



## Counterpoint Weekly 9–15 août 2021

### Encore une série de solides résultats !

**Marc Decker**  
Head of Group Equity  
Research

**Bill Street**  
Group Chief Investment  
Officer

Les résultats du deuxième trimestre ont dépassé les attentes. Alors que l'économie mondiale émerge de la pandémie, les prévisions consensuelles en matière de bénéfices se révèlent à nouveau trop prudentes et sont révisées à la hausse pour le reste de l'année et jusqu'en 2022.

#### Ce qu'il faut savoir

- Les résultats du deuxième trimestre ont de nouveau été nettement supérieurs aux attentes consensuelles, tous les secteurs ayant dépassé les prévisions en matière de bénéfices et de ventes tant aux États-Unis qu'en Europe. Aux États-Unis, l'indice S&P500 a fait l'objet d'une révision bénéficiaire de plus de 80%, soit la plus importante depuis 2009. Les revenus ont augmenté de plus de 21% (en glissement annuel), ce qui constitue un record. Comme c'est le cas depuis plusieurs trimestres, les analystes ont largement sous-estimé l'ampleur de la reprise économique. Jusqu'à présent, les bénéfices ont dépassé les attentes de 17 % aux États-Unis et de 31 % en Europe, des chiffres nettement supérieurs aux valeurs habituelles de 3 à 5%.
- Après un repli temporaire des deux côtés de l'Atlantique en début de saison de publication des bénéfices, les marchés boursiers ont réagi aux excellents résultats des entreprises en se redressant rapidement. Nous jugeons néanmoins cette réaction décevante et pensons qu'elle s'explique par plusieurs facteurs. Parmi ceux-ci figurent la répression exercée par les autorités chinoises à l'encontre du secteur technologique, la hausse de l'inflation et la crainte d'une augmentation des rendements des obligations d'État, ainsi que d'une propagation du variant Delta du coronavirus.
- Le marché a bien accueilli les solides résultats annoncés dans les secteurs plus cycliques, notamment celui des biens de consommation cyclique, mais ceux observés dans le secteur de la technologie n'ont pas été récompensés. Cela indique que le marché reste pour l'heure en mode « rotation », les investisseurs continuant de délaisser progressivement les gagnants du Covid au profit des perdants de la pandémie en pleine phase de redressement.
- Nous continuons de penser qu'après avoir revalorisé les perdants du Covid, le marché redeviendra plus sélectif, privilégiant à nouveau les entreprises des secteurs présentant une dynamique concurrentielle attrayante, un modèle économique innovant et de solides perspectives de croissance cyclique ou structurelle.

#### Des surperformances record, une fois de plus

Alors que 82% des entreprises américaines et 76% des entreprises européennes ont communiqué leurs résultats (au 05/08/2021), on observe que les chiffres de croissance du deuxième trimestre sont une fois de plus nettement plus élevés que prévu (figure 1). Plus de la moitié des entreprises dont les résultats ont été publiés ont dépassé les attentes consensuelles d'au moins 5%. Alors qu'il récompensait les surperformances en début de saison, le marché a réagi de manière plus modérée ces derniers temps. Parallèlement, les quelques entreprises qui n'ont pas su répondre aux attentes ont sous-performé suite à la publication des résultats. Tout en examinant ces chiffres trimestriels, il est important de toujours rester concentré sur les tendances à moyen et long terme plutôt que d'évaluer les entreprises sur une période aussi courte.

Le pourcentage d'entreprises ayant dépassé les attentes est l'un des plus élevés jamais enregistrés, aux États-Unis comme en Europe. Par exemple, l'Europe affiche un taux de surperformance de 64% contre une moyenne de 55% depuis 2009. Le taux de croissance des bénéfices cumulés, d'environ 100% aux États-Unis et de plus de 250% en Europe, est supérieur aux chiffres affichés en 2010 dans le sillage de la crise financière mondiale, ce qui montre le caractère extraordinaire du choc subi par les entreprises début 2020. Il convient de souligner que les comparaisons en glissement annuel pour ce trimestre et les suivants seront faussées par la faiblesse des valeurs de départ de 2020.

L'Europe continue de rattraper les États-Unis, mais en partant de nettement plus bas

### Figure 1 : Des bénéfiques extrêmement solides

Les bénéfiques ont une fois de plus largement dépassé les attentes

Données au 03/08/2021	États-Unis - S&P 500	Europe - Stoxx600
% d'entreprises ayant déclaré	82,0%	76,0%
% d'entreprises dépassant les estimations de BPA	86,0%	64,0%
Croissance du BPA sur 12 mois	100,1%	256,9%
<b>Croissance du BPA : surprises par rapport aux attentes</b>	<b>17,1%</b>	<b>31,0%</b>
% d'entreprises dépassant les estimations de ventes	83,0%	69,0%
Croissance des ventes sur 12 mois	27,7%	28,3%
Croissance des ventes : surprises par rapport aux attentes	4,8%	2,3%

Source : Bloomberg, Quintet

### Surperformance dans tous les secteurs aux États-Unis et poursuite du redressement des entreprises européennes

En ce qui concerne les bénéfiques, tous les secteurs ont créé la surprise par rapport aux attentes, tant en Europe qu'aux États-Unis. Les secteurs les plus performants et les moins performants en valeur relative sont indiqués dans la figure 2. Sur le court terme, les marchés boursiers ont été sélectifs dans leur récompense des surperformances sectorielles. Par exemple, les solides bénéfiques du secteur de l'automobile et des valeurs industrielles ont été récompensés par une hausse du cours des actions, alors que ceux des entreprises du secteur de la technologie et de l'Internet ne l'ont pas été.

Nous pensons qu'une grande partie du succès en termes de croissance rencontré actuellement par les entreprises du secteur de la technologie et de l'Internet était déjà intégrée dans le cours des actions et qu'un regain de vigueur des cours passera nécessairement par une croissance à long terme. Parallèlement, le marché continue de rétribuer les segments plus cycliques qui ont fortement souffert de la pandémie. Dans la mesure où certaines de ces entreprises ont retrouvé leur niveau antérieur à la pandémie, il faudra que leurs perspectives de croissance continuent de s'améliorer pour que la hausse des cours se poursuive. Le niveau élevé des valorisations et le ralentissement saisonnier pourraient peser sur le marché dans les semaines à venir.

## Figure 2 : Des tendances sectorielles bien marquées

En termes de croissance surprise, les valeurs du secteur des biens de consommation cyclique ont pris le dessus. Les services aux collectivités ont de nouveau fait preuve de faiblesse.

Surprises en matière de bénéfices	États-Unis - S&P 500	Europe - Stoxx600	Surprises en matière de bénéfices	États-Unis - S&P 500	Europe - Stoxx600
Trois meilleures surprises (en nb d'entreprises)	1. Technologies de l'info. 2. Santé 3. Valeurs financières	1. Valeurs financières 2. Matériaux 3. Santé	Trois meilleures surprises (en taux de croissance)	1. Biens de cons. cyclique 2. Valeurs financières 3. Services de communication	1. Services de communication 2. Immobilier 3. Biens de cons. cyclique
Trois plus mauvaises surprises (en nb d'entreprises)	1. Matériaux 2. Immobilier 3. Énergie	1. Services de communication 2. Immobilier 3. Services aux collectivités	Trois plus mauvaises surprises (en taux de croissance)	1. Matériaux 2. Services aux collectivités 3. Biens de cons. courante	1. Technologies de l'info. 2. Biens de cons. courante 3. Services aux collectivités

Source : Bloomberg, Quintet

Au sein du marché actions dans son ensemble, les sociétés cycliques et les entreprises « Value » ont affiché les plus fortes surprises positives en termes de bénéfices nets. Il est bon de rappeler que les bénéfices globaux des secteurs sont parfois le fruit des résultats extrêmes enregistrés par un petit nombre d'entreprises en leur sein (figure 3). Nous examinons ci-dessous les principales tendances sectorielles.

**Technologies de l'information.** La saison de publication des résultats a été mitigée jusqu'à présent. Toutes les entreprises qui ont prospéré durant la pandémie ont fait état d'un ralentissement de leur croissance au second semestre en raison d'une forte concurrence et de la réouverture des économies. Cela s'est traduit par l'absence de révisions haussières, ce que le marché a peu apprécié (par ex. Amazon et Zalando). Dans les secteurs de la technologie et des technologies médicales, les bénéfices ont été relativement solides.

**Biens de consommation cyclique.** Des surprises positives ont été enregistrées en matière de bénéfices, notamment dans le sous-secteur de l'automobile. Elles ne sont pas liées aux volumes, qui souffrent de la pénurie de semi-conducteurs, mais à la vente de modèles offrant des marges intéressantes et à une demande soutenue des consommateurs. En outre, certaines entreprises ont bénéficié de la hausse des prix des véhicules d'occasion pour leurs propres concessionnaires ou leur propre parc automobile. Les perspectives se sont dans l'ensemble améliorées, mais la situation dépendra en grande partie de la fin de la pénurie de semi-conducteurs (éventuellement en 2022) et de son impact sur le développement des véhicules électriques.

**Valeurs financières.** En Europe, environ 70% des banques ont publié leurs résultats, lesquels montrent une croissance des ventes légèrement négative et une croissance spectaculaire des bénéfices. Aux États-Unis, près de 90% des sociétés financières ont communiqué les leurs, et la croissance des ventes et des bénéfices a été solide. Les deux régions présentent une caractéristique commune : les surprises positives liées aux bénéfices ont été beaucoup plus importantes que celles liées aux ventes. Selon nous, ces surprises en matière de bénéfices sont principalement dues à des provisions pour pertes sur créances plus faibles que prévu chez les principaux prêteurs. Dans de nombreux cas, on observe d'importantes reprises de provisions sur créances, entraînant des bénéfices nets au bilan. Ce type de « surperformance » peut être considéré comme ponctuel/non récurrent, et le sentiment est qu'un grand nombre d'entre elles sont de médiocre qualité.

**Santé.** La réduction des stocks au T2 2020 a fourni une base comparative favorable (en glissement annuel) à l'industrie pharmaceutique européenne, ouvrant la voie à un solide rebond au T2 2021,

ou du moins supérieur au taux de croissance sous-jacent habituel. À l'inverse, la pandémie reste un vent porteur pour les entreprises spécialisées dans le diagnostic (comme Roche), tandis que des entreprises comme Lonza sont en grande partie épargnées. Les prévisions financières pour 2021 ont été soit reconduites (Roche, Novartis, GSK et UCB), soit révisées à la hausse (Lonza et Sanofi).

**Valeurs industrielles.** Les bénéfiques ont été marqués par un regain de croissance dans tous les domaines, bien que partant d'un niveau très bas en raison de la pandémie. Cela concerne à la fois les ventes et plus encore les bénéfices. Certaines entreprises ont également enregistré une croissance supérieure à celle du T2 2019, soit avant la pandémie. On constate également que la reprise de la croissance induite par la demande s'est concrétisée dans quasiment tous les segments (verticaux) et dans toutes les régions.

**Biens de consommation courante.** Les entreprises du secteur alimentaire, en particulier, ont fait état de bénéfices supérieurs aux attentes, principalement grâce à la mise en œuvre de mesures internes. Mais la hausse des prix des matières premières et des coûts logistiques pèse sur les perspectives. La question est de savoir si les entreprises seront en mesure de répercuter la hausse des coûts des intrants sur leurs clients. Il faut s'attendre à ce que les grands distributeurs s'y opposent. L'érosion des marges pourrait donc s'accélérer.

### Figure 3 : Une année marquée par des extrêmes

Les chiffres en glissement annuel resteront erratiques pendant quelques trimestres. Il est plus réaliste de comparer avec les niveaux précédant la pandémie.

Croissance des bénéfiques	États-Unis - S&P 500		Europe - Stoxx600		Croissance des ventes	États-Unis - S&P 500		Europe - Stoxx600	
	1.	2.	1.	2.		1.	2.	1.	2.
Trois meilleurs secteurs (croissance du BPA)	1. Énergie	2. Biens de cons. cyclique	3. Valeurs industrielles	1. Énergie	2. Biens de cons. cyclique	3. Matériaux	1. Énergie	2. Biens de cons. cyclique	3. Matériaux
Trois plus mauvais secteurs (croissance du BPA)	1. Biens de cons. courante	2. Services aux collectivités	3. Santé	1. Santé	2. Services aux collectivités	3. Technologies de l'info.	1. Valeurs financières	2. Services aux collectivités	3. Biens de cons. courante
					Trois meilleurs secteurs (croissance des ventes)		1. Énergie	2. Biens de cons. cyclique	3. Matériaux
					Trois plus mauvais secteurs (croissance des ventes)		1. Valeurs financières	2. Services aux collectivités	3. Biens de cons. courante
							1. Immobilier	2. Valeurs financières	3. Services de communication

Source : Bloomberg, Quintet

---

Sur un horizon pluriannuel, nous maintenons un regard positif sur les entreprises et les secteurs situés du bon côté du changement structurel, comme la technologie et la santé

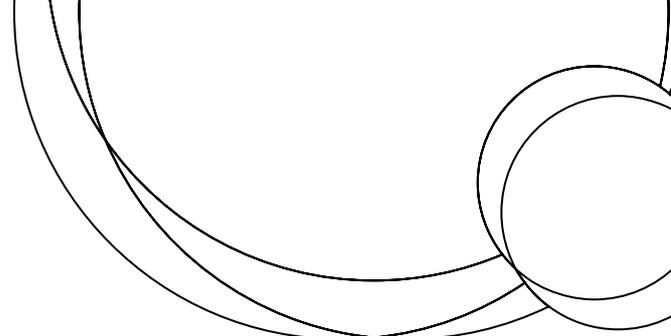
### Perspectives

Sur un horizon pluriannuel, nous maintenons un regard positif sur les entreprises et les secteurs situés du bon côté du changement structurel, comme la technologie et la santé. Ces deux secteurs ont enregistré de solides résultats et nous pensons qu'ils restent bien placés pour continuer à bénéficier de leurs moteurs de croissance structurels respectifs, même s'ils sont susceptibles de perdre la faveur des investisseurs à court terme.

Par ailleurs, nous restons optimistes sur le plan macroéconomique et continuons de penser que les petites entreprises bénéficieront d'un solide soutien. Nous maintenons par conséquent notre surpondération tactique des petites entreprises britanniques, comme indiqué précédemment.

La solide saison de publication des résultats s'est traduite par une accélération des révisions bénéficiaires. Par exemple, les prévisions consensuelles concernant le BPA de l'indice STOXX Europe 600 pour 2021 ont été révisées à la hausse de 3% depuis le début du mois.

Nous sommes pleinement conscients du fait que ce rythme d'ajustement positif des revenus et des bénéfices ne peut se poursuivre indéfiniment. Cela étant, les chiffres publiés à ce jour confortent notre opinion généralement positive concernant les placements en actions et la bonne santé générale de l'économie mondiale.



## Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

### À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Puilaetco (Luxembourg), Quintet Danmark (Danemark), Quintet Luxembourg (Luxembourg), Quintet Suisse (Suisse). Pour de plus amples informations, consultez le site [www.quintet.com](http://www.quintet.com).

### Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

[www.foraricherlife.com](http://www.foraricherlife.com)

### Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

[www.quintet.com](http://www.quintet.com)

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 9 août 2021 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, fiscal ou comptable. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Tous droits réservés.