

**8 Résultats des entreprises cotées et taux de change : les parités monétaires pèseront de façon décisive en 2015**

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

**La valorisation des marchés boursiers s'est fortement tendue** de part et d'autre de l'Atlantique et les perspectives de nouvelles hausses des multiples sont désormais limitées, notamment aux États-Unis où une lente normalisation de la politique monétaire se profile. Hors « *rerating* » significatif, la croissance des résultats des entreprises s'annonce donc cruciale. C'est dans ce contexte que la forte hausse du dollar, qui s'est apprécié de 17 % contre un panier de monnaies et de 29 % contre euro depuis le 30 juin dernier, revêt une importance toute particulière.

**L'objet de cette note est dès lors de faire le point sur les impacts que ces variations monétaires devraient entraîner** sur les deux indices phares de la zone euro et des États-Unis : l'Euro Stoxx 50 et le S&P 500. Les conclusions sont sans appel : en 2015, les résultats agrégés de la zone euro seront dopés de 14 %, au seul titre de l'effet change, quand ceux du S&P 500 seront pénalisés de 7 %.

**Par ailleurs, trois autres facteurs viendront également impacter les résultats : la conjoncture, les cours du pétrole, et l'état d'avancement de la normalisation du secteur bancaire.** Les deux indices bénéficieront chacun de la poursuite d'une légère embellie conjoncturelle mais pâtiront ensemble de la chute de la contribution du secteur énergie. Enfin, partant de bien plus bas, le rebond des résultats des banques sera d'autant plus marqué en zone euro. Entre ces différents effets, nous tablons au total sur une hausse de 22 % du résultat net agrégé pour l'Euro Stoxx 50 contre une baisse de 5 % pour le S&P 500.

**La brutale dépréciation de l'euro**

**Après être demeuré relativement stable depuis le début de la crise financière, l'euro s'est brutalement déprécié** depuis la réunion des banquiers centraux à Jackson Hole le 24 août dernier. À cette occasion, si la Présidente de la Fed a admis que « *...les taux pourraient commencer à remonter plus vite qu'anticipé...* » celui de la BCE a pointé les risques de déflation, ouvrant la porte à un programme d'assouplissement quantitatif de grande envergure, dont les grandes lignes ont été communiquées le 22 janvier dernier. Cette divergence entre les deux banques centrales a propulsé le dollar à la hausse et l'euro à la baisse. L'euro qui valait 1,32 \$ au moment de Jackson Hole n'en vaut plus que 1,07 \$ début avril 2015. Pour 2015 et 2016, nous prévoyons respectivement un taux de change moyen à 1,05 \$ et 1,00 \$ contre 1,33 \$ en 2014.

**Pour apprécier les impacts de change sur l'Euro Stoxx 50 et le S&P 500, il faut élargir l'approche aux autres monnaies et considérer le taux de change effectif.** Le décrochage de l'euro par rapport à ce panier de monnaies est certes moins spectaculaire que par rapport au dollar, du fait de la baisse concomitante du yen et de nombreuses monnaies émergentes ; pour la première fois depuis le début de la crise, les entreprises de la zone euro bénéficieront néanmoins d'une devise compétitive. Rappelons en effet que de septembre 2008 à fin 2014, malgré une double récession contre une seule aux États-Unis, le taux de change moyen de l'euro s'est établi à 1,34 \$. Inversement, les entreprises américaines seront confrontées à un dollar au plus haut depuis douze ans contre toutes monnaies.

**Les constituants de l'Euro Stoxx 50 et du S&P 500 réalisant respectivement 45 % et 36 % de leur-s ventes en dehors de leur zone monétaire stricto sensu, ces variations des parités monétaires auront un impact décisif** tant sur le plan du chiffre d'affaires, des résultats que de la distribution.

Dans la réalité, l'estimation effective des effets de change, que donnent parfois les entreprises, est complexe car elle renvoie à de nombreuses sous-

**L'essentiel**

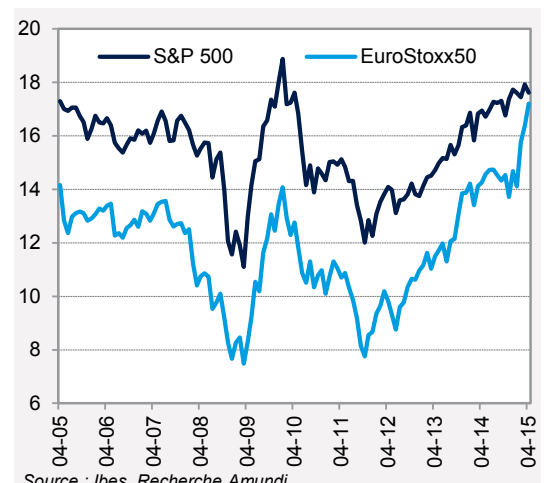
**D'après notre scénario interne, le taux de change moyen de l'euro contre dollar devrait s'établir à 1,05 en 2015 et 1,00 en 2016, après 1,33 en 2014.**

Le S&P 500 et l'Euro Stoxx 50 étant deux indices très internationaux, avec une part des ventes non domestique (hors zone monétaire) s'élevant respectivement à 36 % et 45 %, ceci ne manquera pas d'impacter les résultats. D'après nos estimations, les résultats agrégés de l'Euro Stoxx 50 devraient bondir de 22 % en 2015, dont 14 % au seul titre de l'effet change. Par ailleurs, ce rebond ne devrait pas être un feu de paille mais se poursuivre en 2016, avec +12 %. Dans le même temps, les résultats du S&P 500 pourraient baisser de 5 % en 2015, avant de se reprendre de +9 % en 2016.



La valorisation se tendant, la croissance des résultats devient cruciale

**1 Les PE sont devenus chers**



questions comme la dénomination des dettes au bilan, les couvertures de change, les effets de transaction (production domestique) ou de conversion (production à l'étranger) ainsi que les gains de compétitivité éventuellement rétrocedés dans un but commercial.

De l'extérieur, par simplification, on recourt généralement à deux types de méthodes pour appréhender ces effets de change: des régressions ou des agrégations. Si les régressions sont couramment utilisées et (car...?) faciles à mettre en œuvre, leur pouvoir explicatif nous semble faible et leurs conclusions fragiles. C'est pourquoi nous préférons agréger les soldes intermédiaires des différents constituants d'un indice puis tester leur sensibilité. Par ailleurs, les comptes du secteur financier étant spécifiques, ils relèvent d'une analyse distincte.

### Exemple de l'Euro Stoxx 50:

**Le chiffre d'affaires agrégé de l'Euro Stoxx 50 s'est élevé à 2740 Mds € en 2014**, dont 2004 Mds pour les entreprises non financières et 736 Mds pour celles du secteur financier. Par ailleurs, ces ventes ont été réalisées à **45 %** en dehors de la zone euro, dont 12 % aux États-Unis, mais aussi 7 % dans le reste de l'Europe et 9 % en Asie émergente, où, pour l'essentiel, entre la £, le CHF et le yuan, les devises se sont fortement appréciées par rapport à l'euro.

**En termes de chiffre d'affaires, l'exposition brute hors zone euro de l'Euro Stoxx 50 - ex Financières - peut donc être estimée à 902 Mds €** (45 % de 2004 Mds). Pour passer du brut au net, on doit tenir compte de la production réalisée à l'étranger et des achats en devises étrangères. Dans la pratique, l'exposition nette des sociétés représente en moyenne la moitié de l'exposition brute. En extrapolant ce ratio à l'EuroStoxx 50, on obtient **une exposition nette de 451 Mds** (50 % de 902 Mds).

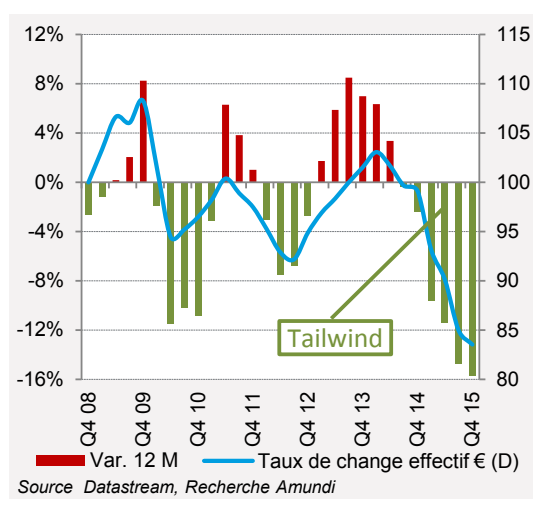
**Pour 2015, nous tablons sur une dépréciation moyenne de l'euro de 12,1 % en taux de change effectif** dont 21,1 % contre \$ (1,05 \$ contre 1,33 \$). Toutes choses égales par ailleurs, le chiffre d'affaires hors zone monétaire sera donc gonflé de **+13,8 %** dans l'ensemble (CA année N+1= CA année N/(1-0,121) et de 26,7 % pour sa part en \$ (CA année N+1= CA année N/(1-0,211)). Selon le taux de change effectif de l'euro, l'impact sur les ventes 2015 serait ainsi égal à **+62 Mds** (13,8 % x 451 Mds), dont la moitié pourrait être rétrocedée afin de préserver ou accroître ses parts de marché. **Le résultat additionnel** s'établirait ainsi à **+31 Mds avant impôts**, puis **+21 Mds** après pression fiscale à 33 %, **soit l'équivalent de 14 % du résultat net agrégé de l'Euro Stoxx 50 en 2014**, qui s'établissait à 152 Mds, dont 114 Mds pour les entreprises non financières et 38 Mds pour les financières.

**A cet effet change de +21 Mds, il convient de rajouter le supplément de résultats lié à l'amélioration de la conjoncture et prendre en compte le rebond spécifique des financières. En sens inverse, on déduira la baisse du résultat des pétrolières** liée à la chute des prix du baril. Les étapes du calcul sont résumées ci-dessous :

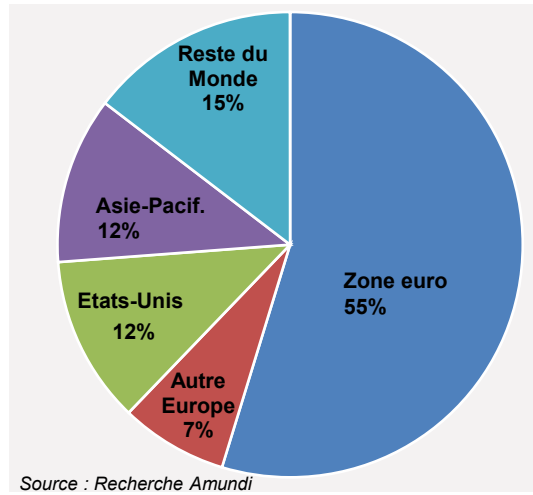
- le **surcroît de résultats liés à l'amélioration de la conjoncture est estimé à +3 Mds**, soit la marge d'Ebitda (20 %) après impôts à 33 %, soit 13,4 %, multipliée par le delta de chiffre d'affaires (+1 % de 2004 Mds, soit +20 Mds)
- le **rebond du résultat agrégé des financières** en 2015 est estimé à **+15 Mds** selon IBES (soit 52 Mds versus 37 Mds, +40 %) dont +7 Mds au titre de la seule BNP (amende américaine en 2014) et +7 Mds entre Banco Bilbao, Santander, Deutsche Bank, Intesa et SG.
- enfin, concernant **les pétrolières**, la chute des prix du baril devrait peser sur les résultats ajustés de l'Euro Stoxx 50 pour un peu moins de **6 Mds** (10,3 Mds versus 16,0 Mds, -36 %).

**Au final**, entre l'effet change (+21 Mds), l'effet conjoncture (+3 Mds), le rebond des financières (+15 Mds) et la chute des pétrolières (-6 Mds), **les résultats cumulés de l'Euro Stoxx 50 devraient rebondir de +33 Mds**, soit une progression de **+22 % par rapport à 2014** à comparer à +7 % selon le consensus Factset agrégé et +9 % selon le BPA IBES. Ainsi, alors que depuis 2008 nous étions systématiquement 10 à 15 % en dessous du consensus, nous sommes

