

## 6 Enseignements de la saison des résultats du T1 2017

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique*

La saison des publications touchant à sa fin, le moment est venu d'en dresser le bilan. L'exercice est traditionnel mais la valorisation des actions s'étant normalisée, les résultats sont devenus un critère de plus en plus déterminant pour le marché.

De ce point de vue, le premier trimestre 2017 aura largement tenu ses promesses. Qu'il s'agisse d'activité, de résultats, de pourcentage de progression, de bonnes surprises ou de profondeur du mouvement, le T1 2017 s'est révélé exceptionnel pour l'ensemble des régions développées (cf. tableau ci-dessous).

Synthèse des publications du 1 <sup>er</sup> trimestre 2017				
	Europe Stoxx 600	Eurozone Euro Stoxx	USA S & P 500	Japon Topix
% de bonnes surprises sur le CA	77 %	80 %	64 %	54 %
% de bonnes surprises sur les BPA	65 %	61 %	78 %	56 %
Variation du CA sur 12 mois	10 %	9 %	8 %	4 %
Variation des BPA sur 12 mois	23 %	20 %	14 %	28 %

Source : Bloomberg, JP Morgan, Recherche Amundi

Peu dynamique depuis mi-2014, l'activité des entreprises s'est ainsi nettement reprise en début d'année. Le sursaut des matières premières, l'amélioration du commerce international et du pricing power des entreprises se sont en effet traduits par des progrès inaccoutumés. La hausse des chiffres d'affaires s'échelonne dès lors de +4 % à +10 % selon les régions, alors qu'elle était nulle voire négative depuis deux ans. Portés par ce regain d'activité, les résultats ont connu une croissance à deux chiffres sur l'ensemble des régions. Par ailleurs, la visibilité sur les deux, voire trois prochains trimestres demeure bonne, compte tenu des effets de base, notamment en Europe et tout particulièrement en zone euro.

### S'agissant de l'Europe, les résultats du T1 2017 sont encore plus encourageants qu'il n'y paraît

Tout d'abord, le « solde net » de bonnes surprises en matière de résultats (% de bonnes surprises moins % de mauvaises surprises) est au plus haut depuis le T3 2010 (cf. graphique 1). Ceci est d'autant plus significatif que 2010 avait été atypique ; les comparaisons cette année-là ayant été flattées du fait de l'effondrement des résultats 2009, marqués par la grande crise financière. Par ailleurs, comparée aux États-Unis, la performance relative de l'Europe est remarquable. Outre-Atlantique, le pourcentage de bonnes surprises sur les résultats est structurellement plus élevé qu'en Europe du fait de politiques de communications différentes. Lorsque l'on compare les deux régions, il est dès lors plus pertinent de comparer les écarts à la moyenne que de s'en tenir aux chiffres absolus. On constatera alors qu'au T1 2017, le solde net de bonnes surprises a été quasiment deux fois supérieur à sa moyenne en Europe (cf. graphique 1) contre à peine +10 % aux États-Unis.

Concernant les résultats européens, ceux-ci ont bondi de +23 % au T1 2017. Cette progression tranche avec les trimestres précédents (cf. graphique 2) et il faut remonter pas moins de six ans en arrière (T2 2011) pour retrouver une telle hausse.

Cette hausse des résultats est d'autant plus encourageante qu'elle n'est pas seulement le fruit des réductions de coûts mais qu'elle s'est accompagnée d'un véritable rebond de l'activité. Ce sursaut doit certes beaucoup au secteur de

