

édito

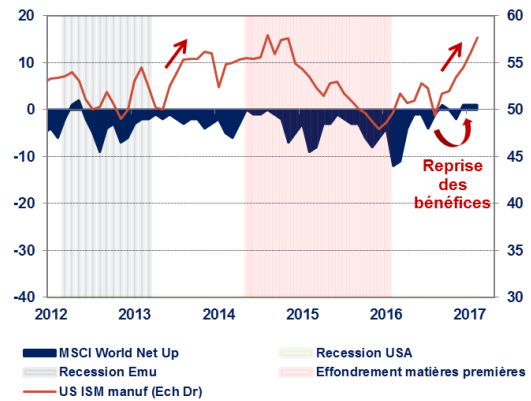


Bénéfices, bénéfices, bénéfices ...

Quand on investit dans l'immobilier, la règle d'or est de se concentrer sur trois critères : l'emplacement, l'emplacement et encore l'emplacement. Dans une certaine mesure, cette règle s'applique aussi aux actions : les trois critères clé sont les bénéfices, les bénéfices et encore les bénéfices. Cette conviction est d'autant plus d'actualité que les marchés ne sont plus sous-valorisés, comme c'était le cas des places boursières des pays développés il y a 4 ans.

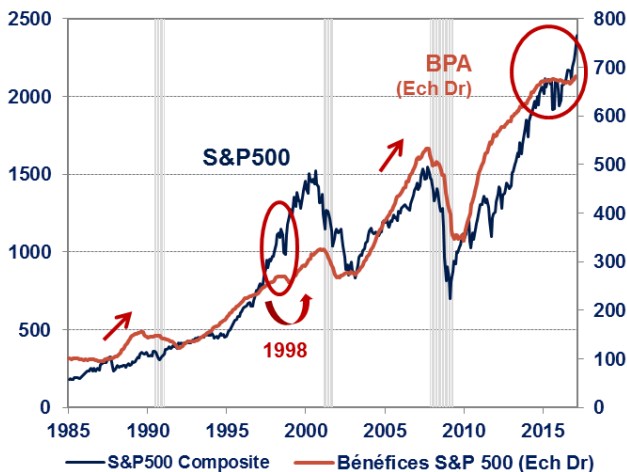
A partir des niveaux actuels, la dynamique positive sur les marchés pourra se prolonger seulement à condition que les bénéfices et prévisions de bénéfices demeurent orientés à la hausse. A cet égard, deux éléments nous incitent à l'optimisme : le 4^{ème} trimestre de 2016 a sans doute constitué une des meilleures saisons de résultats en Europe, et les prévisions de bénéfices continuent d'être révisées à la hausse sur toutes les places.

Bénéfices et croissance économique
Révisions des bénéfices du MSCI World et indice ISM



Source : Amundi Research, Thomson Reuters Datastream

La dynamique des bénéfices est le moteur des marchés



Source : Amundi Research, Thomson Reuters Datastream

Cet environnement nous encourage à maintenir notre vue positive sur les actions. Toutefois, comme les performances boursières de ces dernières semaines ont été comparables voire supérieures au rythme de ces révisions haussières, les valorisations paraissent désormais tendues. Ce contexte conduit à un constat : oui, les marchés conservent du potentiel, mais si et seulement si les bénéfices continuent d'être révisés à la hausse. Ceci explique pourquoi nous privilégions l'Europe et les marchés émergents, où la base de comparaison est moins élevée, ou encore le Japon qui doit, en outre, remplir un deuxième critère, à savoir le maintien du yen à son niveau plutôt faible actuel. Nous préférons ces marchés aux Etats-Unis dont le potentiel semble plus limité.



Romain Boscher
Directeur des Gestions Actions

convictions

Europe : dynamique économique favorable mais risque politique

La période récente se distingue par la capacité de l'économie à surprendre le consensus. La zone euro n'est pas en reste avec des PMI pour le mois de mars à 56.

Du côté de la Banque Centrale Européenne, bien que le message principal en un incapable constat reste inchangé (« Nous continuons à penser que les taux d'intérêts clés de la BCE se maintiendront aux niveaux actuels voire plus bas pour une période temps prolongé »), nous notons un ajustement dans le ton du discours sur la Zone Euro.

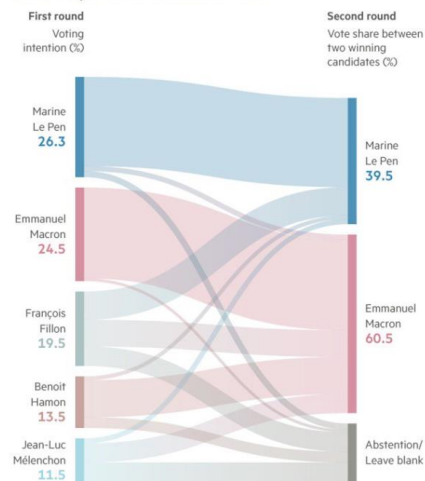
Tout en révisant ses taux de croissance à la hausse pour 2017 (de 1.7% à 1.8%) et 2018 (de 1.6% à 1.7%), le gouverneur Draghi a concédé que la Zone était dans une phase de reprise dont la solidité s'améliorait régulièrement. Il a en outre souligné que la vigueur de cette reprise cyclique pourrait bien gagner en momentum. Le discours sur l'inflation vs l'inflation cœur ne change pas, à savoir que la différence a été tirée par l'effet de base sur le pétrole et dans une moins mesure les prix alimentaires. Nous pourrions donc nous trouver dans une situation où le momentum de

Les performances passées ne sont ni une assurance, ni un indicateur fiable des rendements futurs.

l'économie pourrait s'accélérer tout en conservant une politique monétaire accommodante. Un environnement clairement propice à une poursuite de la hausse des marchés européens.

Les derniers sondages en France indiquent une victoire de Macron au deuxième tour

Macron expected to lead second round



Source : IFOP, 9 mars 2017

Reste bien sûr le risque politique.

Risque que le marché, malgré les écarts récents de performance entre le CAC 40 et le FTSEMIB d'une part et le DAX d'autre part, n'a pas encore été vraiment intégré. Si les investisseurs américains se tiennent à l'écart du marché européen, les investisseurs du vieux continent ont à peine commencé la mise en place de protection.

Il y a bien sûr le risque Italien, celui d'élections anticipées. La décision de Matteo Renzi de démissionner de son poste de leader de son parti a mis en branle une convention du parti qui se tiendra au printemps. Cela réduit drastiquement le risque d'élections anticipées.

Et puis les élections présidentielles françaises. Même si Emmanuel Macron semble l'emporter confortablement au deuxième tour, quelle réduction du front républicain en 15 ans ! (Chirac 82% - Jean-Marie Le Pen 18%). En outre, le nombre d'indécis dans le camp de M. Macron est bien plus élevé que dans celui de Marine Le Pen. Enfin le contexte sécuritaire accroît l'incertitude quant à ces élections. Deux précisions sur les programmes. Dans le cas de Mme Le Pen le lancement d'un référendum sur la sortie de l'euro prendrait une dizaine de mois. Le programme de M. Macron est relativement prometteur pour la sphère économique (flexi-sécurité dans le monde du travail et accord sur les conditions de travail au niveau des entreprises)



Laurent Ducoin

Responsable, Stock Picking Europe

et la confiance réitérée dans le projet européen de nature à rassurer les marchés.

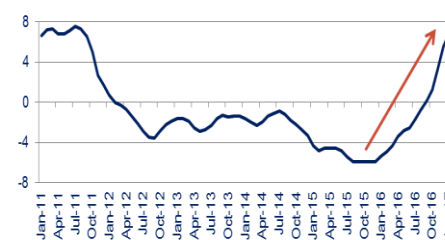
Encore une fois nous voici face à un risque binaire. Néanmoins, cette fois-ci il y a beaucoup moins de débat sur la vigueur de l'économie sous-jacente.

Chine : des surprises positives jusqu'à 2018 ?

Nous constatons des surprises positives venant de la Chine, qui sont encore peu intégrées par les marchés. Ses éléments positifs, qui se situent aussi bien au niveau macro que micro-économique, vont continuer de stabiliser l'économie chinoise et ainsi de soutenir un cycle haussier de la croissance mondiale qui se prolongera sans doute jusqu'à 2018.

1. Accélération des prix à la production. Cet indicateur clé permet d'identifier les premiers signes de stabilisation à partir d'octobre 2015. (1) Les taux réels sont négatifs en Chine et ont reculé de plus de 10%. Le taux réel est calculé sur la base du taux à 1 an 4.35% - (-5.9%) = 10.3% en octobre 2015, contre 4.35-6.9% = -2.6% en janvier 2017. (2) La dynamique des révisions des bénéfices (0.92 à présent et se dirigeant vers 1, le seuil pour un marché haussier) est meilleure que prévu après l'amélioration des prix à la production. (3) Le ratio des prêts non performants a baissé de façon inattendue. Ceci s'explique par la reprise des bénéfices des sociétés, ce qui leur permet de rembourser plus facilement leur dette ou des intérêts sur la dette.
2. Augmentation des capacités de production du secteur privé. C'est un indicateur d'une reprise saine, et nous le constatons en Chine. Cette reprise de l'investissement témoigne de la transformation et de la restructuration du secteur privé chinois au cours de ces dernières années.
3. Augmentation des capacités dans le secteur public. Les dépenses d'infrastructures ont été un des éléments clé permettant la stabilisation de l'économie chinoise. Les ventes de pelleuses pour le secteur de la construction sont en croissance depuis septembre, avec une progression de 298% sur un an à fin février. Cette envolée ne serait pas possible sans un programme important de projets d'infrastructure ou d'immobilier.
4. Déstockage dans le secteur d'immobilier. Le déstockage dans les villes du premier et de deuxième rang a déjà été capté par le marché, mais il est également significatif pour les villes de troisième et de quatrième rang. Etant donné le niveau bas des stocks, les mises en chantier et l'investissement dans l'immobilier seront certainement plus forts que prévu en 2017 et 2018.

Indice des prix à la production en Chine (%)



Source Bloomberg, Amundi Research

Positionnement des portefeuilles actions émergents : Nous maintenons une surpondération sur les secteurs bénéficiant d'une croissance structurelle à long terme, notamment dans ceux liés à l'internet, à la santé et à la consommation (surtout loisirs et tourisme). Les valorisations de ces secteurs sont devenues plus attractives et la gouvernance des sociétés s'améliore avec une plus grande discipline dans les dépenses d'investissement. Une réglementation plus stricte sera bénéfique pour les leaders actuels.

Les performances passées ne sont ni une assurance, ni un indicateur fiable des rendements futurs.

Nous continuons de privilégier les sociétés ayant des bilans solides et une bonne visibilité sur leurs projets d'investissement, notamment dans l'énergie, l'immobilier, les services aux collectivités et l'industrie. A la différence du marché, nous sommes plus réticents à l'égard des sociétés exposées aux dépenses d'infrastructures. Comme dans le passé, nous estimons que la plupart de ces projets ont pour l'objet de maintenir la croissance économique à un certain niveau, avec un retour sur l'investissement très incertain.



Mo Ji
Chief Economist, Asie hors Japon



Patrice Lemonnier
Responsable, Actions des pays émergents

Pourquoi est-il temps de revenir sur les small cap européennes ?

A l'heure où beaucoup de moteurs sont en place pour soutenir les actions européennes (niveau bas de l'Euro, reprise économique, flux positifs), les petites et moyennes valeurs apparaissent comme l'une des classes d'actifs les mieux positionnées pour bénéficier de ces éléments favorables. Il est vrai que le rallye occasionné par la remontée des taux longs depuis la fin de l'été 2016 et accentué par l'effet Trump sur la fin d'année dernière aura bénéficié davantage aux grandes valeurs dans un premier temps (l'indice MSCI Europe large ayant terminé l'année en hausse de 3% contre 0.9% pour le MSCI Europe Small). La rotation sectorielle massive opérée par les investisseurs, a profité initialement aux valeurs les plus liquides. Le secteur bancaire, l'un des plus exposés à la repentification de la courbe des taux et principalement composé de grandes valeurs a ainsi gagné 37% sur le deuxième semestre, tirant la performance des grandes valeurs. Mais passée l'euphorie des premiers mois, le « reflation trade » ne serait-il pas au final plus bénéfique aux Small cap européennes ? C'est en effet ce qui ressort des premiers mois de l'année 2017 : les small cap surperforment de nouveau les large cap de 200 bp à fin février avec une performance de +4,2%.

La performance relative des Small cap européennes ne reflète pas encore l'amélioration des PMI européens



La remontée graduelle des taux longs à partir d'un niveau extrêmement bas, et le retour d'une inflation maîtrisable ne sont que le reflet d'une économie qui se porte mieux. Les indicateurs avancés pointent tous en effet vers une accélération de la croissance économique globale. Cet environnement est en réalité un des plus favorables aux Small caps qui historiquement réagissent très positivement aux signes de reprise économique.

Dans un scénario d'accélération de la croissance mondiale et d'amélioration graduelle de la situation économique en Europe, la dynamique est assez classique chez les petites et moyennes valeurs qui sont – par nature – plus cycliques. Des études empiriques ont démontré que le chiffre d'affaires des petites valeurs amplifiait la croissance du PIB par 2,5. Ainsi, toute accélération de la croissance économique se traduira par une reprise des ventes, une expansion des marges, via un levier opérationnel plus marqué et une croissance supérieure des profits. Hors financières, la croissance des bénéfices par action des small cap européennes et surtout celles de la zone euro sera une nouvelle fois supérieure à celle des grandes valeurs en 2017 et 2018. En termes de valorisation, les small cap européennes demeurent une classe d'actifs intéressante que cela soit en relatif par rapport aux large cap ou par rapport à leurs homologues américaines qui sont en avance de cycle. Les profits des petites sociétés de la zone euro sont en effet encore très en deçà des niveaux pré-crise de 2007 et recèlent un potentiel de rattrapage important, qui, à multiples constants pourra continuer de porter la classe d'actifs.

L'autre moteur de performance réside dans l'accélération des opérations de fusions & acquisitions auquel nous nous attendons avec la remontée des taux d'intérêt. Depuis 30 ans, 90% des opérations de M&A ont impliqué des small cap. Elles constituent des cibles de choix pour les grandes groupes à la recherche de croissance sur des niches de marché spécifiques. Les primes observées sur les opérations récentes dans nos fonds (de l'ordre de 20 à 40%), témoignent là encore que les niveaux de valorisation sur le marché sont parfois encore loin de refléter les valeurs intrinsèques des sociétés. Dans ce contexte de reflation et d'accélération de la croissance économique, les small cap européennes devraient donc connaître une bonne année et les niveaux très bas de corrélation devraient être favorables au stock-picking.

L'évolution du paysage politique en Europe et notamment en France demeure bien sûr la plus grande inconnue, et pourrait occasionner une remontée ponctuelle de la volatilité. Sur le long terme, il est toutefois prouvé que les small cap sont moins volatiles les grandes valeurs. C'est pourquoi nous cherchons avant tout à investir dans des entreprises qui dégagent des taux de croissance réguliers sur le long terme, avec une bonne visibilité et un pricing power démontré ; elles peuvent se caractériser par une position de leader sur des marchés de niche, ou une histoire spécifique de repositionnement ou de restructuration à même de soutenir la croissance des résultats. Nous investissons dans des entreprises dont la croissance des résultats est supportée par des tendances structurelles (vieillesse démographique, automatisation, externalisation ou l'Internet) ou conjoncturelles de marché (reprise du marché de la construction et des capex en général, stabilisation des matières premières, augmentation des budgets de la défense, dollar fort).

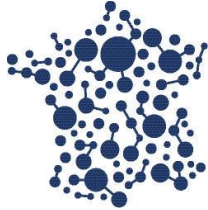
L'évolution du paysage politique en Europe et notamment en France demeure bien sûr la plus grande inconnue, et pourrait occasionner une remontée ponctuelle de la volatilité. Sur le long terme, il est toutefois prouvé que les small cap sont moins volatiles les grandes valeurs. C'est pourquoi nous cherchons avant tout à investir dans des entreprises qui dégagent des taux de croissance réguliers sur le long terme, avec une bonne visibilité et un pricing power démontré ; elles peuvent se caractériser par une position de leader sur des marchés de niche, ou une histoire spécifique de repositionnement ou de restructuration à même de soutenir la croissance des résultats. Nous investissons dans des entreprises dont la croissance des résultats est supportée par des tendances structurelles (vieillesse démographique, automatisation, externalisation ou l'Internet) ou conjoncturelles de marché (reprise du marché de la construction et des capex en général, stabilisation des matières premières, augmentation des budgets de la défense, dollar fort).



Caroline Gauthier
Co-Responsable, Small & Mid Caps Europe

focus

Investir en actions au cœur des économies régionales françaises : l'attrait des midcaps



Au sein de BFT IM, filiale à 100% du groupe Amundi, nous avons développé une stratégie de gestion spécifique sur les actions françaises. Cette stratégie combine :

- l'investissement dans des sociétés ancrées dans les économies régionales,
- une approche de gestion privilégiant la dynamique positive des moyennes capitalisations,
- le potentiel de valorisation de ces titres au sein du portefeuille.

Les midcaps au cœur de la sélection de valeurs

Notre stratégie conjugue des titres de toutes tailles de capitalisation. En fonction de leur segment, le profil des entreprises est très différent. **Les sociétés de taille moyenne (avec une capitalisation comprise entre 1 et 5 milliards d'euros) constituent le véritable cœur de nos investissements. Elles sont souvent leaders sur leurs marchés et cherchent à développer leur savoir-faire à l'étranger ou sur des marchés connexes à leur expertise d'origine. Le segment des midcaps françaises est parmi les plus performants d'Europe.** À fin janvier 2017 les valeurs moyennes françaises (CAC Mid & Small NR) affichent une performance de 100,3% sur 5 ans, supérieure aux autres indices géographiques européens de valeurs moyennes : MSCI Mid Allemagne (88,7%), MSCI Mid Europe (70,6%), MSCI Mid EMU (67,9%) et MSCI Mid UK (64,4%).

Notre objectif est de participer à cette croissance en étant très sélectif dans nos choix.

Les sociétés de petite taille (capitalisation inférieure à 1 milliard d'euros) offrent évidemment les plus forts potentiels de croissance. Ces entreprises, le plus souvent mono-activité, nous permettent donc d'investir sur des thématiques précises en pleine expansion. La confiance dans la stratégie déployée par le management est essentielle pour notre décision d'investissement dans ce segment.

Enfin, de manière plus opportuniste, nous investissons sur des entreprises de plus grande taille qui offrent davantage de visibilité en raison de parts de marché établies. Elles présentent des profils souvent plus pérennes. C'est la combinaison de la sélection d'entreprises au sein de ces trois segments qui permet de saisir toutes les opportunités et d'optimiser ainsi la diversification de notre portefeuille.

La valorisation : un critère fondamental dans la sélection de valeurs

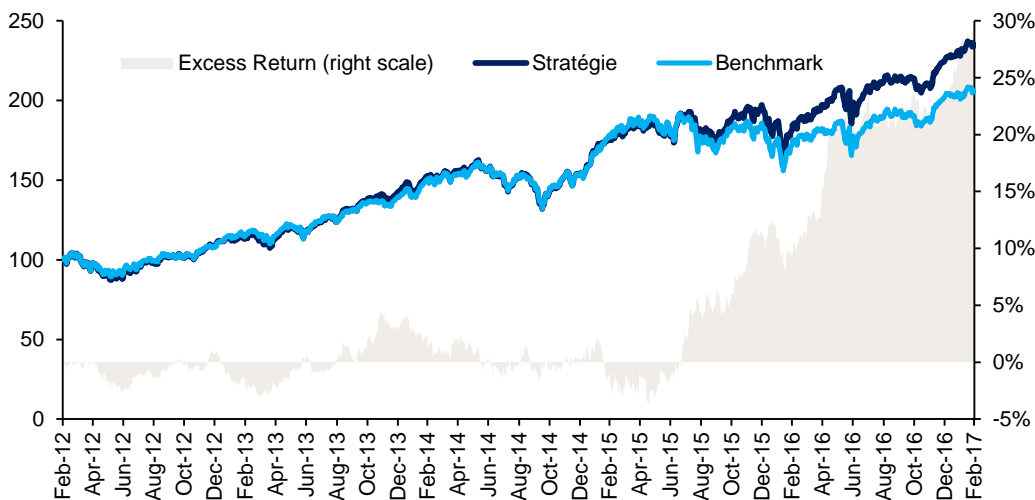
Au travers d'échanges réguliers avec le management de ces entreprises, nous essayons d'identifier les sociétés dont la qualité de l'expertise et des fondamentaux n'est pas pleinement valorisée par le marché quel que soit leur domaine d'activité. Cette décote peut s'évaluer par rapport aux titres des sociétés concurrentes ou bien par rapport à leur propre historique.

Dans cette catégorie, nous retenons celles qui présentent des leviers clairement identifiés d'amélioration de leurs perspectives bénéficiaires.

L'objectif est d'investir sur la croissance, mais « au juste prix ».

Le portefeuille final est concentré autour de 50 lignes environ pour une durée moyenne de détention des titres de 3 à 4 ans.

Au cours des 5 dernières années, notre stratégie a généré une performance brute totale de 135,16% soit 18,63% en annualisé.



Fabrice Masson
Responsable Gestion
Actions de BFT IM

Source BFT IM – performances nettes Stratégie Midcaps françaises (période du 28/02/2012 au 28/02/2017), benchmark : CAC Mid and Small NR)



Romain Boscher
Directeur des Gestions Actions

Nicholas Melhuish
Chief Investment Officer, Actions, Amundi Londres

Yasunori Iwanaga
Chief Investment Officer, Amundi Japon

Anthony Ho
Chief Investment Officer, Asie hors Japon

Alexandre Drabowicz
Directeur Adjoint des Gestions Actions
Responsable du Développement et des Spécialistes Produits,
Gestions Actions

Sudeshna André
Spécialiste Produits, Gestions Actions

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. 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. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats 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.

Les performances sont préparées et présentées en conformité avec les standards de présentation de performance GIPS® (Global Investment Performance Standards). Amundi est en conformité avec les standards GIPS® du 01/01/1994 au 31/12/2015 et dispose d'une attestation par un auditeur. Le total des actifs de la firme au sens GIPS®, soit 605 milliards d'euro à la date du 31/12/2015, inclut l'ensemble des portefeuilles supportant des frais de gestion.

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 28 février 2017, elles peuvent être modifiées sans préavis.

Amundi, Société anonyme au capital de 746 262 615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04100036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com