

LE THÈME DU MOIS

## Résultats sociétés: à l'issue du 1<sup>er</sup> trimestre, le consensus demeure vraisemblablement trop optimiste



**IBRA WANE**  
Stratège Actions Senior

Avec -12 % pour le S&P 500 aux États-Unis et -35 % pour le Stoxx 600 en Europe, les résultats du 1<sup>er</sup> trimestre ont été lourdement impactés par la pandémie alors que celle-ci ne faisait que débuter. Ceux du 2<sup>nd</sup> trimestre seront donc pires mais devraient marquer le point bas de la séquence annuelle. Il est toutefois à craindre que le consensus soit encore loin du compte tant sur l'ampleur du recul des résultats au 2<sup>nd</sup> trimestre que sur la période 2020-2021. Dès lors, les effets tant attendus du déconfinement semblent déjà largement reflétés dans les cours.

### Une saison des résultats déjà profondément marquée par la pandémie

La saison des publications du 1<sup>er</sup> trimestre étant en passe de s'achever, le moment est venu d'en dresser le bilan. Alors qu'à fin mars, la pandémie était encore loin d'avoir son amplitude actuelle, celle-ci a déjà profondément marqué les résultats. En effet, pour la première fois depuis 2015, les résultats trimestriels ont connu une évolution franchement négative avec **-12 % pour le S&P 500** aux États-Unis et **-35 % pour le Stoxx 600** en Europe.

Ceci est d'autant plus frappant qu'au 1<sup>er</sup> trimestre **la pandémie n'en était qu'à ses débuts**. Ainsi, selon l'Organisation mondiale de la Santé (OMS), au 31 mars on ne comptait alors que 0,75 million de cas dans le monde contre plus de 4,0 millions au 12 mai. De même, le nombre de décès s'est emballé, passant de moins de 40 000 à près de 300 000.

**Si les deux régions ont connu un net recul de leurs bénéficiaires au 1<sup>er</sup> trimestre, celui-ci a été beaucoup**

**plus marqué en Europe**; l'épidémie et les mesures de confinement y ayant été plus précoces. Ainsi, au 31 mars la région comptait trois fois plus de cas qu'aux États-Unis (0,42M contre 0,14M) et cinq fois plus de victimes (11591 contre 2398). Cette dichotomie devrait toutefois rapidement s'estomper au 2<sup>e</sup> trimestre; les États-Unis étant devenus à leur tour le nouvel épice de l'épidémie à partir d'avril.

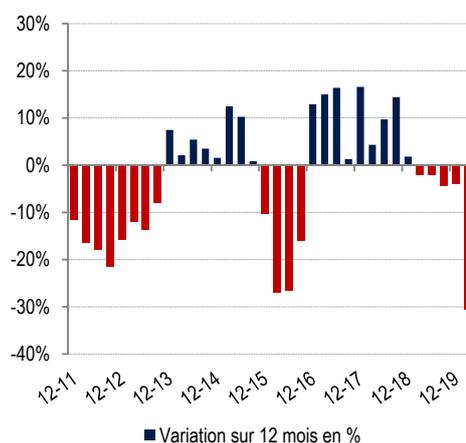
### Des résultats à deux vitesses en fonction des secteurs

L'autre enseignement de cette période est que l'on distingue nettement deux types de secteurs, tant en Europe qu'aux États-Unis.

Parmi les **secteurs les plus résilients** en Europe on retrouve la Santé, les Utilities, les Télécom et, dans une moindre mesure, la Technologie, qui sont parvenus peu ou prou à stabiliser voire augmenter leurs résultats au 1<sup>er</sup> trimestre. **À l'autre bout du spectre**, les Industrielles, les Financières, l'Énergie et la Consommation cyclique

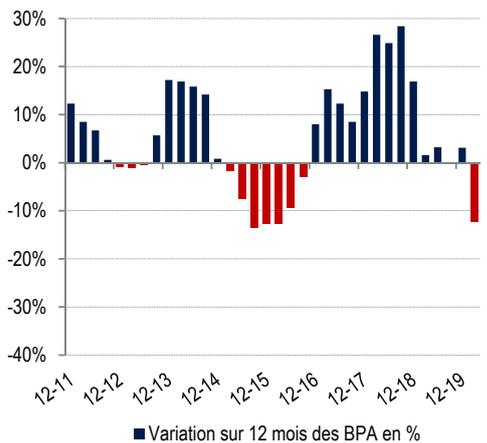
*L'élan brisé de 2020*

#### 1/ Résultats trimestriels Stoxx 600



Source : IBES, Recherche Amundi

#### 2/ Résultats trimestriels S&P 500



Source : IBES, Recherche Amundi

LE THÈME DU MOIS

Le grand écart des résultats sectoriels

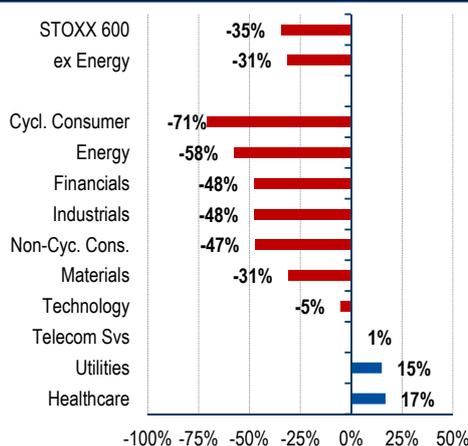
ont connu en revanche des replis entre -45 % et -60 %; la hiérarchie étant quasiment similaire aux États-Unis.

Ce distinguo correspond essentiellement au **découpage entre cycliques et défensives mais pas uniquement**. Ainsi, alors que l'**Energie** est traditionnellement classée comme défensive, ses résultats se sont pourtant effondrés au T1; les cours du pétrole ayant lourdement chuté entre-temps du fait de la baisse de la demande mondiale et de l'incapacité de l'OPEP, de la Russie et des producteurs américains à s'accorder pour limiter leur production. À l'inverse, la **Technologie** qui est cyclique a fait mieux que résister, tirée en avant par l'essor du télétravail et de la vente en ligne, l'usage accru des réseaux et l'augmentation du prix des mémoires. En revanche, le confinement s'est avéré particulièrement dommageable pour d'autres secteurs. Ainsi, même si ceux-ci sont très cycliques d'ordinaire, le **Transport aérien, l'Automobile** ou les **Hôtels, Restaurants & Loisir** ont été cette fois-ci littéralement cloués au sol. Enfin, les **Financières** qui commençaient à accélérer depuis quelques trimestres, ont été rattrapées par l'envolée des provisions afin de faire face à la fragilisation à venir des emprunteurs.

L'ajustement du consensus 2020 s'accélère...

Relativement lent au départ, **l'ajustement à la baisse du consensus bénéficiaire s'est brutalement accéléré depuis la mi-février**. Ainsi, les prévisions pour le **1<sup>er</sup> trimestre** du Stoxx 600 sont passées successivement de **+10 %** le

3/ **Stoxx 600 : Résultats T1 20, var 12M en %**



Source : IBES au 12 mai 2020, Recherche Amundi

1<sup>er</sup> janvier à **+3 %** mi-février, **-13 %** fin mars et **-35 %** le 12 mai. Dans le même temps, pour **l'ensemble de l'année 2020**, les attentes sont passées de **+8 %** le 1<sup>er</sup> janvier à **-25 %** le 12 mai.

Ce **changement de braquet** correspond aux différentes étapes de l'épidémie. Ainsi, en **début d'année**, le marché était encore dans l'ignorance du virus et se concentrait plutôt sur l'apaisement de la guerre tarifaire entre les États-Unis et la Chine.

Par la suite, après les premières informations en provenance de Wuhan à partir de **mi-janvier**, les investisseurs ont considéré que l'épidémie demeurerait relativement localisée et n'aurait qu'un impact indirect au travers des chaînes de valeur.

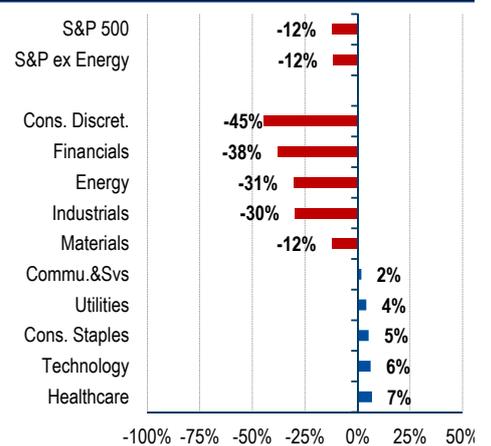
Puis de la **mi-février à mi-mars**, lorsque les premiers cas en Europe ont été signalés, notamment en Italie - où le nombre de cas confirmés est passé entre-temps de 0 à 24 700 et celui de victimes de 0 à 1 800 - les révisions se sont accélérées.

Ce n'est toutefois qu'à partir de la **deuxième quinzaine de mars**, avec l'entrée en vigueur du confinement que le consensus a commencé à prendre la mesure de l'impact de la pandémie et que les prévisions tant macro que microéconomiques ont décroché.

...mais demeure vraisemblablement insuffisant

**Bien que les révisions bénéficiaires se soient multipliées, celles-ci ne nous semblent toujours pas à la hauteur**

4/ **S&P 500 : Résultats T1 20, var 12M en %**



Source : IBES au 12 mai 2020, Recherche Amundi

**LE THÈME DU MOIS**

*Les révisions bénéficiaires se sont accélérées... mais on est encore loin du compte*

**de la récession qui débute** - si sa durée fait encore débat, son intensité ne fait en revanche plus de doute - et qui s'annonce comme la plus brutale d'après-guerre.

Sur l'ensemble de 2020, le FMI table ainsi sur une baisse de 3,0 % du PIB mondial, dont -5,9 % aux États-Unis et -7,5 % en zone euro, à comparer, respectivement à -0,1 %, -2,5 % et -4,5 % lors de la Grande Crise Financière de 2009. Nos économistes qui donnent des fourchettes de prévision, sont tout aussi pessimistes, avec un scénario central compris entre -2,4 et -3,9 % sur le plan mondial, dont -4,5 à -6,5 % aux États-Unis et -7,5 à -10,2 % en zone euro

Sachant que pendant la Grande Crise Financière de 2009, les résultats par action avaient baissé de -35 % aux États-Unis et -47 % en Europe, on voit mal comment les résultats du S&P 500 et du Stoxx 600 ne baisseraient respectivement que de -22 % et -25 % en année pleine cette fois-ci.

**Ceci serait d'autant plus surprenant qu'il n'y aura pas cette année d'effet de base permettant d'amortir le choc comme en 2009.** À l'époque, les résultats avaient en effet déjà commencé à se dérober dès le 4<sup>e</sup> trimestre 2008, consécutivement à la faillite de Lehman alors que la crise du Covid-19 jouera à plein dès le T1 2020.

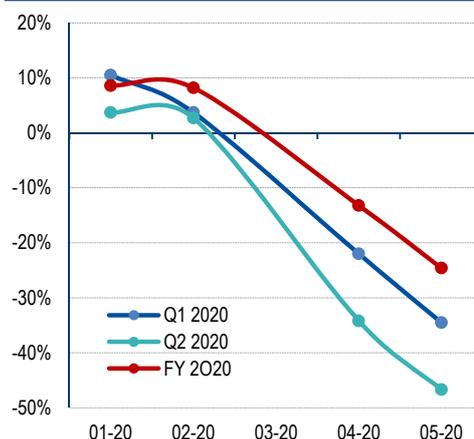
**Alors que les résultats du T1 2020 se sont déjà considérablement affaiblis, ceux du T2 constitueront le moment de vérité.** Malgré leur décrochage accéléré depuis quelques

semaines, les attentes du consensus pour le T2 (-47 % en Europe et -42 % aux États-Unis) continuent de nous apparaître exagérément optimistes. En effet, si en Europe, quinze jours de confinement (en moyenne) au T1 ont engendré un recul de 35 %, on voit mal comment quarante-cinq jours au T2 ne provoqueraient qu'un repli de 47 %. Aux États-Unis, compte tenu du poids des entreprises disruptives et adaptées au sans contact, les résultats du T2 devraient être plus résilients qu'en Europe. Cette résistance ne doit toutefois pas être surestimée et les -12 % du T1 ne peuvent pas servir de guide car le confinement n'avait alors pas encore débuté Outre-Atlantique, alors qu'au T2, il devrait, comme en Europe, durer près de six semaines.

**Quand on dépasse le cadre trimestriel et que l'on allonge la vue sur deux ans, il est surprenant de constater que le consensus du Stoxx 600 ne table au final que sur une baisse cumulée de 1,5 %; cette quasi-stabilité résultant d'une chute initiale de 23 % en 2020, suivie d'un rebond de 28 % en 2021. Idem pour le S&P 500** aux États-Unis où, selon le consensus (-21 % en 2020, +28 % en 2021), les résultats 2021 seraient même légèrement supérieurs à ceux de 2019 (+0,9 %). Dans les deux cas, ceci nous semble d'autant plus **improbable** que, malgré son rebond au-delà de 2020, **le PIB réel** de ces deux régions ne devrait pas retrouver son **niveau initial** avant 2022 aux États-Unis et 2023 en Europe.

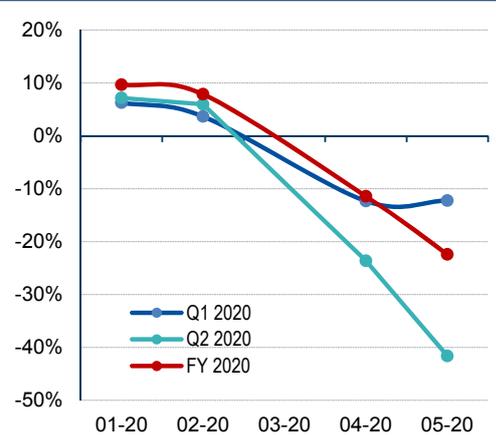
**Pour notre part, nous envisageons un**

5/ **Stoxx 600**  
Évolution des attentes de BPA



Source : IBES, Refinitiv au 12 mai 2020

6/ **S&P 500**  
Évolution des attentes de BPA



Source : IBES, Refinitiv au 12 mai 2020

LE THÈME DU MOIS

**repli initial des profits du Stoxx 600 plus marqué (-60 %) suivi d'un rebond moins ample, ce qui aboutirait à une baisse cumulée de 15 % en deux ans.**

Nous sommes parvenus à cette conclusion en partant des comptes agrégés du Stoxx 600 et en se basant sur une **analyse globale des effets de levier** tenant compte de la variation du **top line**, des coûts fixes et variables ainsi que des probables restructurations à venir. Lors d'épisodes aussi heurtés, il vaut mieux en effet s'appuyer sur une démarche analytique plutôt que sur des corrélations classiques (comme la croissance des résultats et du PIB etc....) qui montrent rapidement leurs limites en situation extrême; ces points étant par définition peu nombreux mais pouvant considérablement fausser la qualité de la corrélation.

Le graphique ci-après présente la chronique des résultats trimestriels jusqu'à fin 2021. Ceux-ci devraient marquer une **remontée séquentielle** après le **point bas** du T2 2020. En revanche, tant le T4 2020 que le T4 2021 pourraient comporter des **charges exceptionnelles** significatives.

**Après les défis logistiques** du déconfinement (transport, retour des salariés, aménagement des bureaux, accueil du public...) qui devraient occuper jusqu'à l'été, **puis la remontée en cadence** cet automne, plusieurs entreprises devraient annoncer en fin d'année des **plans de productivité** afin de s'adapter au nouvel environnement. Compte tenu du recul nécessaire et de l'ampleur de la tâche, un second round

sera vraisemblablement nécessaire fin 2021 pour compléter par des mesures plus structurelles.

**Conclusion : la reprise tant attendue est d'ores et déjà en bonne partie reflétée dans les cours**

**Nous devrions prochainement avoir confirmation que l'économie européenne a touché son point bas** en avril-mai et que, à la faveur du déconfinement progressif, celle-ci devrait commencer à s'améliorer à partir de juin. Quoi qu'il en soit, compte tenu du vif rebond des marchés d'actions depuis leur creux de la mi-mars, **cette reprise tant attendue semble déjà largement reflétée dans les cours.**

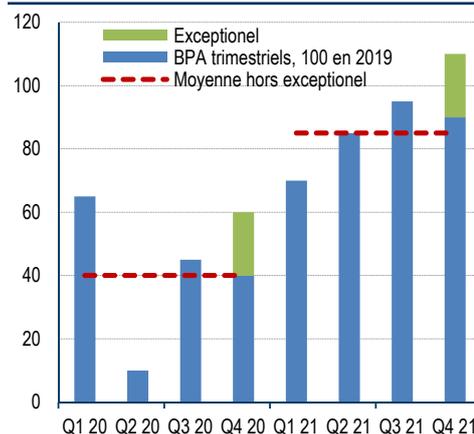
En effet, **alors que les ratios de valorisation sont déjà élevés** – les 12M FW PE des deux côtés de l'Atlantique sont au plus haut ou quasiment depuis 12 ans – **ils devraient continuer à se tendre davantage** si, comme nous le croyons, les résultats des prochains trimestres devaient continuer à être révisés en baisse. Ainsi, rien qu'en Europe, où nous avons procédé à un examen plus approfondi, le consensus devrait encore baisser de 14 % en cumul d'ici 2021.

**Cela viendrait donc amputer le potentiel d'appréciation des marchés d'actions et rendre le chemin pour un rebond durable chaotique et dépendant** des mesures de soutien qui devront être accrues et/ou des avancées sanitaires.

Finalisé le 20/05/2020

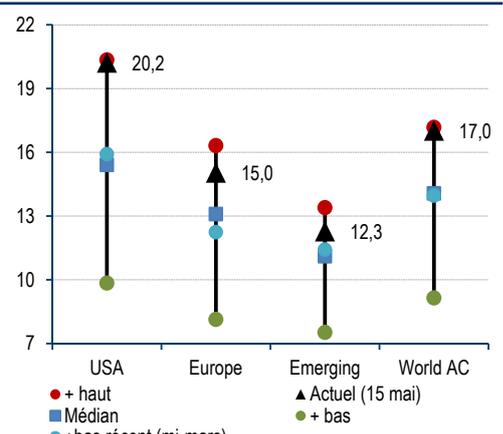
Les éléments exceptionnels viendront alourdir la note

7/ **Stoxx 600**  
**Prévisions de BPA trimestriels**



Source : Recherche Amundi

8/ **PE 12M Fwd PE**  
**lors du cycle 2008-2020**



Source : Datastream, Recherche Amundi

## 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 Quant Fixed Income Yield Real Estate  
Investment Strategies Asset 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.msicibarra.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.

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

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Philippe Roy

#### 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

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

**BERTONCINI Sergio**, Responsable de la Recherche Taux et Change

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**HUANG Claire**, Macrostratège, Marchés Émergents

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

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

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

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**CESARINI Federico**, Stratégiste Cross Asset

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

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Taux

**HERVE Karine**, Marchés émergents, Économiste Senior

**UPADHYAYA Paresch**, Responsable Stratégie FX, US, Gérant Amundi Pioneer

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

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior

**VARTANESYAN Sosi**, Marchés émergents, Économiste Senior

**WANE Ibra**, Stratégiste Actions Senior

**LICCARDO Giovanni**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, 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