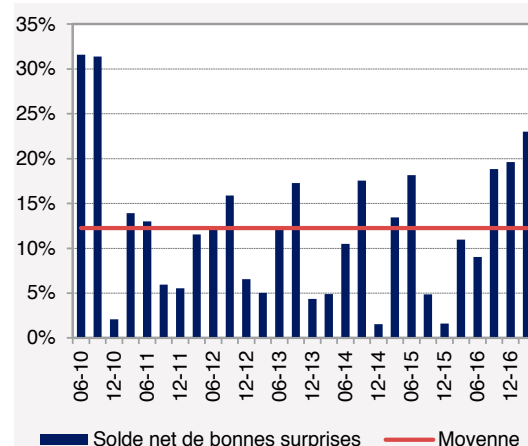
### L'essentiel

Les publications du premier trimestre 2017 auront largement tenu leurs promesses avec une progression des résultats à deux chiffres pour l'ensemble des régions développées et des révisions substantielles des BPA.

S'agissant de l'Europe, les résultats, en hausse de +23 %, sont encore meilleurs qu'il n'y paraît. Le solde net de bonnes surprises est au plus haut depuis sept ans. La quasi-totalité des secteurs a participé. Par ailleurs, cette hausse n'est pas seulement le fruit des réductions de coûts mais s'est accompagnée d'un véritable rebond de l'activité (+4 % hors énergie et effet change). Enfin, ce rebond des résultats devrait perdurer, avec un avantage à l'Europe et à la zone euro en particulier.

“ Un solde net de bonnes surprises sur les résultats au plus haut depuis 2010 ”

1 Stoxx Europe 600 : solde net de bonnes surprises sur les BPA (en % des sociétés)



Source : Bloomberg, UBS, Recherche Amundi

Juin 2017

l'Énergie, où, dans la foulée des prix du pétrole, le chiffre d'affaires a bondi de 40 %. Mais hors énergie, le chiffre d'affaires des sociétés européennes a tout de même progressé de +6 % alors qu'il stagnait depuis des années.

Au plan sectoriel, on notera enfin que cette progression des résultats du Stoxx 600 n'a pas été un phénomène isolé mais s'est opérée sur un **front très large**. Ainsi, parmi les onze secteurs de niveau 1, à l'exception des *Utilities*, les dix autres ont connu une **hausse de leurs résultats** (cf. graphique 3). Compte tenu des effets de base il n'est guère étonnant de retrouver en *pole position* l'Énergie (+128 %), les Matériaux de base (+23 %) ou les Financières (+21 %). En revanche, l'ampleur du retournement a été généralement sous-estimée de +9 % en moyenne. Ainsi, les résultats se sont inscrits +21 % au-dessus des attentes dans l'Énergie, +13 % pour les Financières et +6 % pour les Matériaux de base. De même, à l'exception de l'Immobilier, des Télécoms, les autres secteurs ont délivré des résultats en ligne ou supérieurs aux attentes

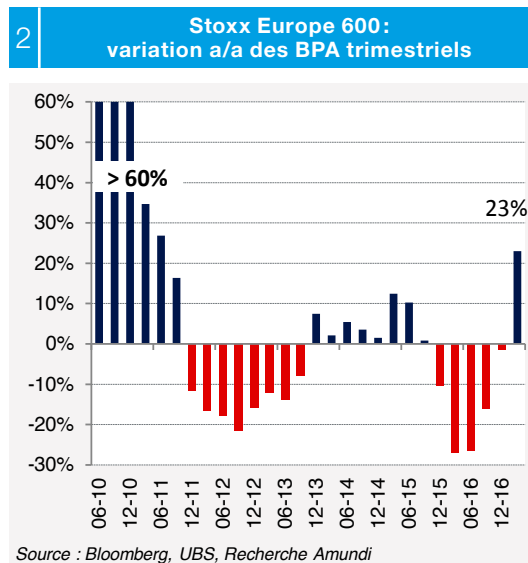
**Ce rebond des résultats des sociétés européennes devrait perdurer**

**À court terme, l'examen des trimestres précédents montre que les bases de comparaison demeureront beaucoup plus aisées en Europe qu'aux États-Unis.** Si l'an dernier, les résultats du T2 au T4 baissaient encore sensiblement en Europe (-15 % en moyenne du T2 au T4 dont -26 % au T2, -16 % au T3 et -1 % au T4) ils commençaient en effet à se stabiliser aux États-Unis (-2 % en moyenne, dont -9 % au T2, -3 % au T3 et +7 % au T4). Dès lors, toutes choses égales par ailleurs, les comparaisons en Europe demeureront encore très faciles au T2 et T3 2017 et relativement neutres au T4 (cf. graphique 2) alors qu'elles commenceront à se tendre aux États-Unis.

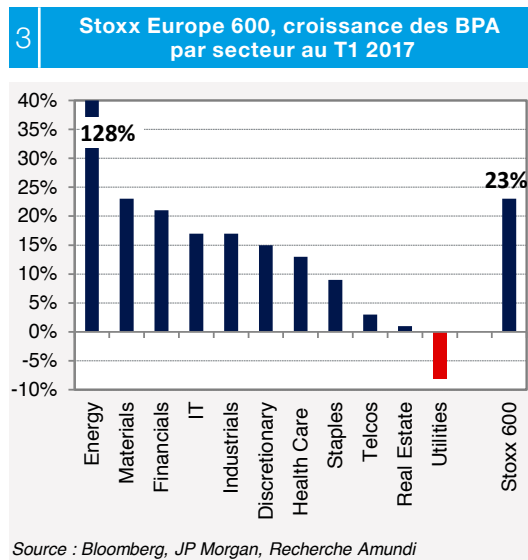
**À plus long terme, les résultats des sociétés européennes et de la zone euro en particulier recèlent encore des marges de rattrapage considérables.** Si, à l'approche du Brexit (fin mars 2019) la croissance du Royaume-Uni peut commencer à s'infléchir (+1,3 % en 2018 vs +1,5 % en 2017<sup>e</sup>), la reprise économique en zone euro qui s'est affirmée de plus en plus nettement depuis quelques trimestres devrait se poursuivre quasiment au même rythme (+1,5 % vs +1,6 % en 2017). Par ailleurs, le rebond attendu des résultats 2017 ne saurait effacer le retard accumulé au cours des dix années précédentes. Ainsi, de 2007 à 2016, les BPA ont baissé de 45 % en Europe et jusqu'à 50 % en zone Euro, alors que dans le même temps, ceux du S & P 500 bondissaient de près de 30 %.

**Pour conclure**

La saison des publications du T1 2017 a été exceptionnelle. **Après un tel cru, il va devenir de plus en plus difficile de surprendre.** Quoi qu'il en soit, entre les effets de bases favorables à court terme et les marges de rattrapage à plus long terme, la zone euro en particulier devrait se distinguer au cours des deux prochaines années.



“ Des bases de comparaisons relativement aisées ”





# Amundi Research Center

Top-down  
**Asset Allocation**  
Bottom-up  
**Corporate Bonds**  
**Fixed Income**



**Foreign Exchange**  
Money Markets **Equities**

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

**Monetary Policies**  
Forecasts  
**Investment Strategies**  
Quant  
**Emerging Markets**  
Sovereign Bonds  
**Private Equity**  
Real Estate **High Yield**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**  
MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*,  
ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**  
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**  
THIERRY RONCALLI – *Recherche Quantitative*

### Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs: les choix essentiels en matière de placement**  
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?**  
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU – *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?**  
CATHERINE CROZAT – *Analyse ESG*

### Éditions spéciales \_ Élection présidentielle française 2017

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**  
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent ... retour aux fondamentaux**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #8 – **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 – **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 – **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**  
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALERIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #5 – **Dette publique française: liquide et sûre**  
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 – **Les candidats et la politique budgétaire: une analyse des divergences**  
VALERIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*

### Correspondants

#### Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE  
*Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

#### Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,  
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

#### Support

– PIA BERGER  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*  
– BENOIT PONCET  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

### AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

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 anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - wissanu01