

LE THÈME DU MOIS

## Saison de publication du T2 : les bons résultats ont contribué au rallye d'été



**Éric MIJOT,**  
Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés



**Joao TONIATO,**  
Stratège Recherche Actions

**La saison des bénéfiques du deuxième trimestre a de nouveau été meilleure que prévu et a contribué à la reprise du marché actions jusqu'à la mi-août. Ces résultats sont toutefois de « qualité médiocre » et ne justifient pas de revenir à un positionnement haussier sur les actions. En effet, à terme, la baisse des marges depuis leurs niveaux très élevés devrait, selon nous, entraîner un repli des bénéfiques.**

La saison de publications des résultats a de nouveau été favorable. La croissance sur 12 mois des bénéfiques au deuxième trimestre est ressortie à 8,5 % aux États-Unis pour le S&P500 et à 29,8 % en Europe pour le Stoxx 600 d'après les chiffres de Refinitiv au 30 août. Ces chiffres s'inscrivent en retrait par rapport à ceux du premier trimestre (11,4 % aux États-Unis et 42,1 % en Europe), mais restent néanmoins excellents et supérieurs aux anticipations du consensus. Tout d'abord, il convient de noter que les chiffres européens sont plus élevés que ceux des États-Unis, ce qui doit être interprété comme un retard de

l'Europe par rapport aux États-Unis dans le ralentissement économique plutôt que comme une meilleure résistance à celui-ci.

L'inflation (et, en Europe, la faiblesse de la devise) continuera à soutenir les chiffres d'affaires et, par conséquent, les bénéfiques (nominaux), mais la baisse des marges par rapport à leurs niveaux très élevés finira par entraîner, selon nous, un repli des profits. Cela signifie qu'il faudrait, avant de redevenir haussier sur les actions, que les bénéfiques capitulent et que la Fed effectue un virage crédible.

### Des faiblesses déjà perceptibles

Les résultats du deuxième trimestre ont été solides dans toutes les régions. Malgré des bénéfiques européens continuellement revus à la hausse depuis le début de l'année, 60 % des entreprises européennes ont encore annoncé des résultats trimestriels supérieurs aux attentes. Aux États-Unis, 78 % des entreprises ont publié des résultats supérieurs au consensus, les prévisions de bénéfiques ayant été revues à la baisse à la veille de la saison des résultats.

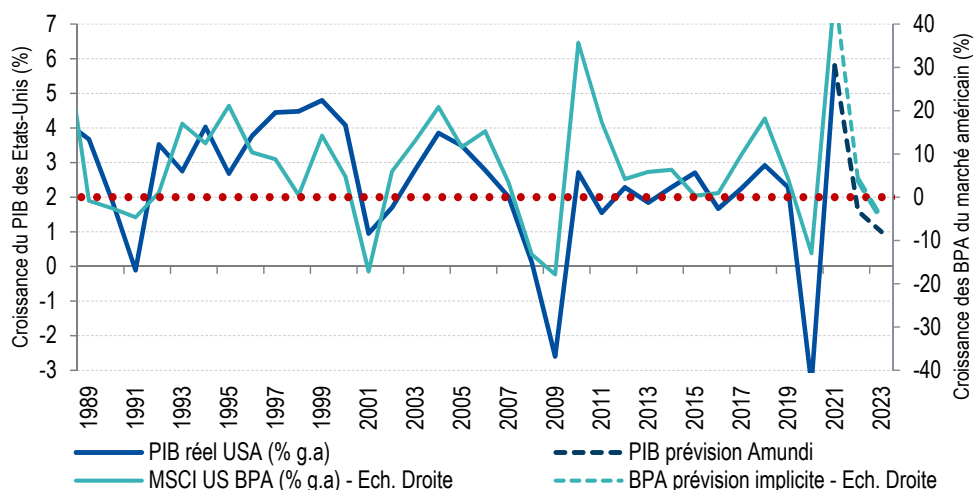
Pourtant, si l'on regarde sous la surface, les chiffres donnent à réfléchir. En effet, le principal moteur de ces bons résultats a été le secteur de l'énergie. Ainsi, aux États-Unis, si l'on exclut

le secteur de l'énergie, la croissance sur douze mois du deuxième trimestre devient négative pour la première fois au cours de ce cycle (à -2,2 % contre +8,5 %). En Europe, si la croissance reste positive, elle chute radicalement, passant de 29,8 % à 9,0 %.

Par ailleurs, ces résultats sont tirés par les chiffres d'affaires. L'inflation favorise la croissance (nominale) des ventes et des bénéfiques. Mais, au-delà des chiffres d'affaires, la tendance à la compression des marges apparaît déjà clairement. Les marges bénéficiaires nettes des États-Unis et de l'Europe ont passé leur pic au premier trimestre (d'après les données de Datastream) après

Résultats « de qualité médiocre » : la croissance sur un an des bénéfiques américains au deuxième trimestre passe dans le rouge si l'on exclut le secteur de l'énergie

### 1/ Croissance du PIB et des BPA américains



Source : Refinitiv, FMI, Amundi Institute - Données au 31 août 2022

## LE THÈME DU MOIS

*La compression des marges a commencé : elles ont passé leur pic aux États-Unis et en Europe, mais leur niveau reste très élevé*

avoir atteint des niveaux extrêmes aux États-Unis comme en Europe. Elles sont arrivées au deuxième rang des marges historiquement les plus élevées (juste derrière le pic d'avant la crise de 2008). Depuis, les marges nettes ont perdu du terrain, passant de plus de 12 % aux États-Unis et de plus de 9 % en Europe à 10,8 % et 8,3 % respectivement. Ces niveaux restent toutefois très élevés et cette tendance baissière devrait se poursuivre, car la pression sur les revenus disponibles devrait s'intensifier et l'activité économique ralentir.

En ce qui concerne l'Europe, la faiblesse de l'euro est une autre facette de cette « qualité médiocre » de la croissance des

chiffres d'affaires et des bénéfices. Une variation d'environ 10 % de l'euro pondéré des échanges se traduit en principe par une variation d'environ 6 % des BPA. Pour l'instant, le niveau de la devise correspondrait à une augmentation d'environ 3 % des bénéfices européens en 2022.

Enfin, au-delà de ces chiffres qui reflètent le passé, les entreprises se sont montrées de plus en plus prudentes dans leurs prévisions pour le reste de l'année et pour 2023. Ainsi, tout bien considéré, cela signifie que les prochains trimestres seront plus difficiles et qu'il ne faut pas extrapoler sur les chiffres actuels pour anticiper ceux des prochains trimestres.

**Nous continuons de penser que les bénéfices vont baisser**

La résilience observée jusqu'à maintenant n'est pas inattendue (même si elle est supérieure aux estimations initiales). Malgré l'inflation (et, en Europe, la faiblesse de l'euro) qui soutient la croissance des chiffres d'affaires, la baisse des marges depuis leurs niveaux très élevés devrait cependant finir par provoquer une baisse des bénéfices. Il est probable que nous assistions encore à une certaine résilience des résultats au troisième trimestre, mais celle-ci sera moindre qu'au deuxième et il est probable que la croissance des bénéfices devienne négative en 2023.

La hausse persistante des prévisions du consensus IBES pour les bénéfices de 2022 montre désormais des signes d'essoufflement. Nous avons assisté aux premières révisions à la baisse des prévisions de BPA 2022 pour l'indice MSCI World AC au cours de l'été, elles restent solides (+10,9 %). Les prévisions de croissance des bénéfices pour 2022 se situent maintenant à 7,9 % aux États-Unis et à 17,1 % en Europe. Au niveau géographique, les principaux contributeurs à la baisse ont été la région Pacifique hors Japon (révision à la baisse de 1,2 % des bénéfices pour 2022) et les États-Unis (baisse de 0,6 % par rapport au mois dernier). Toutefois, les bénéfices japonais ont tout de même été révisés à la hausse de 0,7 % et les bénéfices européens de 1,8 % sur la même période. En termes sectoriels, comme indiqué ci-dessus, la principale contribution découle de la poursuite des révisions à la hausse dans le secteur de l'énergie, ce qui explique en partie la plus forte révision à la hausse des bénéfices européens, étant donné le poids plus important de ce secteur en Europe (6,1 % de la capitalisation boursière) qu'aux États-Unis

(2,5 %). Le secteur de la consommation cyclique est le principal secteur à avoir subi des révisions à la baisse pour l'instant, tant aux États-Unis qu'en Europe.

Si l'on se réfère au passé, une croissance de 2 % du PIB est généralement nécessaire pour que la croissance des BPA soit positive aux États-Unis. Nos économistes ont récemment revu leurs prévisions à la baisse, les ramenant de 1,5 % à 1,0 %, ce qui devrait se traduire par un recul des bénéfices aux États-Unis l'an prochain. De même, en Europe, une croissance de 3 % du PIB mondial est en principe le seuil à partir duquel la croissance des bénéfices est positive. Or, nos économistes viennent de réviser leurs prévisions à la baisse de 3,1 % à 2,7 %. Il est donc vraisemblable que l'Europe enregistre également une croissance négative de ses bénéfices l'année prochaine.

Précisons ici que, dans un monde où l'inflation est élevée, une baisse des bénéfices ne devrait pas être dramatique. Notre scénario central ne retient pas une chute des bénéfices telle que celles observées lors des récentes récessions, notamment celle de 2008 (lorsque les BPA américains se sont effondrés d'environ 35 % et les BPA européens de 45 % selon IBES), pour autant, des chiffres négatifs sont à prévoir et une capitulation est toujours attendue sur ce front. Dans les années 1970, période de référence en matière d'inflation élevée, les baisses de bénéfices étaient de l'ordre de 10 % aux États-Unis. En outre, lors de toutes les récessions, du moins depuis les années 1970, les baisses de bénéfices en Europe ont toujours été plus fortes qu'aux États-Unis.

**Quel impact pour nos positions en actions ?**

**Au-delà de son apparente résilience, la dynamique sous-jacente des bénéfices incite à rester prudent sur les actions.**

Le repli des marchés d'actions en début d'année étant essentiellement dû à la forte hausse de l'inflation et au durcissement

## LE THÈME DU MOIS

*Conviction forte pour les actions dont les bénéfices et les marges font preuve de résilience*

tardif et marqué de la politique monétaire, la perception par le marché d'un pic d'inflation aux États-Unis alors qu'il était survenu a logiquement entraîné un rebond. La résilience des bénéfices au deuxième trimestre a été un argument supplémentaire en faveur de ce rallye.

Le ratio cours/bénéfice américain actuel (18,9 fois les bénéfices réalisés) est désormais largement cohérent avec un retour de l'inflation en dessous de 3 %. Si l'on admet cette hypothèse, l'essentiel du réajustement du prix des actions serait déjà réalisé (en termes de ratio cours/bénéfices passé). Si ce n'est pas le cas, un régime d'inflation plus élevé, entre 3 et 6 %, plaiderait pour un ratio cours/bénéfice plus faible, avec un équilibre autour de 16x. En ce qui concerne les bénéfices, une régression S&P500 et MSCI Europe sur les indices des profits correspondants, nous indique qu'après son rebond, le marché américain prévoyait une croissance stable des profits, toutes choses égales par ailleurs, et seulement un léger recul en Europe. Ce scénario reste envisageable, si l'inflation diminue et si les économies américaine et mondiale restent particulièrement résistantes, mais au plus fort de ce rebond, les marchés semblaient valoriser la perfection sans laisser de place pour une quelconque déception.

Pour adopter une position procyclique, il faudrait un « pivot » réussi de la Fed et une capitulation sur le plan des bénéfices, mais ces conditions ne sont pas encore réunies. Par conséquent, il est toujours probable que la reprise actuelle ne soit qu'un rebond de contre-tendance.

**Sur le plan régional, nous maintenons une préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro.** La priorité du marché devrait finalement passer de « trop d'inflation » à « pas assez de croissance ». Les actions de la zone euro qui sont à la fois plus cycliques et en retard sur les États-Unis en termes de révisions à la baisse des bénéfices devraient s'avérer moins résistantes que les actions américaines.

**Notre approche est plutôt diversifiée en termes de styles.** Une combinaison des styles *value* et qualité reste pertinente en tant que position core. Le style *value* continue de représenter une couverture contre l'inflation, au cas où les prévisions du marché seraient trop optimistes sur ce plan et le style qualité profite généralement des fins de cycles, lorsque les bénéfices sont en danger. Les actions à dividendes élevés (et sûrs) devraient tirer avantage de la situation, car lorsque les performances des actions sont faibles, les dividendes en absorbent

une grande partie. Enfin, le style *low volatility* est également intéressant, car la volatilité a tendance à augmenter en fin de cycle, lorsque les révisions de bénéfices s'accroissent.

**La résilience des bénéfices est essentielle pour les choix sectoriels.**

Les secteurs défensifs ont sous-performé au cours du récent rebond de marché et les secteurs cycliques restent bon marché. Pour autant, nous continuons à considérer la soutenabilité des marges et bénéfices comme le principal facteur d'allocation sectorielle, d'où un biais plutôt en faveur des secteurs défensifs. Dans certains cas, cependant, les marges et la rentabilité des secteurs cycliques s'avèrent également résilientes. Par conséquent, notre allocation sectorielle en Europe pourrait être considérée comme une stratégie de type « barbell », mais avec une pondération un peu plus importante du côté défensif.

Le secteur de la santé nous paraît toujours incontournable, malgré des disparités extrêmes entre les valorisations des équipements de santé et celles des grandes valeurs pharmaceutiques. Ainsi, si nous restons optimistes sur ce secteur, nous l'abordons en priorité via les sociétés d'équipements de santé. Le secteur des produits de base reste également prioritaire malgré ses valorisations élevées, les produits personnels et même l'alimentation et les boissons ayant continué à surperformer tout au long du rallye, alors qu'ils surperformaient déjà avant celui-ci. Cette dynamique devrait se maintenir et les valeurs de ce secteur devraient bien résister à la baisse des bénéfices.

Parmi les secteurs non défensifs, nous pensons que celui de l'énergie pourrait poursuivre sa progression, surtout si le ralentissement économique s'avère modéré. Les segments de qualité élevée, comme le luxe, sont, à notre avis, à surpondérer en priorité, car la résilience de leur rentabilité et de leurs marges est très forte. Le secteur de la construction offre des opportunités, notamment sur les actions exposées aux mesures de relance budgétaire et aux investissements publics qui devraient préserver leurs bénéfices durant le ralentissement. De même, le secteur de l'aérospatiale et de la défense devrait bénéficier d'un environnement structurellement porteur.

Les valeurs financières pourraient se démarquer en évitant une compression de leurs marges à la faveur de la hausse des taux d'intérêt, mais nous préférons aborder ce secteur via les valeurs d'assurance, les banques étant plus à risque en cas de contraction économique.

## LE THÈME DU MOIS

Enfin, pour ce qui est des secteurs à éviter, nous avons avant tout sous-pondéré celui des minières ces derniers mois, en raison de l'évolution des prix des métaux et de leur forte dépendance vis-à-vis du marché chinois dont l'activité a été perturbée par les confinements. La surperformance en début d'année paraissait exagérée. Le secteur ayant fortement sous-performé depuis juin, nous réduisons quelque peu la sous-pondération,

mais restons prudents. Nous continuons d'éviter l'immobilier, car ce secteur est généralement l'un des moins performants en cas de ralentissement économique, surtout lorsque l'inflation est élevée. La technologie, enfin, est un secteur que nous avons évité jusqu'ici et sur lequel nous ne sommes pas prêts à revenir en l'absence de trajectoire baissière claire de l'inflation.

*Achévé de rédiger le 31 août 2022*

## 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 Bottom-up  
Exchange Corporate Equities  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### INFORMATION IMPORTANTE

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 02 septembre 2022. 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: 12 septembre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Stephen Simpson

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, *Chairman d'Amundi Institute*

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, *Directrice d'Amundi Institute*

#### Contributeurs Amundi Institute

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

**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*

**DELBO'Debora**, *Stratégiste Senior Marchés émergents*

**DI SILVIO Silvia**, *Macrostratégiste, Recherche Cross Asset*

#### Contributeurs Plateformes d'investissement

**LEMONNIER Patrice**, *Responsable Actions, Marchés émergents*

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

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

**CARULLA Pol**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

#### Conception et support

**BERGER Pia**, *Spécialiste communication*

**PONCET Benoit**, *Spécialiste communication*

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

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, *Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

**PERRIER Tristan**, *Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights*

**DROZDZIK 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 sur les Marchés Développés*

**PANELLI Francesca**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*

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

**TONIATO Joao**, *Stratégiste Recherche Actions*

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

**VARTANESYAN Sosi**, *Analyste Souverains Senior*

**MC CONWAY Nick**, *Responsable des actions Asie hors Japon*

**FIOROT Laura**, *Responsable Investment Insights & Client Division*

**DHINGRA Ujjwal**, *Spécialiste Investment Insights & Client Division*