

Élection présidentielle française Perspectives et stratégies d'investissement au lendemain du premier tour

24 avril 2017



Analyse et impacts de marchés

par



Philippe Ithurbide

Directeur de la Recherche,
Stratégie et Analyse
Amundi

Notre positionnement

par



Pascal Blanqué

Directeur Général Délégué
Directeur du Métier
Institutionnel
Directeur des Gestions
Amundi



Vincent Mortier

Directeur du Métier
Gestions Diversifiées,
Deputy CIO
Amundi

Analyse et impacts de marchés

Les élections présidentielles françaises ont été incertaines jusqu'au bout :

- **Quatre candidats potentiels pour le second tour** : François Fillon, Marine Le Pen, Emmanuel Macron et Jean-Luc Mélenchon,
- **Deux pro-européens** (François Fillon et Emmanuel Macron), **deux eurosceptiques voire europhobes** (Marine Le Pen et Jean-Luc Mélenchon),
- **Un candidat d'un parti traditionnel** (François Fillon), **un candidat sans parti officiel** (Emmanuel Macron), et **deux candidats dits « extrémistes » ou « populistes »**, l'un de droite (Marine Le Pen), l'autre de gauche (Jean-Luc Mélenchon).

Bref, **4 candidats, 3 hommes, 1 femme, et 6 possibilités.**

Les sondages ont été serrés jusqu'au bout, avec quand même un binôme qui a toujours fait la course en tête : Emmanuel Macron et Marine Le Pen.

Un duel Macron – Le Pen

Le premier tour a finalement livré son verdict : Emmanuel Macron (En Marche !) est arrivé en tête avec 23,9% des suffrages, devant Marine Le Pen (Front National) avec 21,4%. C'est donc parmi ces deux candidats que se trouve le futur président de la République française. François Fillon (Les Républicains) a obtenu 19,9% des voix, devant Jean-Luc Mélenchon (La France Insoumise) 19,6%, Benoît Hamon (Parti socialiste) 6,3%, Nicolas Dupont-Aignan 4,7%, Jean Lassalle 1,2%, Philippe Poutou 1,1%, François Asselineau 0,9%, Nathalie Arthaud 0,6% and Jacques Cheminade 0,2%.

Le **taux d'abstention** était de 21,8%, un taux décent en comparaison des précédents premiers tours d'élection présidentielle (20,52% en 2012, 16,22% en 2007, 28,4% en 2002, 21,6% en 1995, 18,6% en 1988, 18,9% en 1981). Un des enjeux du second tour sera de mobiliser cet électorat sans conviction.

On notera, pour la deuxième fois en quatre élections présidentielles, la disparition dès le premier tour du candidat de la gauche traditionnelle (le Parti Socialiste) ; pour la première fois, la disparition du candidat de la droite traditionnelle (« Les Républicains ») ; et pour la première fois, la présence au second tour d'un candidat sans parti politique officiel. C'est en ce sens que l'élection française promettait de représenter une rupture forte avec le passé.

Que disent les sondages pour le second tour ?

Jusqu'ici, les populistes, pourtant annoncés ou redoutés, n'ont pas été en mesure de prendre le pouvoir, pas plus en Italie, qu'aux Pays-Bas, en Autriche ou en Espagne. Cela sera également le cas en Allemagne, où les deux candidats en tête, regroupant plus de 60% des intentions de votes sont des candidats fortement pro-européens (Martin Schulz et Angela Merkel).

En ce qui concerne la France, les sondeurs avaient jusqu'ici analysé les six binômes possibles : Macron – Le Pen, Le Pen – Fillon, Fillon – Macron, Le Pen – Mélenchon, Macron – Mélenchon et Fillon Mélenchon. **Ce qui ressortait des différents cas de figure, c'était i) que Macron restait en tête au second tour quel que soit son opposant, ii) que Marine Le Pen ne remportait pas l'élection au second tour quel que soit l'autre candidat, et iii) qu'une victoire de François Fillon s'avèrerait compliquée compte tenu du pourcentage d'indécis.**

En ce qui concerne le binôme choisi au premier tour des élections, les derniers sondages nous indiquent que le pourcentage d'indécis est inférieur à l'écart des intentions de votes entre les deux candidats, ce qui donne un certain « confort » quant à une élection d'E. Macron. Mais soyons clairs : **le pourcentage d'indécis, les transferts de vote et la réduction probable du taux d'abstention** (comme cela est le cas lors de chaque second tour des élections présidentielles – 8 pts d'écart en 2002, et 2 à 3 points d'écart en moyenne) **apportent leur lot d'incertitude.**

Rappelons toutefois que dans les élections françaises, qu'elles soient nationales, régionales, locales ou municipales, **le report des voix a jusqu'ici entraîné l'élimination des partis dits « extrémistes »** : la droite se désiste ou vote pour la gauche (et inversement) pour éviter l'élection du candidat du Front National, par exemple. C'est ainsi (mais pas seulement pour cette raison) qu'après avoir fait près de 17% des suffrages aux élections législatives, le Front National n'avait finalement obtenu que 2 sièges de députés à l'Assemblée Nationale (soit 0,35% des députés). François Fillon et Benoît Hamon ont déjà annoncé qu'ils voteraient pour E. Macron et ont recommandé à leurs soutiens de faire de même. D'autres candidats rejettent officiellement le Front National mais n'ont pas donné de consignes de vote à leur électorat.

