

## LE THÈME DU MOIS

**Publication des résultats du 3<sup>e</sup> trimestre :  
meilleurs que prévus, mais des doutes  
subsistent pour 2022**

**Debora DELBO'**,  
Macro-Stratège  
Marchés Emergents



**Ibra WANE**,  
Stratège Recherche Actions  
Senior

Les résultats du T3 ont généralement été très supérieurs aux attentes ce qui n'était pas acquis compte tenu des goulets d'étranglement et du renchérissement des intrants. Pour autant, le consensus 2022 est demeuré très prudent, avec des prévisions de BPA au mieux équivalentes à la croissance nominale du PIB ! De bonnes surprises ne sont donc pas à exclure.

La plupart des sociétés ayant publié leurs comptes du 3<sup>e</sup> trimestre, le moment est venu d'en dresser le bilan. Et celui-ci est bon puisque, quelle que soit la région, les résultats ont été très largement supérieurs aux attentes. Après le coup d'arrêt qu'avait subi l'économie en 2020, les effets de base demeuraient certes aisés. Mais compte tenu de l'engorgement du fret, de l'envolée des cours des matières premières, des tensions salariales et des goulets d'étranglement dans de nombreux secteurs suite à la pénurie de semi-conducteurs, de telles hausses n'apparaissent pas acquises. Pour autant, le consensus bénéficiaire pour l'année prochaine est demeuré très prudent, avec des prévisions de BPA de +7,3 % aux États-Unis et +6,5 % en Europe, soit au mieux équivalentes à la croissance nominale du PIB ! Après un rattrapage exubérant en

2021, le *momentum* économique va certes ralentir mais la croissance réelle des pays développés devrait demeurer sensiblement au-dessus du potentiel en 2022. Dès lors, la relation habituelle entre croissance du PIB et bénéfiques suggérerait plutôt des progressions de BPA de l'ordre de 16 % aux États-Unis et 20 % en Europe. Entre ces deux visions très différentes, la réalité est probablement à mi-chemin. Comme la pandémie tend à devenir endémique, que les goulets d'étranglement ne se dissipent que lentement et que les pressions inflationnistes semblent relativement tenaces, des progressions de l'ordre de 10 % tant aux États-Unis qu'en Europe nous sembleraient plus réalistes. Dans tous les cas, dans un environnement où l'inflation sera plus prégnante, d'un secteur voire d'une entreprise à l'autre, le maître mot pour se différencier sera plus que jamais le *pricing power*.

**S&P 500 : un résultat trimestriel au plus haut historique**

Au 19 novembre, près de 95 % des entreprises du S&P 500 ont déjà publié leurs comptes du 3<sup>e</sup> trimestre 2021 (T3 21). Avec un BPA de 53,75 USD au T3, le S&P a établi un **nouveau record historique**, tous trimestres confondus. Malgré les doutes qui s'étaient fait jour en septembre, ces résultats se sont avérés **une nouvelle fois très nettement supérieurs aux attentes**. Ainsi, au dernier pointage, ils marquaient une progression de **+42 %**, soit bien mieux que ce qui était prévu le 1<sup>er</sup> octobre au début de la saison des publications (+29 %). Par ailleurs, ces résultats sont d'autant plus impressionnants qu'ils sont également en forte hausse par rapport au T 19 (+33 %) ; période épargnée par le Covid. Malgré cette envolée du T3, le consensus pour le T4 est demeuré globalement stable (+22 % comme au 1<sup>er</sup> octobre), ne conduisant dès lors qu'à une **modeste révision à la hausse du consensus en année pleine** (+49 % pour 2021 vs +46 % au 1<sup>er</sup> octobre). De surcroît, cette révision limitée du consensus 2021 s'est faite **au détriment de 2022** ; les attentes du consensus pour l'année prochaine ayant été revues de +9,2 % à +7,7 % depuis le 1<sup>er</sup> octobre.

