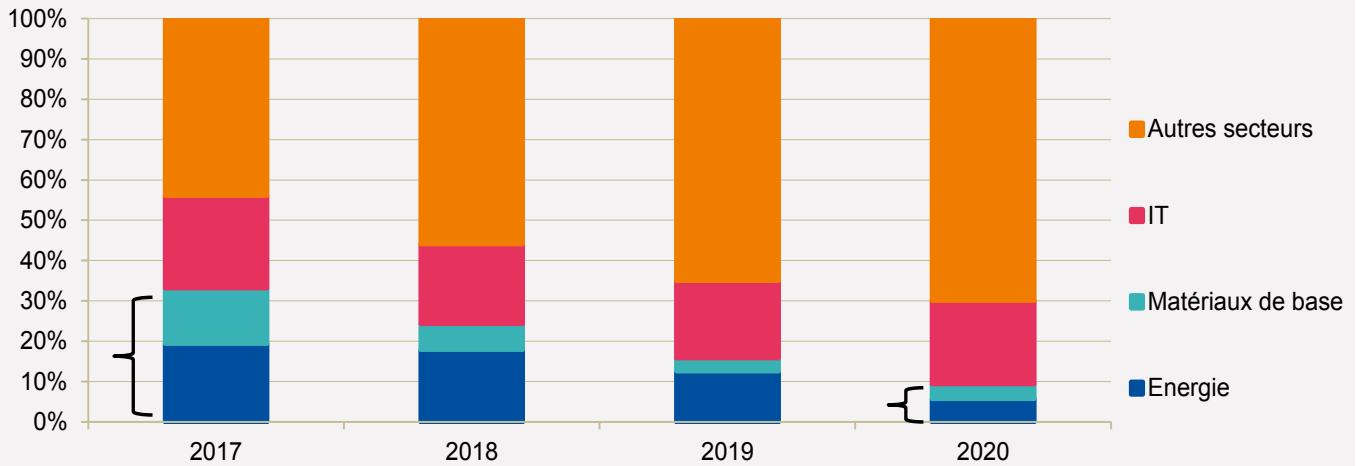


**Des effets sectoriels non reproductibles.** La très forte hausse des résultats de ces dix-huit derniers mois doit non seulement à la bonne tenue de la conjoncture globale et à la réforme fiscale américaine mais également à des effets sectoriels très prononcés et non reproductibles. Par exemple, si les résultats du MSCI World AC ont progressé de +17 % en 2017, **Énergie et Matériaux de base** ont contribué à **33 % du rebond** alors qu'ils ne pesaient ensemble que **12 % de l'indice**. Cette performance n'est toutefois guère soutenable.

Ainsi, sur la période récente, l'Énergie a bénéficié simultanément de la remontée des cours du pétrole (+33 % en moyenne sur 2018 pour le Brent après +22 % en 2017) et de la diminution des provisions passées en 2015-2016 à la suite de l'effondrement des cours de l'or noir. Après un quasi-doublement en 2017, puis une progression de plus de 50 % en 2018, les résultats du secteur devraient désormais se normaliser dans les deux ans à venir.

De même, les résultats des Matériaux de base qui s'étaient envolés en 2017 (+41 %) et sont encore attendus en hausse de près de 20 % cette année, devraient nettement ralentir à l'avenir du fait de la chute des cours de nombreuses matières premières consécutive aux interrogations sur l'évolution et le contenu de la croissance émergente en général et chinoise en particulier (cf. graphique 2).

**2/ MSCI World AC : contribution à la croissance bénéficiaire par secteur**  
Énergie et Matériaux de base devraient décélérer