Les programmes des deux candidats en un clin d'œil

Le tableau ci-dessous est issu des programmes des candidats, et du site internet du journal français « Le Monde ». Nous avons intégré de la couleur pour les deux candidats en lice pour le second tour (bleu pour E. Macron, orange pour M. Le Pen, et violet pour les points d'accord ou consensuels). La couleur correspondante à chacun de ces deux candidats a également été reportée pour chaque candidat battu dont il est le plus proche, et cela, mesure par mesure. Cela a son importance car l'électorat des candidats battus devra évidemment porter son suffrage soit à Emmanuel Macron, soit à Marine Le Pen. On constate plusieurs choses intéressantes :

- En matière de sécurité et d'immigration, François Fillon et Marine Le Pen sont les plus proches ;
- En matière économique, François Fillon et Emmanuel Macron sont proches, ainsi que Jean-Luc Mélenchon et Benoît Hamon ;
- En ce qui concerne l'Europe, François Fillon et Emmanuel Macron sont également très proches ; Jean-Luc Mélenchon et Marine Le Pen ont également convergé (pas dans les programmes, plutôt dans les déclarations) ;
- Mis à part quelques mesures spécifiques comme le revenu universel, Benoît Hamon est une « sorte de combinaison » de Jean-Luc Mélenchon et d'Emmanuel Macron ;
- Sur quelques sujets (pas les plus clivants, et pas les plus nombreux, admettons-le), il y a des similitudes fortes entre Macron, Fillon et le Pen.

Plusieurs conclusions s'imposent :

- Une grande partie de l'électorat de B. Hamon se tournera vers E. Macron ;
- Une (large) partie de l'électorat de F. Fillon ira vers E. Macron, et une autre partie – plus faible – ira vers M. Le Pen ;
- L'électorat de J.L. Mélenchon n'est pas supposé choisir un des deux candidats en lice au second tour, tant les clivages restent forts. E. Macron en attirera sans aucun doute bien davantage que M. Le Pen ;
- L'électorat de N. Dupont-Aignan (démocrate et anti-institutions européennes) hésitera sans doute entre les deux candidats.

Voici dans le tableau ci-dessous l'essentiel des programmes et des grands clivages à l'aube du second tour, ainsi que des indications sur leur « proximité » (bleu pour « groupe Macron », et orange pour « groupe Le Pen », violet pour mesure consensuelle).

Une comparaison des deux finalistes et des trois principaux perdants (Source . Le Monde, programmes de campagne, Amundi)

	E. MACRON	F. FILLON	M. LE PEN	J.L. MELENCHON	B. Hamon
Fonctionnaires	Suppression de 120 000 postes	Suppression de 500 000 postes	-	Recrutement de fonctionnaires	Recrutement de fonctionnaires
Retraites	Maintien des retraites	Augmentation des petites retraites	Augmentation des petites retraites	Augmentation des petites retraites	Autoriser les transferts de trimestres entre conjoints
Allocations chômage	Les étendre (aux démissionnaires) sous conditions	Rendre les allocations dégressives	-	Etendre les bénéficiaires (aux démissionnaires)	Etendre les bénéficiaires (aux démissionnaires)
Age de la retraite	Maintien à 62 ans	65 ans	Revenir à 60 ans	Revenir à 60 ans	Maintien à 62 ans
Minima sociaux	Création d'une allocation unique	Création d'une allocation unique	Réserver les minima sociaux aux français	Augmentation	Créer un revenu universel
RSI : Régime social des indépendants	Suppression	Réforme	Réforme	Réforme	Réforme
Salaire minimum (SMIC)	Pas de modification	Pas de modification	Pas de modification	Augmentation	Augmentation
Taxe d'habitation	Suppression pour 80% des ménages	-	Gel de la taxe	Maintien de la taxe	-
Donations et successions	Maintien du régime actuel	Favoriser la transmission de patrimoine	Favoriser la transmission de patrimoine	Augmentation pour les gros patrimoines	Limiter les récupérations de l'Etat sur les petits héritages
TVA	Maintien des taux actuels	Augmentation	Maintien des taux actuels	Réduction sur certains produits	Réduction sur certains produits
Lutte contre la fraude fiscale	Accentuation de la lutte	-	Accentuation de la lutte	Encadrer les mouvements de capitaux	Supprimer le « verrou de Bercy »
Impôt sur les sociétés	Réduction	Réduction	Réduction	Réduction selon l'usage des bénéficiaires	Réduction selon l'usage des bénéficiaires

Pour investisseurs professionnels uniquement

	E. MACRON	F. FILLON	M. LE PEN	J.L. MELENCHON	B. Hamon
Impôt sur le revenu	Individualiser l'impôt	-	Baisse de l'impôt	Le rendre plus progressif	Le rendre plus progressif
Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi	Le transformer en baisse des cotisations	Le transformer en baisse des cotisations	Le transformer en baisse des cotisations	Renforcer les contreparties	Supprimer
Impôt de solidarité sur la fortune	Exonérer les investissements dans l'économie	Suppression	Maintien	Réforme	Réforme
Made in France	-	-	Soutenir	Instaurer un protectionnisme européen	Soutenir
Cotisations sociales	Les baisser pour les entreprises et les salariés	Les baisser pour les entreprises et les salariés	Les baisser pour les TPE et PME	Les augmenter	Les prélever sur la valeur ajoutée (« taxe robot »)
Attribution des marchés publics	Favoriser les entreprises européennes en Europe	Favoriser les entreprises européennes en Europe	Favoriser les entreprises françaises	Favoriser l'économie sociale et solidaire	Favoriser l'économie sociale et solidaire
« Ubérisation » du travail	Aligner les droits des indépendants et des salariés	-	Encadrer	Lutter contre	Aligner les droits des indépendants et des salariés
Licenciements	Encadrer les indemnités prud'homales	Les rendre plus faciles	-	Les rendre plus difficiles	Les rendre plus difficiles
Logements sociaux	En construire davantage	Assouplir la loi	Donner la priorité aux français	Durcir les sanctions contre les communes hors-la-loi	Durcir les sanctions contre les communes hors-la-loi
Les rémunérations des patrons	Publier l'écart salariés / dirigeants	-	-	Les encadrer	Les encadrer
La durée légale du travail	Assouplir	Augmenter	Maintenir les 35 heures	Réduire	Maintenir les 35 heures
Loi travail	Maintenir	Amplifier les réformes	Abroger	Abroger	La remplacer
La politique agricole commune (PAC)	La rendre plus protectrice et plus écologique	Réformer	Revenir à une politique agricole nationale	La rendre plus protectrice et plus écologique	La rendre plus protectrice et plus écologique
Les dépenses publiques	Réduire leur part dans le PIB	Réduire leur part dans le PIB	Couper les dépenses liées à l'immigration et à l'Europe	Relancer l'investissement	Relancer l'investissement
Dettes publiques	Mieux maîtriser et rembourser	Mieux maîtriser et rembourser	Mieux maîtriser et rembourser	Une partie de la dette est « illégitime ». Il ne faut pas la rembourser	Mieux maîtriser et rembourser
L'Aide médicale d'Etat	Maintenir	Supprimer	Supprimer	Maintenir	Maintenir
Les quotas d'immigration	Défavorable	Favorable	Favorable	Défavorable	Défavorable
Le droit d'asile	Raccourcir le délai de réponse	Raccourcir le délai de réponse	Durcir les conditions	Favoriser l'accueil des demandeurs d'asile	Favoriser l'accueil des demandeurs d'asile
Contrôle des frontières européennes	Renforcer	Renforcer	Contrôler les frontières nationales	Assouplir	-

Pour investisseurs professionnels uniquement

	E. MACRON	F. FILLON	M. LE PEN	J.L. MELENCHON	B. Hamon
Regroupement familial	Maintenir les conditions actuelles	Durcir les conditions	Durcir les conditions	Assouplir les conditions	Maintenir les conditions actuelles
Le droit du sol	Maintenir	Durcir	Supprimer	Maintenir	-
Accords de Schengen	Maintenir	Refonder	Supprimer	Refonder	-
Remboursement des soins de santé	Mieux rembourser avec les mutuelles	Mieux rembourser avec les mutuelles	Mieux rembourser avec les mutuelles	Tout rembourser à 100% par la Sécurité sociale	Améliorer le remboursement de la Sécurité sociale
Allocations familiales	-	Rétablir l'universalité des allocations familiales	Rétablir l'universalité des allocations familiales	Les verser dès le 1 ^{er} enfant	Les verser dès le 1 ^{er} enfant
Le service civique	Rétablir un service militaire obligatoire	Maintenir le service civique volontaire	Rétablir un service militaire obligatoire	Instaurer un service civique et/ou militaire obligatoire	Maintenir le service civique volontaire
La déchéance de nationalité	Défavorable	Favorable	Favorable	Défavorable	Défavorable
La prison	Créer entre 10 000 et 20 000 places de prison	Créer entre 10 000 et 20 000 places de prison	Créer 40 000 places de prison	Encourager les peines alternatives	Encourager les peines alternatives
Effectifs des policiers et gendarmes	Les augmenter	Les augmenter	Les augmenter	Les augmenter	Les augmenter
La place de la France dans l'OTAN	S'opposer à de nouvelles entrées dans l'OTAN	-	Sortir du commandement intégré	Sortir de l'OTAN	Rester dans le commandement intégré
Le budget de la défense	L'augmenter à 2 % du PIB	L'augmenter à 2 % du PIB	L'augmenter à 2 % du PIB	Le maintenir à ce niveau	L'augmenter à 2 % du PIB
Le nucléaire	Réduire la part du nucléaire	Moderniser et développer le nucléaire	Moderniser et développer le nucléaire	Sortir du nucléaire	Sortir du nucléaire
Les traités TAFTA et CETA	Favorable	Défavorable	Défavorable	Défavorable	Défavorable
L'harmonisation fiscale et sociale en Europe	Favorable	Favorable	-	Favorable	Favorable
Le respect du pacte de stabilité européen	Maintenir la règle des 3%	Maintenir la règle des 3%	Rétablir une souveraineté budgétaire	S'affranchir des règles	Assouplir la règle
L'euro	Créer une gouvernance de la zone euro	Créer une gouvernance de la zone euro	Revenir au franc	Faire coexister l'euro et une monnaie nationale	Créer une gouvernance de la zone euro
L'Union européenne	Renforcer l'Europe actuelle	Renforcer l'Europe actuelle	Proposer un référendum de sortie	Refonder une Europe moins libérale	Renforcer l'Europe actuelle
Gouvernance UEM	Créer un poste de ministre de l'économie et des finances européen	Créer un Trésor européen en charge de la dette publique mutualisée	Retour de la souveraineté nationale (monétaire, budgétaire et fiscale)	Retour de la souveraineté nationale	Alléger les critères de Maastricht
Le droit de vote des étrangers aux élections locales	Défavorable	Défavorable	Défavorable	Favorable	Le soumettre par référendum

	E. MACRON	F. FILLON	M. LE PEN	J.L. MELENCHON	B. Hamon
Le nombre de parlementaires	Le réduire	Le réduire par référendum	Le réduire	Supprimer le Sénat	Maintenir le nombre actuel
Le mode de scrutin aux législatives	Introduire une dose de proportionnelle	-	Passer à la proportionnelle intégrale	Passer à la proportionnelle intégrale	Introduire une dose de proportionnelle
La durée du mandat présidentiel	Maintenir le quinquennat	Maintenir le quinquennat	Passer au septennat non renouvelable	Supprimer ou modifier la fonction présidentielle	Passer au septennat non renouvelable

L'Europe, le grand enjeu du second tour ?

Il ressort plusieurs choses de l'analyse des programmes des principaux candidats (ceux qui sont au premier tour et ceux dont le report des voix risque de peser dans la balance) :

- Pour François Fillon, priorité à la baisse de la fiscalité, la rigueur budgétaire nécessaire à la meilleure maîtrise de la dette, et les réformes (marché du travail notamment).
- Pour Emmanuel Macron, l'accent doit être mis sur la (baisse de la) fiscalité, les réformes (flexi-sécurité), l'innovation et l'investissement, et la rigueur budgétaire.
- Jean-Luc Mélenchon a insisté sur la fiscalité (hausse de la fiscalité pour les plus riches), la souveraineté et l'Europe (la changer ou la quitter). Sur ce dernier point est apparu un certain flou au cours des derniers jours.
- Pour Marine Le Pen, le rejet de l'Europe (plus modéré à l'approche du scrutin), la lutte contre l'immigration, la restauration de la souveraineté (monétaire, politique, budgétaire et territoriale) sont les principaux chevaux de bataille.
- Benoît Hamon, enfin, a développé sa campagne autour de thèmes comme le revenu universel ou la nécessité de modifier la gouvernance de l'Europe.

Beaucoup de mesures proposées (relances budgétaires et fiscales, souveraineté ou subsidiarité ...) se heurtent aux contraintes européennes (Le Pen, Mélenchon et à un degré moindre Hamon) ou ont pour ambition de conforter la construction européenne (Macron et Fillon). En outre, comme l'électorat français est plutôt favorable à l'UE et à l'UEM, les discours hostiles envers l'Europe ont été récemment atténués par les deux candidats de l'extrême, M. Le Pen et J.-L. Mélenchon. Mais on notera l'incohérence entre la volonté de retrouver la souveraineté (monétaire, budgétaire, politique, voire même territoriale) et de rester au sein de l'UE / UEM. Les débats précédant le second tour seront sans aucun doute centrés autour de ces thèmes, car ils détermineront l'ampleur et la direction des transferts de vote.

En prenant en compte les résultats du premier tour et les transferts habituels de votes (les partis de droite votant pour la gauche et vice-versa) pour éliminer les partis extrêmes lors du deuxième tour des élections, il est raisonnable de parier sur une victoire de E. Macron (le deuxième tour aura lieu le 7 mai).

Que se passera-t-il ensuite ? Dans moins de deux mois (11 et 18 juin), les Français voteront à nouveau pour les élections générales (élections de 577 députés).

Deux questions clés à ce stade:

- **Le prochain président pourra-t-il obtenir une majorité parlementaire ?** La très faible performance du Parti Socialiste favorise une restructuration massive de l'aile gauche, facteur positif pour E. Macron. Il pourra bénéficier d'un large soutien des électeurs de gauche lors des élections générales. Notez que, dans le passé, tous les présidents nouvellement élus ont remporté les élections générales qui ont suivi la présidentielle. Mais si Marine Le Pen est élue (ce n'est pas notre scénario), elle ne pourra pas obtenir la majorité. En conséquence, la situation politique et les réformes, y compris le référendum sur la Constitution et sur un éventuel Frexit ... seraient complètement bloquées.
- **Si le prochain président n'est pas en mesure d'obtenir une majorité, est-ce qu'une coalition est possible?** Oui, si E. Macron est le prochain président. Comme l'indique le tableau ci-dessus sur les différences entre Macron et Fillon, les programmes ne sont pas inconciliables. Nous pouvons considérer qu'une grande partie des partis de droite accepteront de diriger le pays et de réformer avec E. Macron si nécessaire. Toute coalition avec Marine Le Pen serait certainement impossible.

Quels impacts de marché ?

Les scénarios extrêmes, y compris celui du FREXIT (sortie de la France de l'UE) ont rapidement alimenté chroniques et commentaires, mais ils n'ont pas été réellement intégrés dans les prix de marché, sans doute la preuve d'une relative sérénité à l'approche des élections, ou d'une forte sous-pondération des portefeuilles et d'une attitude d'attentisme. Pas de prises de positions résolument hostiles donc, malgré la course en tête des sondages de Marine Le Pen, les déboires de François Fillon, la remontée de Jean-Luc Mélenchon, et les craintes d'un scénario Le Pen – Mélenchon au second tour. Au total l'impact sur les marchés français et européens a été limité :

- Le spread OAT-Bund n'aura progressé que d'une trentaine de points de base entre le 1^{er} janvier et la veille des élections.
- La dégradation des spreads des pays périphériques a été du même ordre : +30pb pour l'Espagne, +45 pb pour l'Italie (en réponse également à des problèmes politiques spécifiques, +10pb pour la Portugal ...
- Légère dégradation des CDS souverains : +25pb pour le CDS 5 ans de la France, +8pb pour l'Espagne, +35pb pour l'Italie, mais -21pb pour le Portugal ...
- Une performance des financières françaises similaires aux comparables européens ;
- Enfin, notons que la sous-performance des marchés d'actions français n'aura été que de 2 % par rapport à l'Allemagne ou les Etats-Unis.

En attendant le deuxième tour opposant Marine Le Pen et Emmanuel Macron (le scénario avec la probabilité la plus élevée depuis longtemps), les impacts du marché devraient être limités. Les scénarios les plus défavorables (comme un deuxième tour Le Pen - Mélenchon) ont disparu, mais une partie de l'incertitude demeure. Elle sera totalement levée suite aux élections législatives. En conséquence, les investisseurs étrangers ne vont sans doute pas se ruer sur le marché français ... mais on peut compter sur un mouvement de soulagement conduisant à une appréciation de l'euro, une baisse des taux longs, une hausse des marchés d'actions et une réduction du spread OAT/Bund.

Pour investisseurs professionnels uniquement

Annexe : Un état des lieux sur les sujets de réformes (source : Le Monde, Amundi)

Mesure	Etat des lieux
Fonctionnaires	Il y a actuellement 5,5 mlns de fonctionnaires (fonction publique d'Etat, Hospitalière et territoriale)
Retraites	Les pensions de retraite sont revalorisées tous les ans à partir d'un calcul effectué en fonction des prévisions d'inflation. Mais l'inflation est actuellement très faible et le système déterminant le niveau des pensions est fragilisé par la pyramide des âges
Allocations chômage	Les chômeurs sont indemnisés pour une durée allant jusqu'à 24 mois, en fonction de leurs cotisations préalables. Le régime d'assurance chômage est en déficit chronique en raison du nombre élevé de demandeurs d'emploi
Age de la retraite	L'âge légal de départ à la retraite est fixé à 62 ans, avec des exceptions pour les personnes nées avant 1955, ayant effectué des carrières longues ou ayant eu un travail pénible
Minima sociaux	Aujourd'hui, dix minima sociaux sont versés à des catégories différentes de la population (travailleurs pauvres, personnes âgées, handicapés). Au total, 4,8 millions de personnes touchent ces allocations, dont plus de 2 millions pour le RSA, versé à partir de 25 ans
Régime social des indépendants (RSI)	Le RSI assure la protection sociale obligatoire des travailleurs indépendants, artisans, commerçants et professions libérales. Il a connu de nombreux dysfonctionnements depuis sa création en 2006
Salaires minimum (SMIC)	Le SMIC mensuel s'élevait début 2017 à 1 466,62 euros brut. Il a progressé de 5,8 % durant le quinquennat de François Hollande – une hausse alignée sur l'inflation, comme le prévoit la loi, sans « coup de pouce » du gouvernement
Taxe d'habitation	La taxe d'habitation constitue une part importante des ressources des communes. Elle varie fortement d'une commune à l'autre, les plus riches imposant des taxes d'habitation généralement plus faibles
Donations et successions	La fiscalité sur les successions fait partie des préoccupations des candidats car, avec le vieillissement des « baby-boomers », les successions devraient se multiplier dans les années 2020. Or les inégalités de patrimoine sont déjà relativement élevées en France
Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA)	La TVA est un impôt indirect sur la consommation. Recette fiscale la plus importante en France, elle a un taux normal à 20 %, deux taux réduits à 10 et 5,5 % et un taux super-réduit à 2,1 %
Lutte contre la fraude fiscale	La concurrence fiscale entre les pays, y compris au sein de l'Union européenne, aide les grandes entreprises à optimiser leurs impôts en rapatriant leurs profits dans des zones à faible imposition. En France, la justice ne peut pas enquêter sur les données fiscales sans autorisation du ministère des finances : ce « verrou de Bercy » est régulièrement critiqué
Impôt sur les sociétés	Les bénéfices des entreprises sont taxés à 15 % en deçà de 38 120 euros, et à 33,33 % au-delà.
Impôt sur le revenu	L'impôt sur le revenu, calculé à partir du revenu du foyer, est progressif : les bas revenus ne paient rien, puis il y a des tranches successives à 14 %, 30 %, 41 % et 45 %. Moins de 46 % des foyers fiscaux ont payé des impôts en 2015
Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE)	Le CICE, mis en place en 2013, consiste en un crédit de cotisations sur les salaires inférieurs à 2,5 fois le smic. Il visait à favoriser les embauches en abaissant les charges des entreprises, mais son efficacité en matière d'emplois est contestée
Impôt de solidarité sur la fortune	L'ISF représentait 5,2 milliards d'euros de recettes pour l'Etat en 2015, répartis sur 340 000 contribuables environ. Réservé aux foyers fiscaux dont le revenu du patrimoine dépasse le seuil de 1,3 million d'euros, il représente moins de 0,5 % du total du capital pour les patrimoines inférieurs à 2 millions d'euros
Made in France	Le sujet, qui s'était imposé dans la campagne présidentielle de 2012, revient pour celle de 2017, alors que la mondialisation est de plus en plus contestée
Cotisations sociales	Les cotisations sociales (parfois qualifiées de « charges ») servent à financer la sécurité sociale et les retraites. Versées à la fois par l'employeur (cotisations patronales) et par les travailleurs (cotisations salariales), elles sont accusées d'augmenter le coût du travail
Attribution des marchés publics	Qu'il s'agisse de commandes ou de concessions octroyées par l'Etat ou les collectivités, les marchés publics représentent un marché important pour les entreprises. Les règles européennes interdisent aujourd'hui de privilégier une entreprise nationale ou régionale : les marchés doivent être attribués en fonction du meilleur rapport qualité-prix
« Ubérisation » du travail	L'« ubérisation » est le nom donné à l'essor des modèles d'économie collaborative (portées par des start ups comme Uber ou Airbnb), qui s'affranchissent du salariat pour s'assurer les services de travailleurs indépendants
Licenciements	Faciliter, encadrer, voire interdire les licenciements font partie des propositions des candidats sur le volet du droit

Mesure	Etat des lieux
Logements sociaux	Chaque commune membre d'une agglomération urbaine doit se doter d'ici à 2020 de 20 % de logements sociaux au regard du nombre de résidences principales en vertu de la loi SRU (solidarité et renouvellement urbains)
Rémunérations des patrons	En 2016, la rémunération des patrons des 120 plus grandes sociétés cotées en bourse à Paris s'élevait en moyenne à 3,5 millions d'euros par an. Plusieurs candidats proposent un plafonnement des rémunérations
Durée légale du travail	La durée légale est fixée à 35 heures par semaine depuis 2002, mais plusieurs dispositifs permettent d'y déroger. Dans les faits, les salariés français travaillent en moyenne 39 heures. Pour encourager les heures supplémentaires, Nicolas Sarkozy les avait défiscalisées en 2007, avant que François Hollande n'abroge cette réforme en 2012
Loi travail	Définitivement adoptée à l'été 2016 après cinq mois de contestation sociale, la loi travail fait l'objet de critiques d'une partie de la gauche
Politique agricole commune (PAC)	La politique agricole commune, qui absorbe près de 40 % du budget européen, oriente la production par des subventions et des soutiens aux prix agricoles. Une récente réforme a orienté une partie de ces aides vers le développement d'une agriculture plus respectueuse de l'environnement
Dépenses publiques	La plupart des candidats proposent des économies sur le budget de l'Etat, des collectivités locales et de la sécurité sociale
Dettes publiques	La dette publique représente un peu moins de 100% du PIB, un peu plus de 2 000 milliards d'euros, et environ 32 500 euros par habitant (29 000 en Allemagne, 40 000 en Italie, 62 000 aux Etats-Unis et 85 000 au Japon)
Aide médicale d'Etat	L'aide médicale d'Etat (AME) offre une couverture de soins minimale aux résidents étrangers en situation irrégulière et précaire qui sont en France depuis au moins trois mois et dont les ressources ne dépassent pas le plafond. Les dépenses effectives de l'AME étaient de 814 millions d'euros en 2015
Quotas d'immigration	En 2015, environ 210 000 étrangers ont obtenu leur premier titre de séjour en France
Droit d'asile	Près de 100 000 demandeurs d'asile ont déposé une requête en France en 2016. Face à une telle affluence, l'application effective du droit d'asile, principe énoncé dans le préambule de la constitution, fait débat dans la classe politique
Contrôle des frontières européennes	Les accords de Schengen permettent la libre circulation en Europe et définissent des modalités communes de contrôle des frontières extérieures. L'agence de garde-frontières et garde-côtes, Frontex, chargée de les appliquer, est confrontée à une crise migratoire sans précédent
Regroupement familial	Le regroupement familial, qui représentait environ 12 000 arrivées en France en 2016, permet sous conditions à des membres de la famille d'un ressortissant étranger de rejoindre celui-ci en France
Droit du sol	Le droit du sol consiste à attribuer la nationalité française aux enfants nés en France. Certains candidats proposent de restreindre ou même de supprimer cette possibilité
Accords de Schengen	L'espace Schengen permet la libre circulation des personnes dans 26 Etats (dont 22 de l'Union européenne)
Remboursement des soins de santé	Le système actuel est basé sur un remboursement de base par la Sécurité sociale, le reste étant pris en charge par les mutuelles
Allocations familiales	Les allocations familiales sont accordées à partir du deuxième enfant à charge, sous condition de revenus
Service civique	Le service civique est un engagement volontaire ouvert aux jeunes de 16 à 25 ans au service de l'intérêt général
Déchéance de nationalité	Seuls des Français binationaux qui ont acquis la nationalité après leur naissance peuvent aujourd'hui être concernés par des peines de déchéance de nationalité. Plusieurs propositions versées au débat public visent à élargir la mesure, notamment à l'ensemble des binationaux, comme François Hollande l'a envisagé avant de se heurter à la réticence des parlementaires
Prison	Alors que le nombre de détenus en France se situe autour de 70 000, de nombreux établissements sont en situation de surpopulation carcérale (la capacité d'accueil des établissements pénitentiaires n'était que de 58 311 places au 1 ^{er} juillet 2016)
Effectifs des policiers et gendarmes	On comptait en 2014 environ 140 000 postes dans la police et 95 000 dans la gendarmerie
Place de la France dans l'OTAN	La France est un allié solidaire mais autonome de l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord (OTAN). Sa stratégie de défense ne se conçoit pas en dehors du cadre de l'alliance, mais elle possède une pleine autonomie de décision
Budget de la défense	Le budget de la défense s'élève actuellement à 1,77% du PIB
Nucléaire	La France est dotée de 19 centrales nucléaires en fonctionnement, représentant un total de 58 réacteurs. La plus ancienne, Fessenheim, a été mise en service en 1977

Mesure	Etat des lieux
Traités TTIP et CETA	Le Partenariat Transatlantique de Commerce et d'Investissement" (PTCI - TTIP) avec les Etats-Unis et son cousin canadien l'Accord Economique et Commercial Global (AEGC - CETA) sont des projets d'accord lancés avec l'Union européenne pour réduire les droits de douane et les barrières réglementaires. Leurs détracteurs craignent les tribunaux d'arbitrage privés, l'atteinte aux normes environnementales et l'affaiblissement des services publics
Harmonisation fiscale et sociale en Europe	Les taux d'imposition, en particulier pour les sociétés, sont très disparates en Europe, allant de 12,5 % en Irlande à 33,3 % en France, ce qui encourage la délocalisation des entreprises au sein de l'UE. Mais il faut obtenir l'unanimité des Etats membres pour trouver un accord en matière de fiscalité
Respect du pacte de stabilité européen	Le traité de Maastricht, signé en 1992, impose un déficit inférieur à 3 % du PIB et un taux d'endettement maximal à 60 %
Euro	La zone euro regroupe les 19 Etats membres de l'Union européenne qui ont adopté la monnaie unique. La crise grecque a déstabilisé depuis 2010 le fonctionnement de cet ensemble de pays aux situations économiques différentes, voire parfois divergentes
Gouvernance UEM	Centralisation monétaire (BCE), contraintes sur finances publiques et dette publique (critère de Maastricht, Pacte de stabilité et de croissance)
Union européenne	L'Union européenne, composée de 28 pays, est critiquée et fragilisée depuis le Brexit. Plusieurs candidats envisagent de suivre l'exemple britannique ou souhaitent des aménagements personnalisés (Europe à plusieurs vitesses)
Droit de vote des étrangers aux élections locales	Les étrangers (hors Union européenne) n'ont actuellement pas le droit de voter aux élections françaises
Nombre de parlementaires	Il y a actuellement 577 députés et 348 sénateurs en France
Mode de scrutin aux législatives	Les députés sont élus au scrutin uninominal à deux tours, ce qui limite la représentation des petits partis
Durée du mandat présidentiel	Le mandat présidentiel de sept ans a été réduit à cinq ans en 2002. Un président ne peut enchaîner plus de deux mandats consécutifs

Vues des CIOs

Les différents portefeuilles ont été graduellement positionnés de manière plus prudente, que ce soit en termes de duration ou d'exposition aux actifs risqués. Cette prudence certes est liée aux élections françaises, mais aussi aux incertitudes qui demeurent, notamment sur le front de la politique budgétaire américaine et de la Fed.

Toutefois, nous demeurons constructifs sur les actifs risqués de la zone Euro (actions et crédit) eu égard aux fondamentaux qui s'améliorent et à l'absence d'impact anticipé des élections françaises suite aux résultats du 1er tour.

Enfin, nous conservons des marges de manœuvre en privilégiant la liquidité des portefeuilles pour nous donner les moyens d'ajuster ainsi les positions au gré des opportunités qui viendraient à se présenter.

PORTEFEUILLES DE TAUX

- **Une exposition sous-pondérée aux taux Euro quand les marges de manœuvre le permettent**

La duration globale au taux Euro reste dans l'ensemble sous-pondérée dans les portefeuilles, et cela plus particulièrement dans les portefeuilles internationaux qui offrent une marge d'ajustement plus importante. Au sein des portefeuilles Euro, les possibilités sont en effet plus réduites quand il s'agit d'écarter un risque touchant la totalité de l'univers d'investissement.

- **Au sein de la zone Euro, une surpondération des périphériques sur le risque souverain**

Au sein de la zone euro, nous continuons à favoriser les actifs risqués, au travers d'une surpondération des pays « périphériques » en relatif aux pays « cœur ». En revanche, la sous pondération significative de l'Allemagne qui s'expliquait par le poids des taux négatifs a été légèrement réduite ces derniers mois pour anticiper un éventuel retour des investisseurs en cas de stress sur les marchés.

- **Au sein de la zone Euro, une préférence pour le risque « Corporate »**

Le secteur « Corporate » présente l'avantage d'avoir des propriétés de couverture face au risque souverain, même si son efficacité devient marginale en cas de choc important. A ce titre, nous maintenons notre préférence pour le Crédit dans les portefeuilles.

- **A la recherche de la meilleure liquidité possible**

Un aspect essentiel de la gestion du risque réside dans la recherche de la meilleure liquidité possible des actifs sélectionnés afin de conserver une capacité de manœuvre dans des marchés agités.

En résumé, les deux axes principaux de réduction des risques liés aux élections françaises à ce stade, sont la sous-pondération de la zone Euro en gestion internationale, tant en actifs sous-jacents qu'en devise, et la surpondération crédit sur les portefeuilles euro. Par ailleurs, nous privilégions la qualité des signatures, la diversification des émetteurs et la bonne granularité des portefeuilles.

Pour investisseurs professionnels uniquement

PORTEFEUILLES ACTIONS

Les portefeuilles actions ont bénéficié d'une tendance favorable depuis le début de l'année qui s'explique avant tout par l'amélioration en cours des bénéfices des entreprises et des PIB nominaux. La bonne orientation des indicateurs économiques a permis aux marchés actions de bien résister même avec la prise en compte de trois hausses de taux de la FED pour 2017.

- Des opportunités d'investissement dans le cadre d'une tendance générale positive

Alors que la France est dans son entre-deux-tours électoral, l'issue pourrait influencer la valeur de l'euro. La levée de l'incertitude constituera d'ailleurs probablement une opportunité pour les marchés Actions, comme cela a été le cas lors des référendums anglais et italien. Toute baisse des marchés nous conduira ainsi à surpondérer la zone Euro. De plus, toute tension d'origine politique militera clairement pour une extension de l'approche accommodante de la BCE.

Ainsi, si les différents événements politiques ont un impact sur la hiérarchie des performances attendues des marchés actions européens, ils ne remettent globalement pas en cause la tendance positive générale. En effet, nous n'envisageons que de faibles écarts de performances à la fois entre les grandes zones géographiques et entre les différents pays au sein de l'Europe.

- Une surpondération des marchés européens et japonais aux dépens des actions américaines

La valorisation, en absolu et en relatif, du marché actions américains reste très élevée et l'accumulation de nouvelles trop positives pourrait faire éclater cette bulle. Les actions japonaises (couvertes du risque de change), les actions européennes ainsi que les actions de certains marchés émergents méritent ainsi d'être surpondérées aux dépens des actions américaines.

- Au sein de la zone Euro, une approche prudente

Au sein de la zone Euro et dans l'attente de la levée des incertitudes sur l'issue de l'élection présidentielle française, les biais pays ont été réduits, afin d'adopter un positionnement relativement prudent.

- Une attention particulière aux bénéfices des entreprises

Le facteur prépondérant sur les marchés Actions reste donc l'amélioration des bénéfices. Dans ce cadre, la diffusion du risque politique se ferait au travers des actifs qui y sont le plus sensibles (comme les taux et les devises) et de leurs impacts sur les bénéfices des entreprises.

- Une préférence sur les styles « Value », « Dividend yield » et le thème de la reflation

Concernant les styles d'investissement, les marchés européens restent orientés « Value » et « Dividend yield », notamment dans le cadre d'un environnement de taux bas pour une longue période en raison des incertitudes politiques. Nous favorisons également le thème de la reflation: après un premier rebond suivi d'une consolidation, le facteur « Value » redevient relativement attractif, soutenu par la reprise effective des bénéfices par actions.

On remarquera enfin que les investisseurs étrangers ont délaissé les actions européennes voici un an, ce qui limite les risques potentiels de sortie.

PORTEFEUILLES DIVERSIFIES

Sur l'ensemble des classes d'actifs, le résultat attendu d'ici 2 semaines ne changera pas fondamentalement notre vision des marchés, dont les primes de risques s'étaient déjà globalement comprimées.

- Un biais long actifs risqués maintenu

Nos portefeuilles conservent ainsi un biais légèrement long actifs risqués avec une surexposition ciblée sur deux axes majeurs. D'une part sur la zone Euro, au travers des actions et de la dette périphérique, pour laquelle les fondamentaux s'améliorent et qui reste en retard en termes de valorisation. D'autre part, sur certains actifs de diversification tels que les mines d'or ou les actions japonaises.

- Une duration réduite

La duration des portefeuilles a été graduellement réduite et s'établit à des niveaux peu élevés notamment sur les dettes souveraines « cœur » Europe.

- Des couvertures Macro maintenues pour faire face aux incertitudes

L'environnement reste néanmoins incertain au-delà du sujet ponctuel de l'élection présidentielle française, en particulier s'agissant de l'horizon budgétaire américain qui devrait être un important aiguillon pour les marchés. Dans ce contexte, des macro couvertures ont été maintenues, notamment par des expositions à la volatilité (par le biais d'options de vente et la détention de fonds de volatilité) et une surpondération du dollar américain et du yen.

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.

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 avril, 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 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com