Alors que le consensus des analystes *Sell Side* est généralement exagérément optimiste, cette fois-ci **il nous semble plutôt conservateur**. Certes, le pic de la reprise est derrière nous et les effets de base seront beaucoup plus difficiles l'année prochaine. De même, les pressions salariales et la hausse du coût des intrants devraient peser sur les comptes. Toutefois, les entreprises qui ont du *pricing power* devraient parvenir à neutraliser une bonne part de l'inflation. Surtout, si la croissance du PIB américain est largement supérieure à 3% l'an prochain (scénario central Amundi +3,7%), une croissance des BPA de seulement +7,7% serait atypique car à peine plus élevée que la progression moyenne des BPA sur longue période pour un PIB bien supérieur. En effet, de 2000 à 2019, le PIB et les BPA du S&P 500 ont progressé respectivement de +2,1% et 6,9% par an en moyenne. Mais un point de PIB supplémentaire engendrant 6% de BPA en plus, toutes choses égales par ailleurs, avec +3,7% de croissance du PIB US attendus l'an prochain, les BPA du S&P 500 seraient censés progresser de +16%, soit plus de deux fois

Le consensus 2022  
semble pessimiste

LE THÈME DU MOIS

Aux États-Unis, comme en Europe...

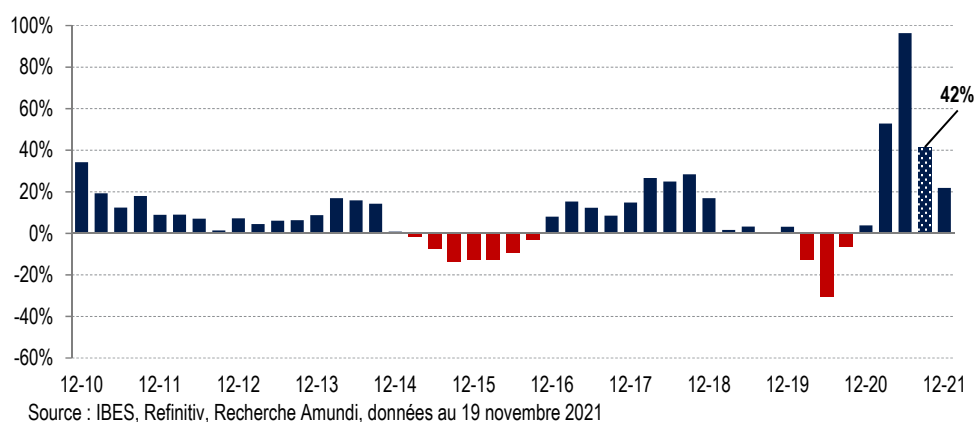
les attentes du consensus (+7,7%). Au final, comme il convient de garder une marge de sécurité compte tenu des impondérables liés à la pandémie, aux goulets d'étranglement et à la capacité de répercuter les hausses de prix, **une progression intermédiaire des BPA américains de l'ordre de 10% l'an prochain** nous semble plus réaliste.

**Les évolutions bénéficiaires par secteur sont également instructives.** Si l'ensemble des grands secteurs a progressé, les évolutions ont été très disparates. Sur l'ensemble de l'année, les trois secteurs dont les BPA ont le plus progressé sont **l'Énergie** (+1461 % en 2021e), **les Matériaux** (+89 %) et **l'Industrie** (+88 %). S'agissant de l'Énergie et de l'Industrie, en sus de la reprise, leurs résultats ayant lourdement chuté l'an dernier, les effets de base étaient très aisés. En revanche, les Matériaux ayant très bien résisté en 2020, leur forte progression cette année doit avant tout à l'envolée des cours des matières premières. **En bas de classement on retrouve sans surprise des secteurs défensifs** comme les Utilities

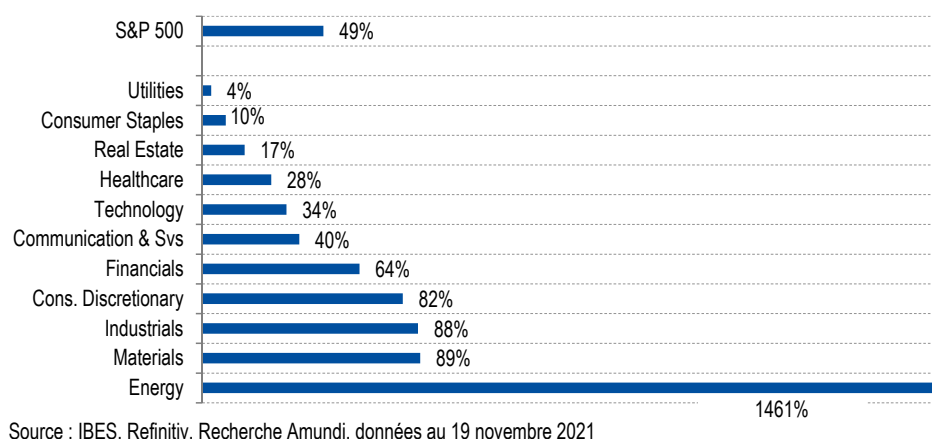
(+4 %) ou la Consommation courante (+10 %) ; les sous-secteurs de la boisson et de la distribution alimentaire demeurant pénalisés.

Enfin, sur deux ans (2019-2021), afin de se comparer à la **situation pré-pandémie**, les six secteurs dont la progression des BPA devrait être supérieure à la moyenne (+30 % pour le S&P) sont les Matériaux +78 %, l'IT +50 %, l'Énergie +44 %, les Services de Communication +39 %, la Santé +38 % et les Financières +35 %. À l'exception de la Santé, portée par le contexte sanitaire, il s'agit donc plutôt de **secteurs cycliques** liés aux matières premières ou aux Gafam (IT & Services de Communication) ou bénéficiant de l'amélioration de la conjoncture en général comme les Financières. En revanche, les **secteurs défensifs** comme la Consommation courante (+14 %) ou les Utilities (+5 %) demeurent très en dessous de la moyenne. Enfin, a contrario des autres cycliques, l'Industrie (-17 %) qui est pénalisée par les goulets d'étranglement et la hausse des matières premières est encore loin d'avoir retrouvé son niveau de 2019.

1/ S&P 500 : Résultats trimestriels (Var 12M, %)



2/ S&P 500 : Résultats 12M 2021e (Var 12M, %)



LE THÈME DU MOIS

... 10% de hausse des BPA 2022 semble possible

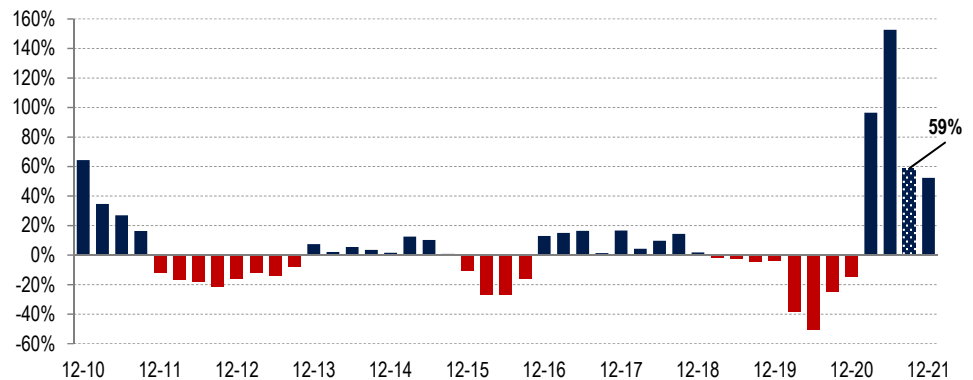
**Stoxx 600 : un rebond des résultats encore plus net qu'aux États-Unis**

Au 23 novembre, la saison des publications du Stoxx 600 touche également à sa fin avec 89 % des entreprises qui ont déjà publié leur compte du T3 21. Plus encore qu'aux États-Unis, les résultats européens ont surpris à la hausse avec une progression de +59 % contre 46 % attendus au 1<sup>er</sup> octobre. Par ailleurs, à la différence des États-Unis, ce très bon T3 a entraîné une révision à la hausse substantielle tant pour le T4 (+52 % vs +39 % au 1<sup>er</sup> octobre) que pour l'ensemble de 2021 (+65 % vs +58 %).

En revanche, comme aux États-Unis, les attentes des analystes sur 2022 semblent conservatrices eu égard aux croissances de PIB attendues (Scénario Amundi +4,1% en zone euro et +4,3% au Royaume-Uni). Ainsi, le consensus table respectivement sur +8,0% pour les BPA en zone Euro et +2,5% au Royaume-Uni (pénalisé par des effets de base très élevés en 2021), soit +6,5% pour l'ensemble de l'Europe.

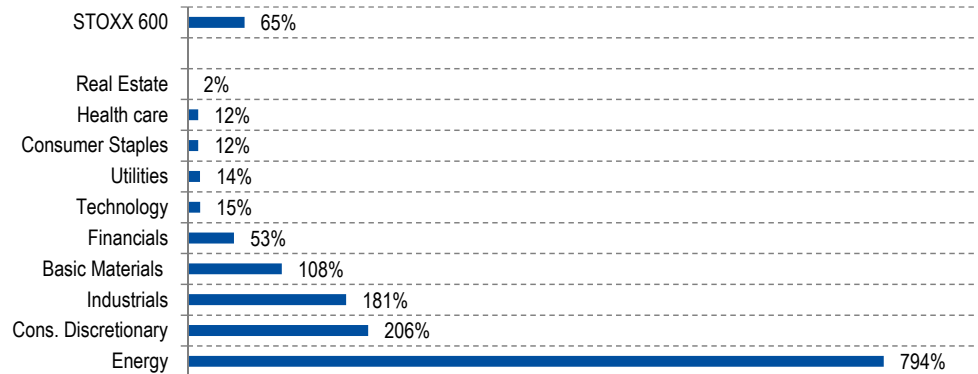
Historiquement, sur longue période (2000-2019), la croissance des BPA en Europe (+3,6 %) est certes plus faible qu'aux États-Unis (+6,9 %). En revanche, la croissance du PIB européen sur la période de référence n'était alors que de +1,6 % alors qu'elle devrait dépasser 4 % l'an prochain. Dès lors, compte tenu de la sensibilité des BPA européens au PIB, un tel niveau de croissance devrait, toutes choses égales par ailleurs, engendrer une hausse des BPA de +20 %. Là encore, comme aux États-Unis, il convient de garder une marge de sécurité du fait des différents aléas déjà évoqués. Mais entre le décalage conjoncturel des deux régions et la vigueur du dollar qui devraient tous deux bénéficier au Vieux Continent, une croissance des BPA de +10 % en Europe, dont +12 % en zone Euro et +5 % au Royaume-Uni nous semble plausible.

3/ Stoxx 600 : Résultats trimestriels (Var 12M, %)



Source : IBES, Refinitiv, Recherche Amundi, données au 23 novembre 2021

2/ Stoxx 600 : Résultats 12M 2021e (Var 12M, %)



Source : IBES, Refinitiv, Recherche Amundi, données au 23 novembre 2021

En Europe, les évolutions bénéficiaires par secteur sont également très instructives. De façon générale, en 2021 le contraste sera encore plus marqué qu'aux États-Unis entre secteurs défensifs d'une part (Santé +12 %,

Consommation Courante +12 %, Services collectifs +14 %) et cycliques d'autre part (Technologie +15 %, Financières +53 %, Matériaux de base +108 %, Industrie + 181%, Consommation cyclique +206 %). Cependant,

## LE THÈME DU MOIS

Après une année  
2021 délicate pour les  
émergents...

... la Chine va-t-elle  
redémarrer en 2022 ?

d'une région à l'autre les secteurs comportent **des spécificités**. Ainsi, l'Énergie en Europe est moins intégrée en amont, d'où sa moindre chute en 2020 mais aussi son moindre rebond en 2021. De même, la Technologie ou la Santé en Europe fait pâle figure par rapport aux États-Unis alors que c'est l'inverse pour l'Industrie.

**Enfin, en dépit du retard conjoncturel de l'Europe par rapport aux États-Unis, les**

### Marchés émergents : de bons résultats d'ensemble en 2021 malgré la Chine ; celle-ci parviendra-t-elle à prendre le relais en 2022 ?

La saison des résultats est également quasiment terminée pour les Émergents avec 82 % des entreprises qui ont déjà publié au 22 novembre. **Là encore le rebond du T3 21 a été très marqué** avec **+32 %** de hausse des BPA en USD du MSCI EM, voire +55 % en monnaies locales, soit +20 % au-dessus des attentes initiales. A contrario de la tendance générale, la progression des BPA en Chine a été très limitée (+2 %). En revanche, sous l'effet des semi-conducteurs et des matières premières, la progression des BPA (en monnaies locales) a été plus particulièrement marquée à Taiwan (+60 %), en Corée (+70 %), en Arabie saoudite (+130 %), au Brésil (+162 %) et au Chili (+237 %).

**Bien sûr, séquentiellement, les progressions sont un peu moins nettes qu'en début d'année**, ce qui témoigne d'une certaine décélération de la croissance dans les pays où la reprise avait été particulièrement forte récemment. C'est notamment le cas du LATAM (Mexique, Brésil et Colombie en particulier), de plusieurs pays de l'ASEAN (Philippines, Thaïlande et Malaisie) et de la Chine. Cette dernière connaissant à la fois un ralentissement et un rééquilibrage de son économie domestique.

### Pour conclure

D'une région à l'autre, les résultats du T3 2021 et plus largement de l'ensemble de l'année ont été très bons mais n'ont pas complètement dissipé les doutes sur l'année prochaine du fait de la dissipation mécanique des effets de base, de la modération à venir des *stimuli*, du renchérissement du coût des intrants et d'une situation sanitaire encore loin d'être complètement éclaircie. Pour autant, alors que les prévisions bénéficiaires des analystes

**BPA européens ont également globalement dépassé leurs niveaux d'avant crise**. Les BPA 2021 s'annonçant 14 % supérieurs à ceux de 2019 ; une prouesse due en bonne part au très fort rebond du complexe des matières premières (Matériaux de base +86 %, énergie +69 %) ; le reste de la cote ne progressant en moyenne que de 4 % par rapport à 2019.

Si dans l'ensemble, parmi les vingt pays de notre échantillon, les **surprises** ont été généralement positives (+20 % en devises locales), ceci n'a toutefois pas été le cas en Chine (-1 %), en Thaïlande (-2 %) ou aux Philippines (-3 %). De même, le pourcentage d'entreprises ayant dépassé les attentes s'est tassé (50 %) et est désormais inférieur à celui de l'Europe (64 %) sans parler des États-Unis (81 %).

Sur le plan sectoriel, **les résultats du MSCI EM ont été**, comme en Europe, **particulièrement positifs pour les secteurs cycliques** (Consommation discrétionnaire > 1000%, Industrie +272 %) **et le complexe des matières premières** (Énergie +285 %, Matériaux de base > 1000%).

Le consensus IBES table sur **+6 % de hausse des BPA du MSCI EM pour 2022** dont **-6 % pour le LATAM**, qui subirait le contrecoup de l'envolée de ses résultats cette année (+204 %) mais **+8 % en Asie émergente** qui bénéficierait du redémarrage de la Chine (+16 %) après une année 2021 en demi-teinte suite à ses contreperformances en matière de consommation discrétionnaire et dans l'immobilier.

sont généralement optimistes, cette fois-ci, il nous semble qu'elles recèlent au contraire un potentiel de révision à la hausse. Moins avancée que les autres régions dans son cycle de reprise et à même de tirer parti d'un dollar fort, l'Europe, et plus particulièrement la zone euro, aura probablement une belle carte à jouer l'année prochaine.

*Achévé de rédiger le 25 novembre 2021*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Policies  
Exchange Corporate Equities Bottom-up  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

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

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 30 novembre 2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 2 décembre 2021.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — 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)

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - DenysKuvaiev

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

**AINOUZ Valentine**, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés

**BELLAICHE Mickael**, Stratégiste Taux et Crédit

**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**CESARINI Federico**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

**FIOROT Laura**, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**STRENTA Aurelien**, Analyste Marchés émergents

**USARDI Annalisa**, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

**VANIN Grégorio**, Analyste Recherche Cross asset

**VARTANESYAN Sosi**, Analyste Souverains Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit