



Préférence pour les actions européennes dans un contexte de perspectives de résultats fragiles

Le quatrième trimestre 2022 est le premier trimestre de baisse des profits en glissement annuel pour les États-Unis alors que l'Europe résiste mieux. Aux États-Unis, les secteurs liés à la Big Tech sont ceux qui souffrent le plus. En Europe, la bonne résistance des profits préserve une valorisation attractive en dépit du fort rebond boursier depuis fin septembre. Alors que la fin des taux négatifs redonne du poids à la valorisation comme critère de sélection et tant que le scénario de soft-landing américain prévaut, le marché européen est une alternative crédible dans un portefeuille international.



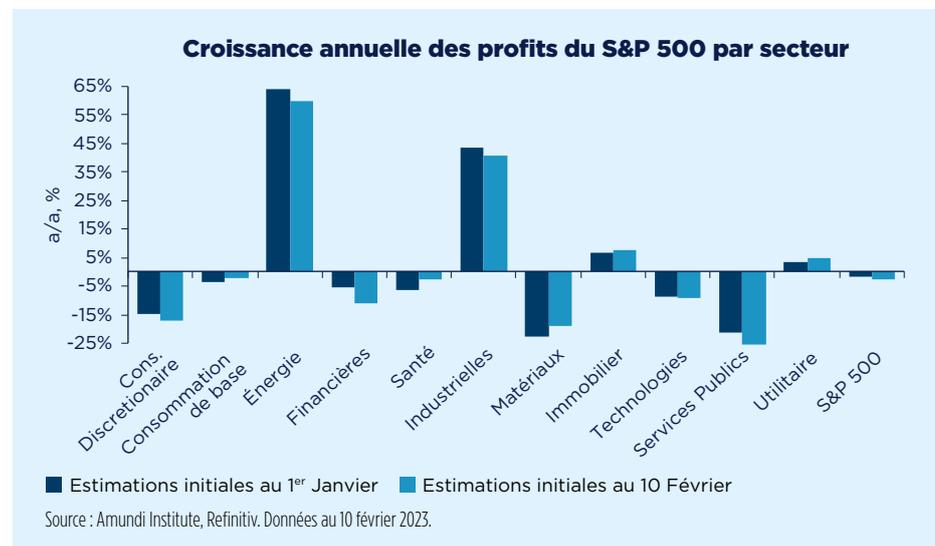
Éric MIJOT
Responsable de la Stratégie
Actions - Amundi Institute

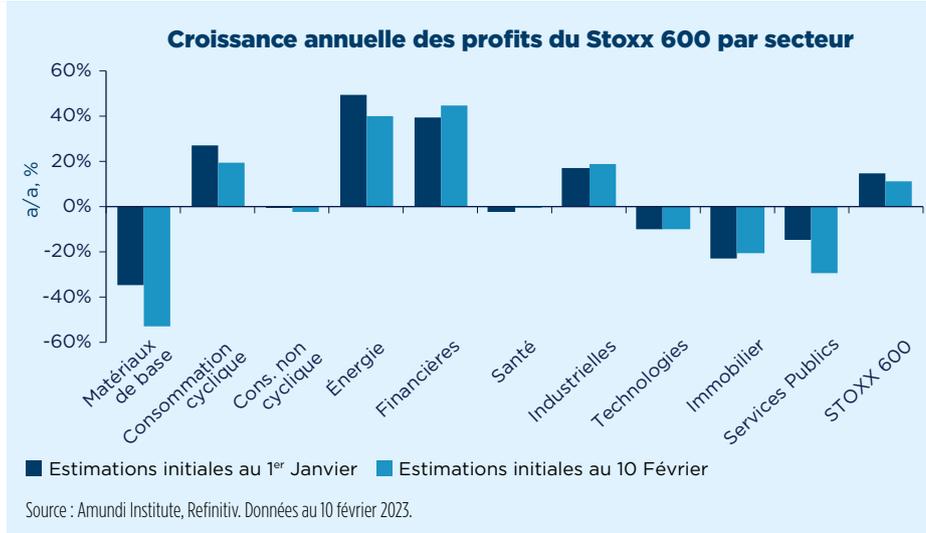
La saison de résultats est suffisamment avancée aux États-Unis pour en tirer des enseignements

Tout d'abord, alors que près de 70% des résultats des sociétés du S&P500 ont été publiés, la croissance des profits en glissement annuel ressort négative pour la première fois dans ce cycle selon Ibes (-2,8% contre +4,4% au T3, +8,4% au T2 et +11,4% au T1 2022). C'est un peu plus négatif qu'escompté début janvier par les analystes (-1,6%) et combine ralentissement des ventes et baisse des marges.

À noter que les secteurs riches en « Big Tech » enregistrent un fléchissement plus marqué que la moyenne. Il en va ainsi pour la technologie (-9,2%), la consommation discrétionnaire (-17%) et les services de communication (-25,4) dont les résultats baissent d'ailleurs plus qu'anticipé début janvier. Ces valeurs de croissance (ces trois secteurs représentent plus de 70% du MSCI USA Growth), ont montré qu'elles avaient aussi des caractéristiques cycliques et devaient corriger leur sur-profitabilité qui a atteint son paroxysme avec la crise du Covid. Cela conforte notre prudence sur ces secteurs et, vu leur poids dans les indices, donc aussi sur le marché américain.

La correction de la surévaluation de ces quelques grandes valeurs se combine ainsi à une correction cyclique. À cet égard, le profil intra-annuel de la croissance économique aux États-Unis n'est pas porteur ; elle devrait ralentir progressivement en glissement annuel au second semestre et ressortir au mieux stable d'un trimestre sur l'autre.





On peut donc s'attendre à une poursuite de la baisse des profits en 2023 en dépit de la résilience actuelle de l'économie. Rappelons qu'historiquement, il faut plus de +2% de croissance réelle du PIB pour observer une croissance positive des profits aux États-Unis alors que notre prévision macro-économique est de tout juste de +1% en 2023 et +0,6% en 2024. Même avec ce scénario de soft-landing, il est probable que les profits tels que prévus par Ibes (+0,6% en 2023) soient encore révisés en baisse vers les -3/-5% dans les mois à venir. Enfin, le rebond du marché américain fait qu'il se paye très vite à nouveau au-dessus de sa médiane historique (18,7x les profits des 12 prochains mois contre une médiane sur les 12 dernières années à 16,8x). Il est donc tentant de considérer les marchés internationaux.

En Europe, la saison de publications des résultats bat son plein et nous livre, elle aussi, son lot de renseignements.

Alors que près de la moitié des sociétés du Stoxx 600 censées publier l'ont fait, la croissance des profits au quatrième trimestre ressort à +11,3% selon Ibes. Cela est donc mieux qu'aux États-Unis, comme lors des trois premiers trimestres de l'année. Notons toutefois que comme pour les États-Unis ce chiffre a été revu à la baisse entre le 1^{er} janvier et le 14 février (+14,5% prévus début janvier).

En Europe, le fait marquant est que les secteurs cycliques tirent mieux leur épingle du jeu que les secteurs défensifs. Il s'agit surtout des financières (+44,7%, soit encore mieux que les +39% attendus en janvier) qui profitent entre autres de la hausse des taux des banques centrales, de la consommation cyclique (+19,5%), en particulier des valeurs du luxe au fort *pricing power*, et des industrielles (+18,8%), secteur très large comprenant entre autres les valeurs de défense qui tirent profit des tensions géopolitiques. Ce sont les seuls secteurs à finir le trimestre en croissance positive avec l'énergie. Les secteurs plus défensifs comme la consommation non cyclique, la santé, les services publics voient leurs résultats décroître en glissement annuel, et même davantage que prévu dans le cas des services publics.

Il est probable que la croissance des profits, telle que prévue par Ibes (+1,2% en 2023), devra, elle aussi, s'ajuster davantage à la baisse. La croissance du PIB mondial, prévue à +2,4% en 2023 et +2,8% en 2024 par nos économistes, ne devrait pas être suffisante pour que les profits terminent l'année 2023 en territoire positif. Rappelons que, dans le cas de l'Europe, +3% de croissance du PIB mondial est historiquement nécessaire pour cela. **Un recul de -8%/-10% est envisageable en 2023.**

Toutefois, après le formidable rebond du marché européen depuis son point bas du 29 septembre 2022 (le Stoxx600 progresse de +20% à la mi-février), **la meilleure résistance des profits de ce côté-là de l'Atlantique permet pour l'instant au marché européen de rester moins cher que son homologue américain**, et ce, même si on compare les marchés secteur par secteur. Le PER 12 mois *forward* ressort à 13x en Europe, soit un encore peu moins que sa moyenne sur 12 ans (13,6x).

Après un tel rebond, une consolidation est bien sûr possible, voire souhaitable. Mais alors que la disparition des taux négatifs donne plus de poids à la valorisation dans les critères de sélection et tant que le scénario de *soft-landing* prévaut, le marché européen doit ainsi faire partie des alternatives à considérer dans un portefeuille international.

“Résultats du T4: la Big Tech US déçoit alors que les cycliques européennes résistent.”

INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du mercredi 22 février 2023. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, prévision ou prédiction. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production de ce document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 2 mars 2023.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Credits photos : ©iStock - Charles O'Rear

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine,

Responsable de la stratégie Taux, CFA

BÉRARDI Alessia,

Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean-Baptiste,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

BERTONCINI Sergio,

Stratégiste Senior Taux

BOROWSKI Didier,

Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques

CARULLA Pol,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

CESARINI Federico,

Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

DHINGRA Ujjwal,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

DI SILVIO Silvia,

Macrostratégiste Senior, Recherche Cross-Asset

DROZDIK Patryk,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine,

Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire,

Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

MIJOT Éric,

Responsable de la Stratégie Actions

PORTELLI Lorenzo,

Responsable de l'équipe Recherche Cross-Asset, Responsable de la Recherche Amundi SGR Italy

PRADHAN Mahmood,

Responsable Macroéconomie

ROSENBERG Anna,

Responsable Géopolitique

USARDI Annalisa,

Économiste Senior, CFA

VARTANESYAN Sosi,

Analyste Souverains Senior

Directeurs de la publication

DEFEND Monica,

Directrice d'Amundi Institute

MORTIER Vincent,

Directeur des Gestions

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia,

Responsable de l'équipe Edition et Publication

FIOROT Laura,

Responsable de l'Édition & des Divisions Client

Rédacteurs en chef adjoints

PANELLI Francesca,

Spécialiste de l'Édition & des Divisions Client

PERRIER Tristan,

Macroéconomiste & Spécialiste de l'Édition