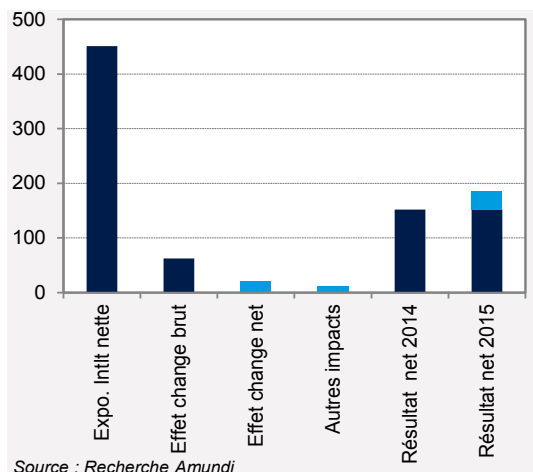
## 2 Taux de change effectif de l'euro



## 3 Répartition géographique des ventes de l'EuroStoxx50



## 4 Résultat net agrégé de l'Euro Stoxx 50 (Mds €)



désormais au-dessus, ce qui est de bon augure quant au rebond des résultats de l'Euro Stoxx 50. Nous sommes également plus optimistes que le consensus concernant la distribution. Quand celui-ci table sur une stabilité du dividende 2015 (+0.9 %), nous prévoyons une nouvelle hausse de l'ordre de 5 %. Alors que le contexte s'améliore, il serait en effet peu probable que les dividendes ne continuent pas à progresser; d'autant que, compte tenu de nos prévisions de croissance soutenue des résultats, le taux de distribution correspondant retrouverait quasiment ses plus bas niveaux de la décennie. Par ailleurs, ce rebond des résultats de l'Euro Stoxx 50 ne devrait pas être un feu de paille mais se poursuivre en 2016 (+12 %). Si l'effet change devrait se réduire de 80 %, en sens inverse, l'effet de levier lié à la reprise économique et la contribution du secteur de l'énergie (après -50 % depuis 2012) devrait aller en augmentant.

### Exemple du S&P 500:

Le chiffre d'affaires agrégé du S&P 500, s'est élevé quant à lui à **10860 Mds \$ en 2014**, dont **36 %** en dehors des États-Unis et à hauteur de 9407 Mds pour les entreprises non financières.

En termes de vente, l'exposition internationale brute du S&P 500 - ex Financières - peut donc être estimée à **3387 Mds \$** (36 % de 9407 Mds) et l'exposition nette à la moitié de ceci, soit **1693 Mds**.

Pour 2015, nous tablons sur une appréciation moyenne du dollar de **13,4 % en taux de change effectif**. Toutes choses égales par ailleurs, le chiffre d'affaires à l'international du S&P 500 sera donc amputé de 11,8 % (CA année N+1= CA année N/(1+0,134). En première approche, l'impact négatif sur les ventes 2015 serait donc de **-200 Mds** (11,8 % x 1693 Mds), dont la moitié pourrait toutefois être compensée par des hausses tarifaires. Le résultat « additionnel » s'établirait ainsi à **-100 Mds** avant impôts et **-67 Mds** après pression fiscale à 33 %, soit l'équivalent de **7 % du résultat net agrégé du S&P 500 en 2014**, qui s'établissait à 974,4 Mds de \$, dont 780,6 Mds pour les sociétés financières et 193,8 Mds pour les autres.

A cet effet change de -67 Mds, on rajoutera également :

- un **surcroît de résultats liés à l'amélioration de la conjoncture, relativement plus ample qu'en zone euro**, avec +24 Mds, soit la marge d'Ebitda (25 %) après impôts à 33 %, soit 16,8 %, multipliée par le delta de chiffre d'affaires (+1.5 % de 9407 Mds, soit +141 Mds),
- un **rebond des financières** estimé à **+23 Mds** selon Factset (217 Mds versus 194 Mds en 2014, +12 %); soit de bien moindre ampleur relative que celui des financières de l'Euro Stoxx 50 (+40 %), dont la base de comparaison était beaucoup plus basse, avec une marge nette 2014 de seulement 5,1 % contre 13,3 % pour leurs homologues du S&P 500.
- enfin, concernant les **pétrolières**, la chute des prix du baril devrait peser à hauteur de 35 % sur les résultats ajustés du secteur qui s'inscriraient à 60 Mds contre 93 Mds en 2014, soit une diminution de **32 Mds** de \$.

Au final, les résultats agrégés du S&P 500 devraient baisser de **53 Mds \$ ou -5 % par rapport à 2014** à comparer à +2 % selon le consensus Factset agrégé, +1 % pour le BPA IBES et +22 % pour l'Euro Stoxx 50. Dans ce contexte, la progression des dividendes du S&P 500, après +12,5 % en 2014, pourrait fléchir à +4 % en 2015, au lieu des +9 % anticipés par le consensus

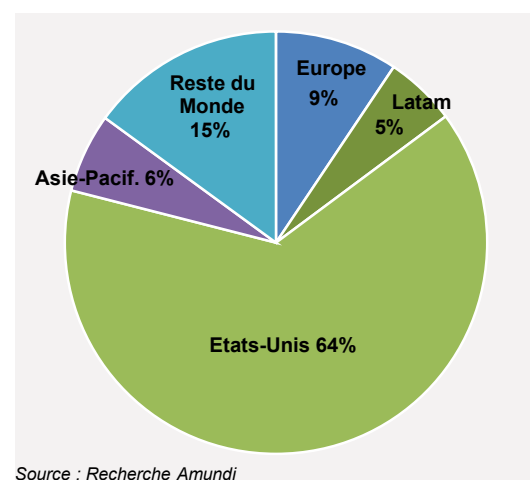
### Pour conclure

Sous l'influence principalement du taux de change, les résultats agrégés de l'Euro Stoxx 50 devraient progresser de +22 % en 2015 quand ceux du S&P 500 baisseraient de 5 %. Cette divergence, seulement partiellement anticipée par le consensus, est d'autant plus marquante que c'est la première fois depuis 2008 que les résultats de la zone euro reprendraient l'avantage sur les États-Unis. Par ailleurs, ce rebond ne devrait pas être un feu de paille mais se poursuivre en 2016 (+12 %). Au-delà de la précision des chiffres, souvent illusoire, l'essentiel est qu'un faisceau d'éléments permette enfin de table sur un rebond imminent et durable des résultats de l'Euro Stoxx 50. Dans ce contexte, qui relativise la hausse des multiples, la redécouverte des actions de la zone euro pourrait se prolonger.



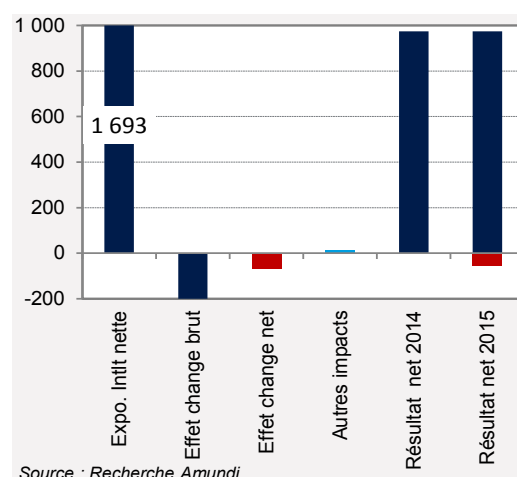
Le plongeon de la devise européenne au secours des bénéfices de la zone euro

### 5 Répartition géographique des ventes du S&P 500



Source : Recherche Amundi

### 6 Résultat net agrégé du S&P 500 (Mds \$)



Source : Recherche Amundi



## Amundi Research Center

Top-down  
**Asset Allocation**  
Bottom-up  
**Corporate Bonds**  
Fixed Income



Foreign Exchange  
Money Markets  
Equities

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

Monetary Policies  
Forecasts  
**Investment Strategies**  
Quant  
Emerging Markets  
Sovereign Bonds  
Private Equity  
Real Estate  
**High Yield**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Option Pricing under Skewness and Kurtosis using a Cornish Fisher Expansion**  
SOFIANE ABOURA — Associate Professor – Paris-Dauphine University & DIDIER MAILLARD, Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor
- **Modelling Tail Risk in a Continuous Space**  
DIDIER MAILLARD, Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor
- **Portfolio Capital Flows: A Simple Coincident Indicator for Emerging Markets**  
JULIEN MOUSSAVI — Strategy and Economic Research – Paris

### Discussion Papers Series

- **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**  
SYLVIE DE LAGUICHE — Recherche Quantitative – Paris, ÉRIC TAZE BERNARD — Responsable du Conseil en Allocations d'Actifs – Paris
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**  
ÉRIC MIJOT — Stratégie et Recherche Économique
- **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS (Diversification Across Macroeconomic Scenarios): de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**  
SIMONE FACCHINATO — Gestion d'actifs – Milan, GIANNI POLA — Recherche Quantitative – Paris
- **L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme: le cas de la France**  
CÉCILE BLANCHARD — Recherche Immobilier, SYLVIE DE LAGUICHE, ALESSANDRO RUSSO — Recherche Quantitative – Paris

### Spécial Focus

- **ECB: An impressive QE**  
PHILIPPE ITHURBIDE — Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris, TRISTAN PERRIER — Stratégie et Recherche Économique – Paris
- **Asset allocation in a context of falling oil prices: the case of institutions in commodity-exporting countries**  
GIANNI POLA — Recherche Quantitative – Milan, ERIC TAZÉ BERNARD, Responsable du Conseil en Allocation d'Actifs – Paris
- **Pre ECB Committee commentary ECB's QE. Which QE ?**  
PHILIPPE ITHURBIDE — Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

### Correspondants

#### Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE  
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

#### Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – Paris, RICHARD BUTLER – Paris, ÉRIC MIJOT – Paris,  
SHIZUKO OHMI – Tokyo, STÉPHANE TAILLEPIED – Paris

#### Support

– PIA BERGER  
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris  
– BENOIT PONCET  
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

### AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

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](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - 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)

Crédit photo: Thinkstock by Getty Images