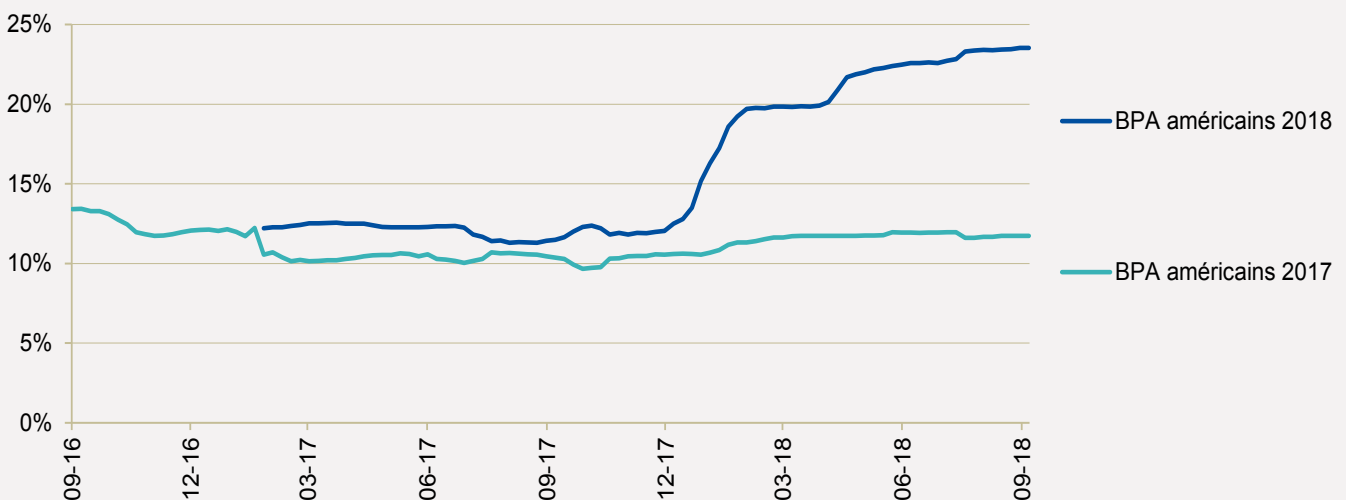
Source : Datastream, Recherche Amundi, données à fin septembre 2018

**La dissipation des effets de la réforme fiscale.** En septembre 2017, D. Trump a annoncé une réforme fiscale comprenant une baisse du taux d'IS et favorisant les rachats d'actions. Cette réforme entrée en vigueur début 2018 a eu un effet massif sur la croissance des BPA des entreprises américaines. A posteriori, on observe ainsi que la croissance du BPA 2018 a été révisée de **+11,3 % il y a 12 mois, à +23,5 % aujourd'hui!** Entre-temps, la croissance du PIB américain pour 2018 a certes été révisée de +2,0 % à +2,9 %, mais le taux de change effectif du dollar US s'est apprécié de +10 % dans le même laps de temps, ce qui aura pesé sur les résultats. En d'autres termes, entre une croissance du PIB plus soutenue mais un taux de change moins favorable, **l'essentiel de la révision à la hausse des BPA 2018 est donc à mettre à l'actif de la réforme fiscale...** or, les effets de celle-ci sont voués à se dissiper l'an prochain... (cf. graphique 3)

“Des effets sectoriels et fiscaux voués à se dissiper.”

**3/ Croissance annuelle des BPA américains au fil des mois**

La brusque accélération des BPA 2018 est liée à la réforme fiscale



Source : Datastream, Recherche Amundi, données à fin septembre 2018

### 3) ...pèseront sur les résultats 2019 :

L'érosion de la croissance du **top line** (cf.§1) combinée à la **dissipation des effets sectoriels et fiscaux** évoqués précédemment (cf.§2) ainsi qu'à la **hausse des coûts de main-d'œuvre et des tarifs douaniers** aura un impact clairement négatif sur la croissance des **BPA 2019**. Le tableau ci-dessous résume **l'impact de ces différents facteurs** tant aux États-Unis qu'au niveau global (avec ou sans les États-Unis). La croissance des BPA 2019 tomberait ainsi de +23 % en 2018 à +8 % aux États-Unis, de +16 % à +7 % au plan mondial et de +10 % à +6 % en dehors des États-Unis (ACWI ex USA), soit de 2 à 3 points, ou de 20 à 30 %, en dessous des attentes du consensus.

“Des prévisions de résultats 20 à 30 % inférieures au consensus.”

Croissance des BPA (indices MSCI)	États-Unis	ACWI	ACWI ex USA
Consensus IBES 2017	11,8 %	17,1 %	21,8 %
<b>Consensus IBES 2018</b>	<b>23,4 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>9,5 %</b>
<b>Décélération de la croissance Top line</b>	<b>-0,8 %</b>	<b>-1,3 %</b>	<b>-1,7 %</b>
<b>Dissipation des effets de la réforme fiscale</b>	<b>-9,8 %</b>	<b>-4,1 %</b>	
<b>Normalisation de la contribution du secteur Energie</b>	<b>-1,4 %</b>	<b>-1,0 %</b>	<b>-0,6 %</b>
<b>Hausse des coûts salariaux</b>	<b>-1,9 %</b>	<b>-1,0 %</b>	
<b>Hausse des tarifs douaniers</b>	<b>-1,4 %</b>	<b>-1,2 %</b>	<b>-1,0 %</b>
<b>Divers &amp; Autres</b>	<b>-</b>	<b>0,8 %</b>	<b>-</b>
<b>Croissance prévue des BPA en 2019</b>	<b>8,1 %</b>	<b>7,2 %</b>	<b>6,2 %</b>
Consensus IBES 2019	10,5 %	9,8 %	9,1 %

Concernant l'évolution du **top line des marchés d'actions** (CA consolidé), la décélération attendue de la croissance mondiale devrait se refléter sur le volume des ventes. Compte tenu de la masse des coûts d'une entreprise qui ne sont pas directement liés à son volume d'activité, comme les loyers, les assurances, l'amortissement des immobilisations ainsi qu'une bonne partie des salaires, l'impact d'une baisse des volumes sur les BPA est estimé à **-0,8 % pour le MSCI USA** et **-1,3 % pour le MSCI ACWI**. Cet impact pourra bien sûr être modulé à la hausse ou à la baisse en fonction de critères complémentaires comme l'évolution du *pricing power* des entreprises et des taux de change. Concernant les marges de manœuvre tarifaire des entreprises, celles-ci nous semblent toutefois au mieux neutres compte tenu de la légère décélération attendue de la demande finale. De même, sur le front du change, après sa forte appréciation en 2018, le taux de change effectif du \$ américain devrait se stabiliser l'an prochain.

**La dissipation des effets de base de la réforme fiscale.** Dans le cas américain, ce sera sans conteste, le facteur de recul prépondérant des BPA 2019. Alors que celle-ci avait flatté la progression des résultats 2018 de plus de 12 % (23,5 % – 11,3 % = 12,2%), en sens inverse, **son arrivée à terme devrait les amputer de près de 10 % en 2019**, sous l'hypothèse de 10 % d'effets résiduels de la réforme fiscale, liés à un effet durable sur les rachats d'actions. Par ailleurs, compte tenu du poids du MSCI US au sein du MSCI ACWI, la dissipation des impacts fiscaux américains aura un impact de l'ordre de 5 % sur les BPA mondiaux.

**La normalisation des cours du pétrole** devrait également peser sur la progression des BPA tant du MSCI USA que de l'ACWI. Ainsi, au niveau américain, l'envolée des cours du pétrole en 2018 (+33 % en moyenne depuis le 1<sup>er</sup> janvier pour le WTI) et la diminution drastique des provisions devraient propulser les résultats du secteur de +97 %, soit une contribution de près de 15 % à la hausse des BPA de l'ensemble du MSCI USA, pour un secteur qui n'en pèse que 6 %. En revanche, les cours actuels du pétrole, dopés par des goulets d'étranglement de l'offre et des facteurs géopolitiques, ne semblent guère soutenables de l'avis de la plupart des observateurs. Dans le même ordre d'esprit, les prévisions d'Amundi concernant le cours moyen du pétrole l'an

prochain (68 \$ pour le WTI et 75 \$ pour le Brent) sont sensiblement en dessous des derniers cours spots (76 \$ pour le WTI et 86 \$ pour le Brent) et très proches des moyennes observées depuis le début de l'année (67 \$ pour le WTI et 73 \$ pour le Brent). Dans ce contexte, la progression des bénéfices du secteur pourrait tomber à +3 % contre +27 % attendus par le consensus, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, retrancherait **1,4 %** à la croissance des BPA US. À noter que même en prenant le haut de fourchette de nos prévisions pour le baril de WTI (75 \$), les bénéfices du MSCI US demeuraient écornés de **0.5 %** par rapport aux attentes du consensus. Au plan mondial, une simulation comparable suggère une ponction **de 1,0 %** sur la croissance du BPA 2019 du MSCI ACWI. Par ailleurs, la **hausse embarquée des prix du pétrole** avec l'arrivée à terme des couvertures à 12 et 24 mois (respectivement à 68 \$ et 60 \$ au lieu d'un cours spot à plus de 80 \$ pour le Brent actuellement) continuera de peser dans de nombreux secteurs transversaux, de la chimie de base en amont au transport aérien ou maritime en aval.

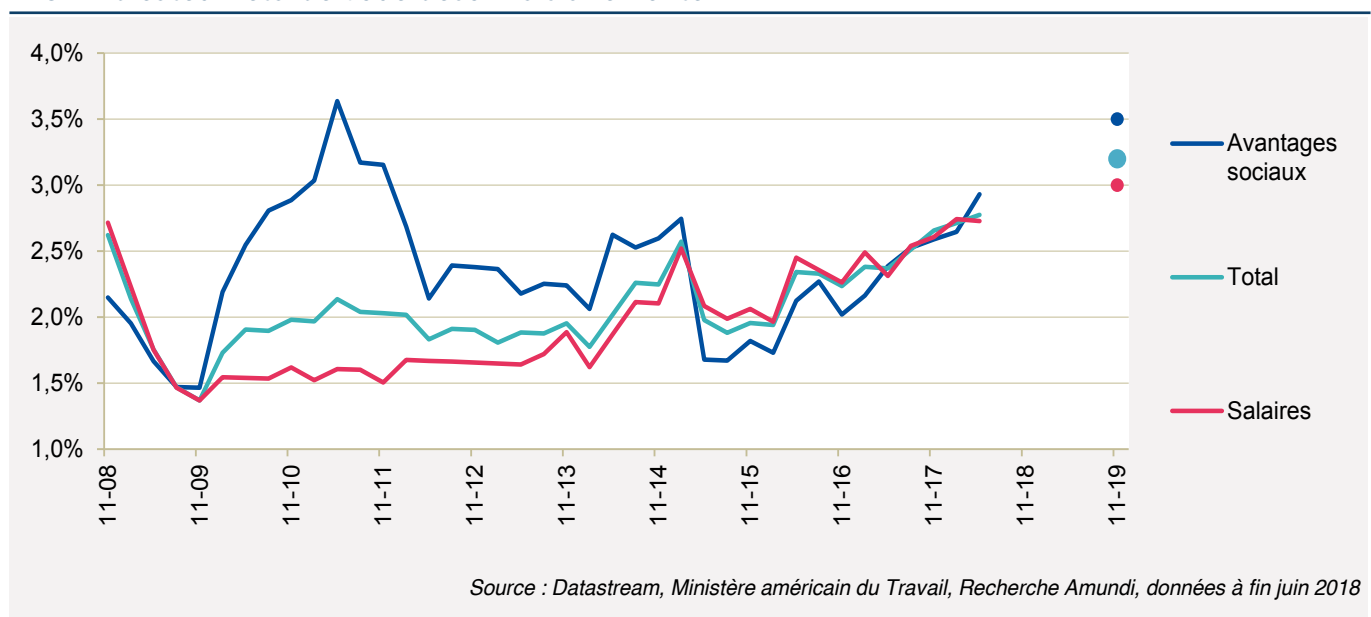
**Dans le cas inverse où les cours du pétrole viendraient à déjouer les pronostics et seraient beaucoup plus élevés que prévu** du fait d'une attrition de l'offre, **ceci serait évidemment bénéfique pour les résultats du secteur...** mais au final **globalement négatif pour l'ensemble des profits**, compte tenu des effets induits sur la croissance économique mondiale

**La hausse des coûts salariaux.** Plus avancés dans le cycle de reprise que la moyenne des autres pays, les États-Unis ont quasiment retrouvé le plein-emploi et les résultats des entreprises y sont au plus haut. Dans ce contexte, la hausse des coûts salariaux, qui est un indicateur retardé, devrait finir par accélérer et donc peser sur la progression des bénéfices du MSCI USA 2019. Après +2,5 % en moyenne sur 2017, l'indice ECI total, qui regroupe les salaires d'une part et les avantages sociaux d'autre part, a progressé de **+2,8 %** sur les six premiers mois de 2018. Jusqu'à présent, les employeurs américains ont préféré mettre l'accent sur les composantes variables, comme les bonus plutôt que sur les salaires. Compte tenu de la décélération prévisible de la conjoncture, ce biais devrait perdurer. Quoiqu'il en soit, la croissance de l'indice ECI total pourrait accélérer autour de **+3,2 %** l'an prochain, ce qui conduirait à une **hausse des coûts directs** (part des salaires dans la valeur ajoutée de l'entreprise) **et indirects** (part des salaires dans les intrants de l'entreprise) de l'emploi **de 0,3 % du chiffre d'affaires, soit -1,9 % des BPA**. Dans le reste du Monde, l'évolution des coûts salariaux demeurera très variable d'un pays à l'autre, en fonction du développement, de la législation et de la conjoncture. Par simplification, nous avons retenu une dérive neutre. Mais, comme les États-Unis représentent 55,5 % du **MSCI ACWI**, l'impact au niveau de ce dernier sera de **-1,0 %** (cf. graphique 4).

“Longtemps très modérés, les coûts salariaux vont finir par peser.”

#### 4/ États-Unis : Indice du coût de l'emploi (ECI) des travailleurs civils

Un indicateur retardé voué désormais à remonter



**La hausse des droits tarifaires.** Concernant l'impact de la hausse des droits de douane sur les BPA 2019, en l'absence d'annonces claires concernant l'Europe et le Japon, on s'en tiendra au commerce bilatéral entre les États-Unis et la Chine. Les États-Unis ont commencé à taxer un premier périmètre de 34 Mds d'importations chinoises à hauteur de 25 % à partir du 6 juillet, puis un second de 16 Mds à partir du 23 août. Par la suite, une troisième vague de 200 Mds a été taxée à hauteur de 10 % à partir du 24 septembre; taux qui sera porté à 25 % à partir du 1<sup>er</sup> janvier. De son côté, la Chine a répliqué avec des taux, un montant et un calendrier équivalents sur les deux premières vagues. Puis elle a annoncé une troisième vague de taxes de 5 à 10 % sur un périmètre de 60 Mds à compter du 24 septembre également. Toutes choses égales par ailleurs, en 2019 ces droits de douane supplémentaires pourraient représenter **une surcharge de +52 Mds de dollars sur les importations américaines** en provenance de Chine et **de +11 Mds sur les importations chinoises** en provenance des États-Unis Absorbée en partie par le consommateur (américain dans le cas des exportations chinoises et vice-versa) et par le producteur (en Chine, dans le cas des exportations chinoises et vice-versa), cette surcharge devrait ponctionner les **BPA américains de 1,4 %** et ceux du **MSCI ACWI de 1,2 %**.

## Conclusion

**Après leur forte hausse depuis fin 2016, la croissance des BPA devrait nettement s'infléchir à partir de 2019.** À l'arrivée à son pic de la croissance économique et au durcissement progressif des politiques monétaires se rajoute en effet de nombreux facteurs comme la dissipation de l'impact de la réforme fiscale américaine, la diminution de la contribution du pétrole, le renchérissement du coût du travail ou l'impact des droits de douane. **Dans ce contexte, il est fort à prévoir que le consensus devra continuer à réviser ses attentes à la baisse.** Comme en 2018, la plupart des marchés ont connu un *derating* alors que leurs résultats progressaient honorablement, cette pression pourrait perdurer l'an prochain si de surcroît les résultats se dérobent. Le soulagement du marché suite à la récente accalmie sur le front de la guerre commerciale pourrait donc s'avérer provisoire.

“Si les résultats se dérobent, les marchés pourraient s'inquiéter...”

**NOTES**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---



## Publications récentes

### THEMATIC PAPERS



#### **Résultats des entreprises en 2019 : un net ralentissement est à prévoir!**

Ibra Wane — Stratégie Actions

#### **La réforme des retraites française: cheval de Troie d'une meilleure maîtrise du budget de l'État?**

Valérie LETORT — Stratégie Taux

#### **Loi Pacte: quels changements pour l'épargne des Français?**

Marie BRIERE — Responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs,  
Xavier COLLOT — Directeur Épargne Salariale & Retraite

#### **France: un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire**

Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

#### **Profit trend and cycle analysis: a long-medium-short term sanity check**

Federico CESARINI, Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

#### **À la croisée des chemins\_panorama des marchés de taux**

Valentine AINOUZ, Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit  
Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change

#### **Brexit\_comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques**

Didier BOROWSKI — Responsable de la Recherche Macroéconomique  
Monica DEFEND — Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche  
Andrea BRASILI et Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique  
Bastien DRUT, Roberta FORTES et Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change  
Eric MIJOT et Ibra WANE — Stratégie Actions  
Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

#### **L'amélioration des fondamentaux des obligations accélère**

Bastien DRUT — Stratégie Taux et Change

#### **Crédit américain contexte macroéconomique porteur: facteurs techniques à surveiller**

Valentine AINOUZ — Stratégie Crédit

#### **Italie-la croissance est de retour**

Andréa BRASILI — Recherche macroéconomique

#### **Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis?**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises**

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

#### **Taux de défaut du haut rendement américain: tendances actuelles et perspectives**

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

#### **Les marchés sous-estiment la capacité de la Fed à remonter ses taux**

Valentine AINOUZ, Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

---

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

Octobre 2018 | Thematic paper

---

### Avertissement

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, « Société par actions simplifiée » SAS au capital de 1086262605 € – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437574452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images – Borchee

### Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

### Conception et support

Berger Pia, équipe de Recherche

Poncet Benoit, équipe de Recherche

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise sur le site:

[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)