

LE THÈME DU MOIS

Bilan des résultats du 1^{er} trimestre 2021 : un rebond nettement plus fort que prévu qui augure bien de l'ensemble de l'année

Debora DELBO',
Macro-Stratégiste
Marchés Emergents



Éric MIJOT,
Responsable de la Stratégie
sur les Marchés Développés



Ibra WANE,
Stratégiste Recherche Actions
Senior

Le rebond des résultats au T1 a partout surpris par son ampleur. Ce rebond devrait se poursuivre au-delà de 2021. Une nouvelle phase de hausse des marchés d'actions, tirée par les profits pourrait ainsi s'ouvrir. À plus court terme cependant, les marchés ayant déjà beaucoup progressé pourraient hésiter. Cette hésitation ne devrait toutefois pas remettre en cause leur évolution favorable d'ici 9/12 mois, et notamment celle des valeurs décotées.

Le rebond des résultats d'entreprises au T1 a partout surpris par son ampleur. Ce rebond devrait se poursuivre au-delà de 2021. À moyen terme, une nouvelle phase de hausse des marchés d'actions, moins forte mais plus fondamentale, semble donc sur le point de s'ouvrir où la croissance des profits tiendrait un rôle plus central. À plus court terme, de nombreux marqueurs de la reprise s'acheminant vers leur paroxysme, les marchés qui ont déjà beaucoup progressé pourraient cependant devenir plus hésitants. Cette hésitation ne devrait pas remettre en cause leur évolution favorable d'ici 9/12 mois. Dans un contexte où le redémarrage devrait se généraliser, il semble donc opportun de conserver un biais plutôt pro-cyclique et surtout de favoriser les valeurs décotées. De même, la sélection des titres deviendra de plus en plus décisive. À la primauté du Beta devrait succéder celle de l'Alpha.

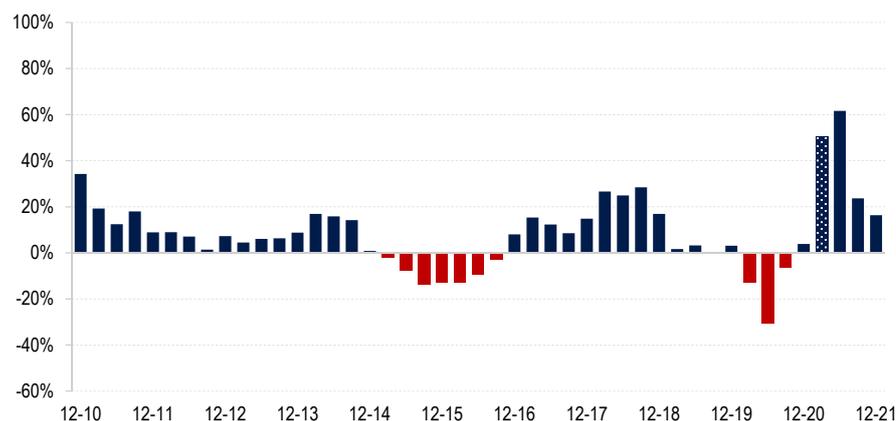
S&P 500 : Un T1 impressionnant, aussi bien en termes de chiffre d'affaires que de résultats !

Au 14 mai, 91 % des entreprises du S&P 500 ont déjà publié leurs comptes, et

ceux-ci se sont révélés très nettement supérieurs aux attentes. Au niveau des ventes tout d'abord, après -1% l'an dernier, celles-ci se sont envolées de +13 % au T1 2021, au lieu de +9 % attendus au 1^{er} avril, au tout début des publications. De même, sur le plan des résultats, ceux-ci ont bondi de +51 % au T1 alors que le consensus ne visait que +16 % en début d'année, puis +24 % au 1^{er} avril. Ce rebond est d'autant plus significatif que les résultats du T1 2020 (-13 %) n'avaient pas encore subi de plein fouet l'impact du Covid 19. Ces résultats sont donc non seulement supérieurs à ceux de l'an dernier, mais surtout 31 % au-dessus de ceux de la période pré-Covid du T1 2019. Alors que l'économie américaine vient tout juste de retrouver ses niveaux antérieurs à la pandémie, l'ampleur du rebond des chiffres d'affaires (+13 %) et des résultats (+51 %) du S&P 500 au T1 2021 est donc tout simplement impressionnante.

D'un secteur à l'autre, les évolutions ont toutefois été très fragmentées. Ainsi, les résultats des Financières et de la Consommation discrétionnaire se sont non seulement distingués à la hausse

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



Source : Refinitiv IBES data, Recherche Amundi, données au 14 mai 2021

LE THÈME DU MOIS

À l'issue de cet excellent T1, le consensus des BPA en année pleine du S&P 500 a été revu de +26 % à +35 %

avec respectivement +138 % et +191 %, mais ont également fait beaucoup mieux qu'attendu début avril (+69 % et +99 %). En sens inverse, sans surprise, les Utilities (-1 %), l'Immobilier (+6 %) et la Consommation courante (+7 %) ferment la marche. Plus inattendu, la Santé, qui est un secteur défensif, a progressé encore très fort au T1 2021 (+27 %) alors qu'elle s'était déjà distinguée l'an dernier (+7 %). En sens inverse, l'Industrie déçoit. Ce secteur cyclique dont les résultats avaient chuté au T1 2020 (-33 %) n'est en effet pas encore parvenu à redémarrer au T1 2021 (+1 %).

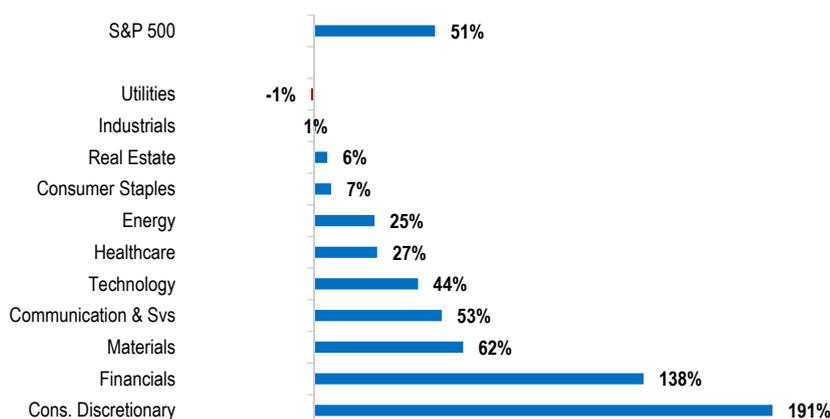
Enfin, une fois de plus, les fameux GAFAM ont fait une démonstration de force. Collectivement, les résultats de Google (+166 %), Apple (+119 %), Facebook (+93 %), Amazon (+215 %) et Microsoft (+39 %) ont plus que doublé (+104 %) alors qu'à la veille de leurs annonces, le consensus tablait à peine sur la moitié de cela (+48 %). Ces excellents résultats

des GAFAM n'ont pourtant guère été salués. Si Google et Facebook ont tiré leur épingle du jeu, deux semaines après leurs publications, les GAFAM ont en moyenne sous performé de 1 %. Entre la généralisation de la reprise économique et la pression haussière sur les taux d'intérêt, l'enthousiasme pour les valeurs de croissance ou de qualité s'est en effet amoindri et s'est déplacé en faveur des valeurs cycliques, décotées et des financières.

Dans la foulée de cet excellent 1^{er} trimestre, le consensus en année pleine du S&P 500 a été revu à la hausse passant de +26 % à +35 %. Du fait des effets de base et du poids respectif des différents trimestres, ceci suppose une progression de +61 % au T2, +24 % au T3 et +16 % au T4. Compte tenu de la vigueur de la reprise américaine et des prochains stimulus à venir, à fiscalité inchangée¹, ceci devrait être non seulement atteint mais probablement dépassé.

¹ L'administration Biden a prévu de remonter le taux d'IS de 21 à 28% contre 35% avant la réforme Trump et d'instaurer un impôt minimal de 15%. D'après le consensus ceci devrait amputer les BPA du S&P 500 d'environ 5 à 7%. Le contenu exact de ces réformes demeure toutefois incertain et la date d'entrée en vigueur pourrait être reportée à 2022 voire au-delà.

2/ S&P 500 : Résultats T1 2021 (Var 12M, %)



Source : Refinitiv IBES data, Recherche Amundi, données au 14 mai 2021

Stoxx 600 : Un très fort rebond des résultats au T1 mais essentiellement du fait de la diminution des risques et de la réduction des coûts jusque-là...

La saison des publications est également quasi terminée en Europe où 81 % des entreprises du Stoxx 600 ont publié au 18 mai. Comme aux États-Unis, le rebond des résultats a surpris par son ampleur ; ceux-ci étant en progression de +93 % au T1, soit près du double de ce qui était attendu en début de saison

(+47 % le 1^{er} avril) et bien au-delà des pronostics émis il y a tout juste trois semaines (+71 % le 27 avril).

En revanche, à la différence du S&P 500 aux États-Unis, le chiffre d'affaires du Stoxx 600 a quasiment stagné (+3 % contre +13 %). Le point de départ en la matière du T1 2020 étant relativement proche (-3 % pour le Stoxx 600 et -1 % pour le S&P), ceci est révélateur des différences à la fois macro (stimulus, confinement, vaccination...) et microéconomiques

LE THÈME DU MOIS

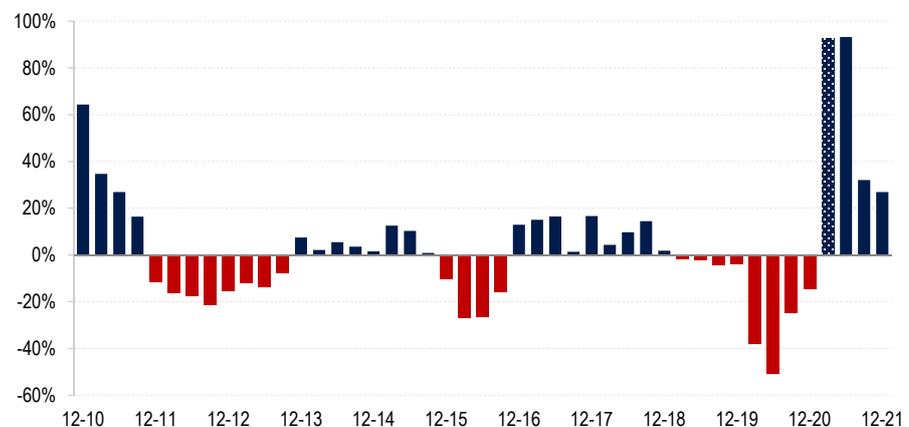
Les secteurs défensifs qui avaient brillé au début de la pandémie ferment la marche cette année

(poids sectoriel, *pricing power*...) qui se sont creusées entre les deux régions. De même, cela suggère que l'envolée des résultats en Europe doit pour l'instant plus à la réduction des coûts et à une diminution des provisions pour risque qu'à un véritable effet de levier sur les ventes.

Sur le plan sectoriel, de façon générale, les secteurs défensifs qui s'étaient distingués au début de la pandémie comme la Santé ou les Utilities figurent en queue de peloton cette année. En sens inverse, les secteurs cycliques qui avaient le plus subi l'année dernière sont ceux qui ont le plus rebondi cette fois-ci, à l'instar de la Consommation, de l'Energie, des Financières et de l'Industrie. Enfin, les Matériaux de base - portés initialement par la demande chinoise puis, progressivement par la réouverture des autres économies - sont le seul secteur à être parvenus à faire mieux que la moyenne tant au T1 2020 qu'au T1 2021.

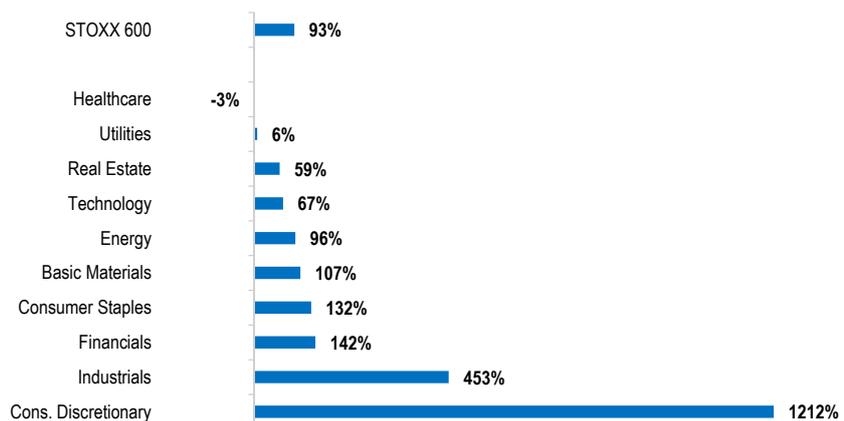
Compte tenu des effets de base et de l'amélioration de l'environnement sanitaire et économique, les résultats du Stoxx 600 devraient continuer de s'améliorer et fortement rebondir sur l'ensemble de l'année avec +45 % selon le consensus IBES, dont +93 % au T2, +32 % au T3 et +27 % au T4. Entre la montée en puissance tardive de la vaccination sur le Continent et l'allongement des restrictions, l'envolée annoncée du T2 pourrait être en partie décalée sur le second semestre et début 2022. Quoiqu'il en soit, même si la remontée en cadence des économies européennes devait être différée de quelques mois, celle-ci devrait finir par s'affirmer. C'est pourquoi, à ce stade du cycle, plutôt que les valeurs de croissance, les secteurs défensifs ou les grandes valeurs, il convient de privilégier les valeurs décotées, les secteurs cycliques et les SMID.

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



Source : Refinitiv IBES data, Recherche Amundi, données au 18 mai 2021

4/ Stoxx 600 : Résultats T1 2021 (Var 12M, %)



Source : Refinitiv IBES data, Recherche Amundi, données au 18 mai 2021

LE THÈME DU MOIS

Avec 19 pays sur 21, les marchés émergents ont rebondi sur un large front

Une nouvelle phase se dessine où la croissance des résultats jouera un rôle clé

Les résultats des marchés émergents ont également été très soutenus !

La saison des résultats est également très avancée parmi les marchés émergents. Ainsi, au 14 mai, 74 % des sociétés du MSCI EM avaient déjà publié (source Capital IQ) leurs comptes du 1^{er} trimestre. Bénéficiant d'un effet de base favorable - les BPA du T1 2020 ayant baissé de -34 % à la suite de la fermeture quasi généralisée des économies au début de la pandémie - et d'un très fort rebond du chiffre d'affaires en début d'années (+21 % au T1 2021), les résultats des Émergents se sont littéralement envolés; leur progression ressortant à +87 % en dollars (USD), voire davantage, en monnaies locales pondérées des poids des différents marchés.

Parmi les 21 pays émergents de notre échantillon, seuls 2 d'entre eux, l'Indonésie (-6 %) et l'Argentine (-40 %) ont connu une évolution négative de leurs résultats au T1 2021 alors que la plupart des autres connaissent des progressions non pas à deux mais à trois chiffres! Si 63 % des sociétés des pays émergents ont publié des résultats supérieurs aux attentes, c'est également l'ampleur des bonnes surprises qui est marquante avec +19 % par rapport aux attentes initiales; un seul pays, l'Inde (-1 %) ayant publié des résultats inférieurs aux attentes, mais bien qu'en forte progression (+62 %). Sur le plan sectoriel, les progressions ont, sans surprise, été particulièrement positives dans la Santé, les Matériaux de base et l'Industrie.

Sur 12 mois glissants, à fin mars 2021 les résultats des marchés émergents sont redevenus positifs (+4 %), notamment grâce à Taiwan et à la Corée, dopées par les semi-conducteurs. Les régions encore à la traîne sur 12 mois glissants, comme l'Amérique Latine ou la Russie au sein de l'EMEA, devraient à leur tour repasser dans le vert au cours des prochains trimestres, même si leurs résultats devaient demeurer volatils du fait des effets de base.

À la suite de ces très bons résultats du T1 2021, nos prévisions de BPA en année pleine pour les marchés émergents (mesurés en USD) ont été révisées à la hausse passant de +24 % fin mars à +34 %.

Pour conclure : au-delà des interrogations de court terme, une nouvelle étape de hausse des marchés d'actions, moins forte mais plus basée sur les fondamentaux se dessine

Le rebond des résultats au T1 2021 a partout surpris par son ampleur avec des progressions de l'ordre de 50 % aux États-Unis et 90 % en Europe et parmi les Émergents, qui bénéficiaient tous deux d'un effet de base plus favorable. Ceci crédibilise les prévisions du consensus d'un très fort rebond des BPA en année pleine avec +35 % pour le MSCI World AC. Par ailleurs, ce rebond devrait se poursuivre au-delà de 2021 avec une nouvelle hausse de 12 % en 2022 et 10 % 2023.

Après l'expansion des multiples l'an dernier, une nouvelle phase semble donc sur le point de s'ouvrir où la croissance des profits tiendrait désormais un rôle central dans l'évolution des marchés. À plus court terme cependant, alors que de nombreux marqueurs de la reprise comme les anticipations d'inflation, les ISM ou les Net up de bénéfiques semblent atteindre un paroxysme, les marchés d'actions qui se sont envolés depuis mars 2020, pourraient devenir plus hésitants.

Ce moment d'hésitation ne devrait toutefois pas remettre en cause leur évolution favorable d'ici 9/12 mois. Les phases de surperformance des secteurs cycliques durent en effet généralement plus de deux ans. Malgré le tassement de leur dérivée seconde, ISM et prévisions bénéficiaires devraient demeurer très solides. Enfin, entre la remontée des taux et celle de l'inflation, les taux réels devraient demeurer très modérés.

Dans un contexte où le redémarrage devrait se généraliser, tant parmi les marchés développés qu'émergents, et où les taux longs devraient poursuivre leur normalisation, il semble opportun de conserver un biais à la fois plutôt pro-cyclique et surtout pro-valeurs décotées plutôt que défensif et pro-valeurs de croissance. Avec la maturation de la reprise, le choix des valeurs est toutefois appelé à devenir plus sélectif. À la quête de la *Value* succédera celle de la *relative Value* et à la primauté du Beta celle de l'Alpha.

Achévé de rédiger le 19 mai 2021

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

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

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.com). 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.

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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - PM Images

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, Stratégie Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit