

LE THÈME DU MOIS

Une saison de résultats en trompe-l'oeil

Les très bons résultats du premier trimestre cachent quelques faiblesses. Hors énergie, ils restent positifs mais nettement moins flatteurs et les entreprises s'interrogent sur l'avenir. On s'attend désormais à des révisions à la baisse, ce qui n'exclut pas des rebonds de contre-tendance. Le comportement des marchés pourrait être chaotique. La prudence s'impose.



Éric MIJOT,
Responsable de la Stratégie sur
les Marchés Développés



Joao TONIATO,
Stratégiste Recherche Actions

L'énergie a contribué pour environ 50 % à la croissance des bénéfices au premier trimestre

La saison de publication des résultats a été positive des deux côtés de l'Atlantique. Au 20 mai, la croissance des bénéfices ressort à 11,1 % en glissement annuel aux États-Unis, contre 6,4 % attendus début avril. Le rebond a été encore plus spectaculaire en Europe, où

l'économie a mis plus de temps à se redresser : 41,5 % en glissement annuel contre 20,8 % attendus début avril. Toutefois, ces très bons résultats, s'ils sont meilleurs que prévu, sont loin de refléter ce qui pourrait arriver dans les deux prochaines années.

Tout d'abord, quelques remarques au sujet de ces résultats

Du côté positif, il faut bien sûr se féliciter que ces chiffres soient meilleurs que prévu dans pratiquement tous les secteurs (à l'exception de la consommation discrétionnaire aux États-Unis et de la consommation non cyclique en Europe). De plus, si les marges diminuent aux États-Unis pour la première fois depuis la récession de 2020 (croissance au 20 mai de 13,8 % des chiffres d'affaires au premier trimestre, soit plus que les bénéfices), elles continuent d'augmenter en Europe (croissance de 22,9 % des chiffres d'affaires, soit moins que les bénéfices).

Du côté négatif, ces chiffres sont rétrospectifs, par nature et à y regarder de plus près, il y a peu de raisons d'être confiant quant aux bénéfices à venir. La moitié environ de la hausse s'explique par la contribution exceptionnelle du secteur

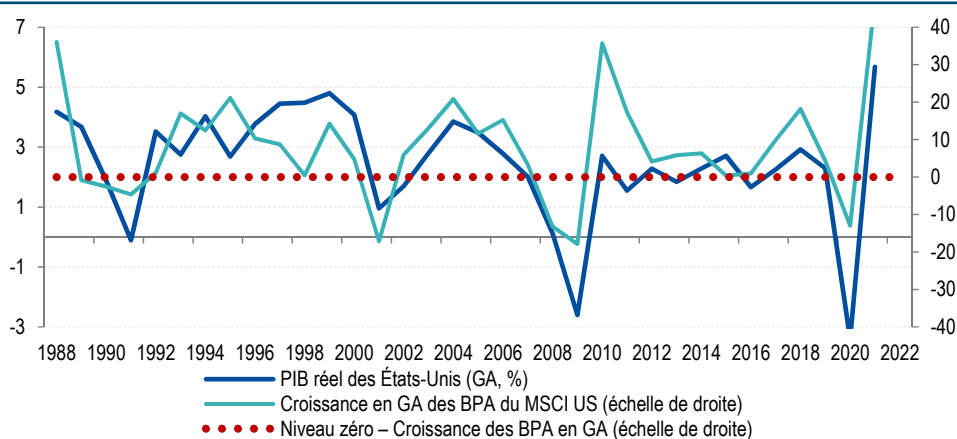
de l'énergie, qui masque une réalité moins flatteuse. Les bénéfices hors énergie ne progressent que de 4,9 % aux États-Unis et de 22,4 % en Europe, malgré la faible pondération de ce secteur dans les indices boursiers (seulement 3 % du MSCI USA et 6 % du MSCI Europe). Par ailleurs, les résultats du premier trimestre n'intègrent que très peu l'impact du conflit en Ukraine, qui a débuté le 24 février, ce qui implique que les prochains trimestres seront plus compliqués. 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, en raison du conflit en Ukraine, du ralentissement en Chine et du resserrement des politiques monétaires.

À quoi faut-il s'attendre désormais ?

Selon IBES, les analystes financiers ont revu leurs prévisions à la hausse à 9,3 % et 10,1 % aux États-Unis pour 2022 et 2023 et à 13,1 % et 3,7 % respectivement en Europe. Ces prévisions nous semblent toutefois excessives. Les révisions des analystes pour l'année complète sont principalement motivées par ce premier trimestre exceptionnel, notamment

pour les secteurs liés aux matières premières. Une croissance entre 5 % et 9 % en 2022 aux États-Unis nous paraît plus probable, ce qui est légèrement inférieur au consensus, mais reste de bonne facture. En Europe, en revanche, elle devrait se situer entre -5 % et +5 %, avec donc un risque plus significatif de révision.

1/ Croissance du PIB et des BPA aux États-Unis



Source : Refinitiv, WEO, Amundi Institute, données à mai 2022

LE THÈME DU MOIS

Révision à la baisse des profits et rebond de contre tendance des marchés ne sont pas incompatibles

Il existe en effet une relation historiquement forte entre la croissance économique réelle et la croissance des bénéfices. Ceci se vérifie depuis la fin des années 1980, une période suffisamment longue pour englober différents régimes d'inflation. Aux États-Unis, par exemple, il faut une croissance du PIB réel d'au moins 2 % pour générer une croissance positive des bénéfices. Or, nos économistes tablent sur une croissance de 2,6 % en moyenne sur l'année. Une croissance modérément positive des bénéfices serait donc possible. En Europe, il faudrait que la croissance réelle de l'économie mondiale atteigne 3,0 %, ce qui correspond précisément aux prévisions de nos économistes. La croissance des bénéfices pour l'année devrait y être proche de zéro et pourrait même basculer dans le rouge.

Pour 2023, les prévisions du PIB s'établissent en moyenne à 1,9 % pour l'année aux États-Unis et à 3,4 % dans le monde, avec un biais baissier, ce qui est très proche des niveaux d'équilibre pour les bénéfices et ces chiffres seront probablement plus faibles en 2023 qu'en 2022. Il est donc probable que la dynamique des révisions des bénéfices s'oriente désormais à la baisse. Par ailleurs, malgré la révision à la hausse par les analystes des perspectives de bénéfices, les marchés d'actions sont en baisse depuis le début de l'année. Les PER se sont donc contractés en dessous de leur moyenne historique en Europe et se sont rapprochés de leur moyenne aux États-Unis. À ce stade du cycle, c'est-à-dire dans une phase de ralentissement économique, il est habituel que la baisse des PER précède une révision à la baisse des bénéfices.

Quels impacts sur nos principaux axes d'investissement en actions ?

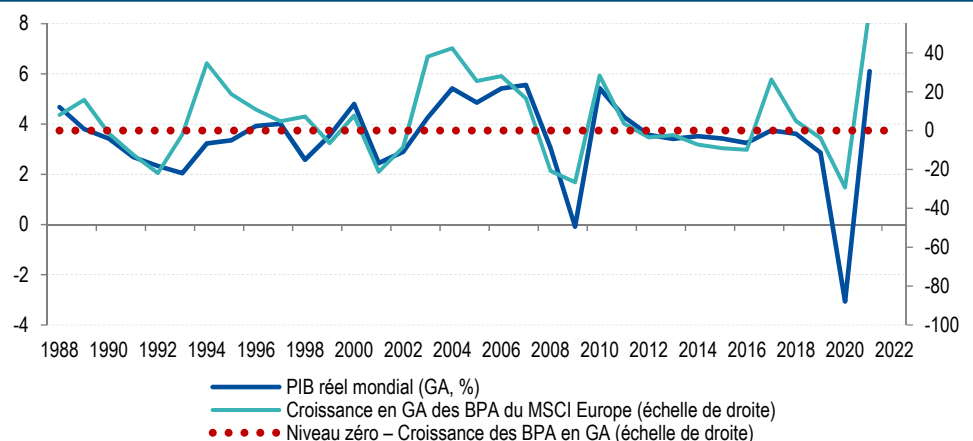
Sur le plan directionnel, les prochains mois pourraient réserver des surprises et être marqués par une forte volatilité. Si, par exemple, le pic d'inflation conduisait la Fed à adoucir le ton, permettant au marché de considérer pour un temps qu'une récession est évitable, cette révision à la baisse des bénéfices pourrait prendre forme au moment où, paradoxalement, les marchés d'actions entament un rallye de contre-tendance. Alors que les marchés sont survendus, cette hypothèse semble crédible. Il est toutefois préférable de rester prudent, car la tendance à long terme reste probablement baissière.

Au niveau régional, une certaine préférence pour les États-Unis par rapport à la zone euro se justifie compte tenu de la plus grande résilience de la croissance des bénéfices évoquée plus haut. Cependant les choix régionaux ne devront tout de même pas être trop marqués. En effet, l'écart de valorisation est clairement

en faveur de la zone euro. Son PER par rapport à celui du MSCI World est tombé aux niveaux atteints lors de la crise de Covid en 2020, de la crise financière de 2008 et même de la crise du SME en 1992. Tout progrès vers une résolution du conflit en Ukraine est donc susceptible de déclencher un rebond significatif des actions de la zone euro. Toutefois, le risque géopolitique devrait subsister et, tant qu'il ne sera pas remis en cause, le ralentissement mondial actuel n'est pas propice à un retour durable des investisseurs dans cette région. À l'inverse, dans le cas des États-Unis, la réévaluation de la croissance constitue un obstacle, mais la meilleure résilience des bénéfices offre un soutien relatif.

Au niveau des styles, notre approche est plutôt diversifiée. Notre préférence se porte sur : 1) Le style value, compte tenu de la hausse des taux réels. Nous commençons tout de même à nous interroger sur la pérennité du lien entre le ratio value/growth au niveau mondial avec

2/ Croissance du PIB mondial et des BPA en Europe



Source : Refinitiv, WEO, Amundi Institute, données à mai 2022

LE THÈME DU MOIS

Rechercher avant
tout la sécurité des
rendements et la
préservation du
capital

les TIPS américains à 10 ans (emprunts d'État indexés sur l'inflation) qui a été si fort depuis que les TIPS sont passés en territoire négatif en 2020, alors qu'ils repassent à présent en territoire positif. L'opportunité value ne consiste peut-être plus à rechercher les actions les moins chères de l'indice, mais à trouver des titres de grande qualité qui s'échangent désormais avec une décote importante par rapport à leur propre valorisation historique et/ou par rapport à l'indice dans son ensemble. 2) **La qualité, étant donné la maturité du cycle.** Ce facteur, le cas échéant, réagira très bien à tout élargissement des *spreads High Yield*. 3) **Les dividendes élevés, car les dividendes évoluent généralement au rythme de l'inflation tout en représentant une part importante du rendement lorsque les performances des actions sont sous pression.** La faible volatilité de ce facteur dans un monde caractérisé par une volatilité croissante est un autre argument. 4) **Le facteur *Minimum volatility*, qui est précisément plus défensif** et qui surperforme lorsque la préservation du capital devient essentielle.

Au niveau sectoriel, la prudence et la flexibilité sont également de mise

À ce stade, la nature défensive des secteurs est une caractéristique clé sur laquelle il faut se concentrer, mais nous nous intéresserons surtout au caractère défensif de critères comme la rentabilité, le pouvoir de fixation des prix et la durabilité des marges/bénéfices. Cela revient souvent à considérer les secteurs défensifs, mais dans certains cas, les secteurs cycliques peuvent également offrir ces caractéristiques, ce qui plaide en faveur d'une certaine granularité dans les choix d'investissement et d'un sens de l'opportunité.

Les secteurs liés aux matières premières, en particulier l'énergie, disposent encore d'un potentiel de hausse, car leur surperformance repose sur des révisions effectives et significatives des bénéfices. Toutefois, si l'on admet qu'au cours de la prochaine phase du cycle les prix des matières premières sont appelés à corriger, ne serait-ce que partiellement, il serait de plus en plus indiqué de commencer à prendre quelques bénéfices et à réduire la surpondération. Le secteur minier devrait déjà avoir été réduit, compte tenu de sa forte exposition et dépendance au marché chinois dont l'activité est sensiblement impactée par les confinements, ce qui représente un obstacle significatif pour le secteur. Par ailleurs, nous estimons qu'il est judicieux de transférer les liquidités précédemment allouées au secteur minier vers d'autres domaines du secteur des matériaux, à savoir la chimie et, dans une moindre mesure, la construction. La nature plus défensive du secteur de la chimie paraît attractive en ce moment. Le secteur de la construction, quant à lui, offre des opportunités, notamment sur les actions exposées aux mesures

Ce qu'il faut éviter : 1) Les petites capitalisations, en raison de leur caractère cyclique qui en font des actifs très intéressants en début de cycle, mais qui les rendent moins attractifs lorsque le cycle se retourne. La hausse des *spreads High Yield* leur serait particulièrement défavorable. 2) **Le facteur momentum, car le stade actuel du cycle est plus propice à la vente des rebonds** qu'à l'achat des points bas (« *buy the dip* »), comme c'était le cas durant la phase précédente, plus fondamentale, lorsque la croissance économique et les bénéfices des entreprises s'accéléraient. 3) **La croissance pure, c'est-à-dire les titres de style *growth*, mais où la qualité n'est pas au rendez-vous.** Ces actions ont déjà fortement chuté, mais au-delà d'éventuels rebonds à court terme, qui pourraient s'avérer violents, il faudra du temps, comme lors de l'éclatement de la bulle Internet, pour que les investisseurs retrouvent durablement confiance en elles.

de relance budgétaire et aux investissements publics, dont la rentabilité devrait être protégée durant le ralentissement.

La technologie reste un secteur délicat et nous ne reviendrions pas sur ce secteur à ce stade. Pour autant, dans ce secteur, le segment des logiciels présente des atouts, car il est plus défensif que les semi-conducteurs et que la technologie hardware ; ses bénéfices font généralement preuve de davantage de résilience dans les périodes de ralentissement.

Pour le reste, le cœur des portefeuilles doit se concentrer sur les secteurs dits défensifs. Même si la croissance des bénéfices de ces entreprises est restée en retrait de celle de la plupart des entreprises cycliques durant la saison de publication des résultats du premier trimestre, le ralentissement économique en cours devrait inverser ce rapport en leur faveur au cours des prochains trimestres. La santé a été le secteur défensif préféré de la plupart des acteurs du marché et a enregistré une hausse très importante. Il faut donc se montrer plus sélectif dans la recherche d'opportunités dans ce secteur. Les valorisations du secteur pharmaceutique présentent une très grande dispersion qui gagnerait à être exploitée. La consommation non cyclique, qui est un secteur très diversifié, se caractérise également par une forte dispersion des valorisations, en particulier dans le sous-secteur des soins à la personne et la résorption de ces écarts de valorisation pourrait offrir des opportunités.

Achévé de rédiger le 24 mai 2022

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
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 31 mai 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: 1 juin 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

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

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'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*

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

PONCET Benoit

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*

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

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

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*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*