

LE THÈME DU MOIS



IBRA WANE,
Stratège Senior

Des résultats 2019 marqués par un contexte mondial médiocre et la dissipation des effets de la réforme fiscale américaine

Résultats sociétés: après quatre trimestres de stagnation, quelles perspectives en 2020 ?

Les résultats du T4 2019 aux États-Unis et en Europe ont confirmé la tendance à la stagnation des douze derniers mois. Tous les yeux sont désormais braqués sur 2020. Depuis des mois, le consensus apparaissait bien trop optimiste. Le coronavirus a renforcé ces doutes. Sa marque sur le T1 sera profonde mais un rattrapage devrait se faire par la suite. À court terme le marché devrait demeurer nerveux. À plus long terme un prudent optimisme devrait finir par s'imposer.

Des résultats ételes pour le quatrième trimestre consécutif...

La saison des publications du 4^e trimestre 2019 touche à sa fin. Le moment est donc venu d'en dresser un premier bilan et d'ajuster les prévisions 2020 compte tenu de l'irruption de l'épidémie de coronavirus.

Une mise en perspective des résultats du T4 2019 montre que ceux-ci sont demeurés stagnants pour le 4^e trimestre consécutif de part et d'autre de l'Atlantique avec +3,1% pour le S&P 500 et -0,2% en Europe (cf. graphique n° 1 et 2). Ceci vient confirmer la nette décélération de la croissance mondiale depuis les sommets de 2017-2018 d'une part ainsi que, pour les États-Unis, la dissipation des effets de la réforme fiscale de 2017.

Cette dynamique de révision baissière a été toutefois moins accentuée aux États-Unis qu'en Europe; les résultats (déclarés + estimés) du S&P 500 pour le T4 2019 s'avérant finalement un peu meilleurs qu'attendu avec +3,1% au 18 février contre -0,3% au 1^{er} janvier alors que, dans le même temps en Europe, les estimations du Stoxx 600

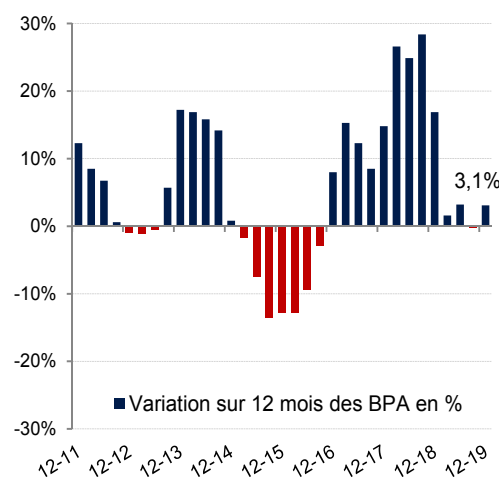
glissaient de +3,7% à -0,2%. Cette légère amélioration des estimations du T4 aux États-Unis ne doit cependant pas être sur-interprétée car l'embellie ne s'est pas étendue aux trimestres suivants, bien au contraire.

...De fortes disparités sectorielles !

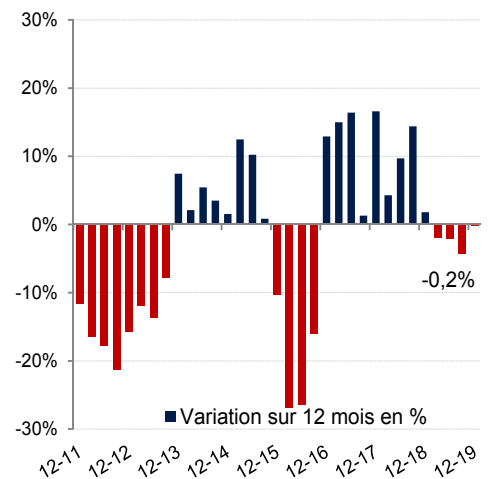
Cette stagnation des résultats du T4 2019 masque de fortes disparités sectorielles tant aux États-Unis qu'en Europe.

Des deux côtés de l'Atlantique, l'Énergie et les Matières premières ont lourdement pesé sur les résultats, amputant à eux seuls de trois à quatre points les BPA du S&P 500 et du Stoxx 600. La dégradation de la contribution de ces deux secteurs observée depuis plusieurs trimestres est directement liée à la décélération de la croissance mondiale et à celle de la Chine en particulier. Les cours de nombreuses matières premières se sont en effet tassés au T4 2019 avec une baisse moyenne de 9% sur un an tant pour le baril de Brent que pour l'indice CRB des matières premières industrielles.

1/ Résultats trimestriels du S&P 500



2/ Résultats trimestriels du Stoxx 600



LE THÈME DU MOIS

Depuis des mois,
le consensus 2020
semblait bien trop
optimiste...

... Le coronavirus n'a fait
qu'attiser ces doutes!

La taille de l'économie
chinoise a quadruplé
depuis l'époque du
SRAS en 2003...

À l'inverse, on notera la bonne tenue des résultats des Financières tant aux États-Unis (+12 %) qu'en Europe (+4 %), même si celle-ci est plus marquée Outre-Atlantique compte tenu du plus grand dynamisme de l'économie, d'une courbe des taux plus favorable et du leadership de leurs banques d'investissement.

Parmi les autres secteurs, aux États-Unis, l'Industrie (-10 %) et la Consommation discrétionnaire (0 %) ont été pénalisées respectivement par les déboires de Boeing et par ceux de Ford et GM. En revanche, la Technologie - un secteur crucial à Wall Street avec près de 25 % de la capitalisation totale - redresse la barre (+9 %) après trois trimestres consécutifs de déclin.

En Europe, l'Automobile (-27 %) est prise en tenaille entre la baisse des volumes et les coûts de préparation de l'avenir (CO², voiture autonome...) alors que le Luxe (+14 %) continue de tracer son sillon en dépit des manifestations à Hong-Kong. De même, la Consommation courante (+7 %) et la Santé (+4 %) progressent ainsi que l'Industrie (+5 %), qui bénéficie essentiellement du dynamisme d'Airbus et de l'équipement électrique.

Après quatre trimestres de stagnation, quelles perspectives pour 2020 ?¹

À ce jour (24 février), le consensus IBES continue de tabler sur une croissance des BPA 2020 de l'ordre de +9 % pour le MSCI ACWI dont +8 % aux États-Unis, +7 % en Europe et jusqu'à +15 % parmi les Émergents.

Depuis de longs mois le consensus IBES nous semblait irréaliste. Compte tenu des pressions sur le *top line* des entreprises, de leur faible *pricing power*, des pressions salariales en fin de cycle, des hausses de droits de douane et de la diminution des rachats d'actions aux États-Unis, nous tablions plutôt sur une croissance de l'ordre de +5 %, tant aux États-Unis qu'en Europe. Depuis lors, le fait nouveau est le déclenchement de l'épidémie de Coronavirus avec toutes les incertitudes que celle-ci peut entraîner sur la croissance mondiale et la marche des entreprises.

L'épidémie de coronavirus est venue complexifier les prévisions... !

Tant que l'épidémie court et que nombreuses restrictions demeurent en place, il serait hasardeux d'avancer un chiffre sur l'impact global du coronavirus. Celui-ci s'annonce cependant plus lourd que le SRAS en 2003 qui avait alors fortement pesé sur le PIB chinois du 2nd trimestre. Toutefois, comme d'habitude dans ce type de crise, le choc initial devrait être en large partie absorbé dans les mois suivants du fait des contre-feux mis en place (*policy-mix* plus favorable...), des stabilisateurs automatiques (baisse des taux longs...) et de la consommation différée d'une partie des biens durables. Ainsi, en 2003, le choc sur la croissance chinoise n'avait duré que trois mois ; celle-ci ayant très fortement rebondi dès le 3^e trimestre.

Mais cette fois-ci, le choc initial devrait être plus ample du fait des mesures de confinement sans précédent mises en place à Wuhan et au Hubei et des restrictions de circulation à travers tout le pays. Faute de travailleurs, de nombre de masques suffisants ou de pièces détachées, ceci limite toute tentative de reprise du travail à grande échelle. Ainsi, selon la Chambre de Commerce Américaine de Shanghai située 700 km de l'épicentre de l'épidémie, si les deux tiers des entreprises américaines autour de Shanghai ont repris leur production depuis le 10 février, 78 % d'entre-elles n'ont pas assez d'ouvriers pour tourner normalement. Signe de ces difficultés, Volkswagen qui avait prévu de rouvrir son usine de Shanghai le 10 février a déjà repoussé par deux fois cette échéance au 17, puis au 24 février.

Par ailleurs, la part relative de la Chine au sein de l'économie mondiale ayant quadruplé depuis 2003, les répercussions globales seront d'une toute autre ampleur qu'à l'époque du SRAS.

... d'autant que la Chine est désormais au cœur de nombreuses chaînes de valeur...

Usine du Monde, la Chine est désormais au cœur de nombreuses chaînes de valeur. Les répercussions du

¹ Voir la version longue dans notre thematic paper bientôt disponible sur le site research-center.amundi.com : Résultats sociétés : à l'ombre du Covid-19

LE THÈME DU MOIS

... et l'exposition à la Chine des sociétés du Stoxx 600 a multiplié par huit sur la même période!

Les révisions bénéficiaires sont inévitables...

la capacité du marché de regarder au-delà dépendra de la durée de la crise

Coronavirus se feront donc sentir non seulement en Chine mais bien au-delà.

La région de Wuhan est notamment un grand centre de production automobile. C'est le siège de Dong Feng, le 2^e constructeur chinois et de nombreux constructeurs et équipementiers étrangers y sont implantés tels GM, Nissan, PSA, Renault, Honda, Valeo, Faurecia. Faute d'approvisionnement en câblage électronique en provenance du Hubei en Chine, les usines de Kia, Hyundai et Renault Samsung Motor à 1500 km de là en Corée ont toutefois été contraints de mettre plus de 25 000 ouvriers en chômage technique.

La Chine est également un pays clé en matière d'électronique et de nombreux constructeurs étrangers font appel à ses sous-traitants. Ainsi, selon la *Nikkei Asian Review*, en mars 2019, parmi ses 200 principaux fournisseurs, Apple comptait 41 chinois, soit trois fois plus qu'en 2012, et davantage que d'américains (37). Par ailleurs, de nombreux fournisseurs étrangers produisent également en Chine continentale, à l'instar du taïwanais Foxconn qui, faute d'ouvriers disponibles de retour des congés début février, a dû réviser sa prévision de croissance des ventes 2020.

Moins connu, la Chine est aussi très impliquée dans les chaînes de valeur pharmaceutique. Ainsi, 80 % des principes actifs utilisés en Europe proviennent d'Asie et notamment de Chine ce qui pourrait entraîner des ruptures de stocks, voire d'approvisionnement.

Enfin, le rebond post épidémie devrait être moins ample qu'en 2003 car la structure de l'économie chinoise a profondément changé. À l'époque, celle-ci était beaucoup plus tournée vers l'industrie alors qu'aujourd'hui les services ont pris une part beaucoup plus considérable. En d'autres termes, si en 2003, il *suffisait* de pousser la cadence des usines, cette fois-ci il sera plus difficile de rattraper les services non consommés.

Depuis quelques jours, l'épidémie semble ralentir en Chine mais commence à se diffuser au-delà,

notamment en Corée du Sud, en Iran et en Italie. En Chine, les mesures de prévention mises en place à la veille des congés du Nouvel An Chinois (24-30 janvier) demeurent néanmoins très strictes rendant ainsi très théoriques les annonces de reprise du travail. Si ces restrictions devaient encore se prolonger quelques semaines, de nombreuses sociétés se retrouveraient confrontées à des problèmes de liquidité. La puissance publique veillera certes à les aider mais, comme à l'accoutumée, les entreprises privées de taille modeste seront bien plus vulnérables.

Des résultats sous pression pour un quart des secteurs de la cote

Compte tenu du poids accru de l'économie chinoise et de l'imbrication croissante des chaînes de valeur, les répercussions globales devraient être plus sensibles cette fois-ci et cela ne manquera pas de se répercuter sur les résultats.

Ainsi, parmi les sociétés du Stoxx 600 en Europe, l'exposition directe² à la Chine est en moyenne de près de 8 % contre moins de 1 % en 2003. Par ailleurs, parmi les vingt-quatre secteurs de la nomenclature GICS, six d'entre eux présentent une exposition supérieure à 10 %. Ces six secteurs - auto, énergie, luxe, semi-conducteurs, tech hardware et matériaux de base - représentant ensemble 23 % de la capitalisation du Stoxx 600 mais surtout, près de quarante pour cent (37 %) du rebond des profits attendus en 2020!

De même aux États-Unis, si l'exposition du S&P 500 à la Chine, à 5 %, est un peu plus faible qu'en Europe, ce pourcentage est là encore de 10 % et plus dans six secteurs, dont cinq communs avec l'Europe. Ces six secteurs particulièrement exposés à la Chine représentant ensemble 18 % de la capitalisation du S&P 500 et plus du quart (26 %) du rebond des profits attendus en 2020...

Dès lors, sans qu'il soit possible de donner un chiffre précis, on aura compris que les prévisions de profits 2020, seront très dépendantes du

² Pour le luxe, on distingue l'exposition directe (achat des chinois en Chine) et indirecte (achat des touristes chinois à l'étranger); cette dernière étant typiquement deux fois supérieure à l'exposition directe.

LE THÈME DU MOIS

rythme de retour à la normale des opérations en Chine.

C'est notamment le cas en Europe où l'exposition à la Chine est plus élevée qu'aux États-Unis et où les marges domestiques sont généralement plus faibles que sur les marchés émergents. Les alertes sur chiffre d'affaires et / ou résultats devraient donc se multiplier au T1 2020.

Si l'épidémie se dissipe, un mieux devrait commencer à se dessiner à partir d'avril. D'un secteur à l'autre, ce rattrapage sera cependant plus ou moins partiel. À titre d'exemple, les repas au restaurant, les nuitées d'hôtel, les déplacements non effectués ne seront que très partiellement récupérés. À l'inverse, pour les articles de luxe, il est vraisemblable qu'une grande part des ventes perdues au 1^{er} trimestre soit rattrapée par la suite.

Au final, sur la base d'un pic en avril, au lieu des 7 à 8 % de croissance des BPA 2020 du Consensus IBES pour l'Europe et les États-Unis, il nous apparaît plus prudent d'ajuster nos prévisions post-Coronavirus de +5 % à +2 % pour les États-Unis et de +5 % à 0 % en Europe compte tenu de la plus grande sensibilité de cette dernière.

Un prudent optimisme demeure de mise

Après être longtemps restés quasi indifférents au déclenchement de l'épidémie, les marchés d'actions ont fini par ployer le 24 février, soit un mois jour pour jour après le début des mesures de confinement à Wuhan. Du pic au creux (19 au 25 février), le Stoxx 600 et le S&P 500 ont perdu 7 à 8 %, mais, compte tenu de leur hausse précédente, ils ne baissent que de 3 %

depuis le début de l'année après des hausses respectives de 23 et 29 % l'an dernier.

Par le passé, chaque épisode de baisse significative s'était soldé par un rebond dans les mois suivants. Cette fois encore il pourrait en être de même, mais le timing et l'ampleur du rebond restent très incertains.

Le timing sera notamment conditionné par l'évolution de l'épidémie. Lors du SRAS, quand le pic avait été dépassé, le marché avait rebondi. Cette fois-ci, il faudra également surveiller la remise en marche effective des entreprises et des chaînes de valeur, ce qui pourrait occasionner des décalages de quelques semaines supplémentaires.

S'agissant de l'ampleur du rebond, même si les valorisations peuvent encore progresser du fait des taux d'intérêts particulièrement bas, en sens inverse il faudra également tenir compte des baisses de prévisions bénéficiaires à venir.

Entre les mauvais indicateurs économiques qui vont se succéder, les avertissements sur résultats des entreprises, leurs problèmes de liquidité, un éventuel sursaut de l'épidémie voire l'imprévisibilité de la primaire démocrate aux États-Unis, le marché pourrait demeurer volatil quelques semaines.

Des stratégies de couverture demeurent donc indispensables. Quoi qu'il en soit, entre le soutien résolu des autorités, la vigilance des grandes banques centrales et le peu d'alternatives aux actions dans un environnement de taux très bas, un prudent optimisme demeure de mise.

(Achevé de rédiger le 25 février 2020)

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 Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Yield Real Estate
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.msclbarra.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 - MEHAU KULYK/SPL

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Rédacteur en chef adjoint

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence
BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche
PONCET Benoit, équipe de Recherche

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
LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit