

# Législatives Les arbitrages et



## François-Xavier Chauchat

Stratège chez Dorval Asset Management

**«La reprise économique européenne naissante ne nous semble pas menacée»**

### Quelles décisions avez-vous prises dans la gestion de vos portefeuilles depuis la dissolution ?

Dans nos fonds flexibles européens et mondiaux nous avons couvert nos positions sur les valeurs financières européennes, dès le 10 juin, à l'aide de contrats futurs sur les banques de la zone euro. Les marchés ayant ensuite rapidement intégré le risque politique français, nous revendons petit à petit ces couvertures, car les risques de baisse supplémentaire nous semblent limités. De plus – sauf scénario catastrophe peu probable d'une remise en cause de la zone euro – la reprise économique européenne naissante ne nous semble pas menacée.

### Quels principaux risques avez-vous identifiés dans le contexte actuel ?

Deux types de tensions pourraient apparaître. Le premier tient aux engagements européens de la France en matière budgétaire. Si le prochain gouvernement venait à défier Bruxelles, la dette française serait alors sous tension, jusqu'à ce qu'un accord soit trouvé, un peu comme cela s'est passé en Italie en 2018 et en 2022. Le deuxième a trait aux possibles décisions en matière de taux d'imposition des sociétés et/ou de risque de changement de la structure de capital dans certains secteurs (les autoroutes, par exemple), ainsi que des

changements réglementaires (marché de l'énergie). Les risques de ce type ont déjà été bien intégrés par les marchés, mais des surprises restent possibles.

### Quelles sont les thématiques et valeurs à privilégier, et celles à éviter ?

Tout dépend du scénario retenu. Nous défendons plutôt à ce jour celui d'une certaine continuité dans les fondamentaux qui soutiennent les marchés des actions depuis plusieurs trimestres : amélioration progressive du mix croissance/inflation, baisse lente des taux monétaires et hausse des bénéfices assise sur la croissance mondiale et européenne. Au niveau mondial, les thèmes de l'intelligence artificielle (Nvidia, Broadcom), du rebond industriel (Nidec) et de la solidité face aux chocs récurrents (Eli Lilly, Sony, L'Oréal) ont notre préférence. En Europe nos portefeuilles flexibles (fonds Dorval Convictions) s'organisent autour des grandes multinationales de l'Euro Stoxx 50 (ASML, SAP), d'une sélection de petites valeurs (dont Nexans, Konecranes, QT Group, etc.) et de valeurs financières (Allianz, BNP Paribas, etc.). Même si elles sont exposées à court terme au risque français, les valeurs financières restent en effet un des meilleurs couples croissance/valorisation de la cote européenne et même mondiale.

Propos recueillis par Romain Dion

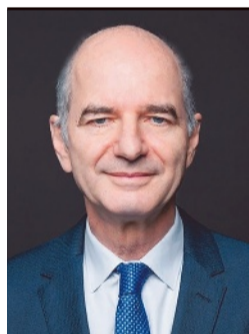
► Les gestionnaires de fonds d'actions ont arbitré dans leur portefeuille. Ils anticipent l'instabilité politique et financière à venir en cas de victoire des extrêmes aux élections.

**D**evant l'incertitude provoquée par la dissolution de l'Assemblée nationale, nous avons interrogé six gérants en actions sur leurs réactions face à ce choc, leurs arbitrages et leurs perspectives. Les valeurs françaises, notamment les financières, ont été principalement touchées par ce séisme. Dès le 10 juin, la plupart des gérants ont allégé des positions en plus-value, réduit leur exposition à l'éco-

nomie française et augmenté la part des liquidités. Ces professionnels envisagent un point bas du CAC 40, mais sans pessimisme excessif à la veille du premier tour.

### Repositionnements ciblés

S'ils ont allégé leurs positions les plus sensibles au «risque France» dans un contexte politique très incertain, certains gérants n'ont pas hésité à saisir des opportunités sur des valeurs injustement pénali-



## Romain Burnand

Président de Moneta AM

**«Nous avons allégé les lignes les plus sensibles au "risque France"»**

### Quelles décisions avez-vous prises dans la gestion de vos portefeuilles depuis la dissolution ?

Dès le 10 juin au matin, nous avons décidé d'alléger les lignes les plus sensibles au «risque France», c'est-à-dire les banques (dans notre cas BNP Paribas et Société Générale pour 10% des lignes), la construction au sens large (Saint-Gobain et Eiffage – pour 10% aussi) et l'immobilier (Unibail-RW dans notre cas, pour la moitié de la ligne). Ces ordres ont été passés avant l'ouverture ou très peu de temps après. C'est un mouvement tactique effectué rapidement. En effet, malgré la solidité et la faible valorisation de ces titres, nous avons préféré anticiper le mouvement plutôt que de le subir pleinement.

### Quels principaux risques avez-vous identifiés dans le contexte actuel ?

Je vois trois types de risques face à l'incertitude : celui d'un attentisme des agents économiques sur des décisions de dépenses ou d'investissements. Et donc d'un ralentissement de l'économie française pendant une période d'incertitudes avant et après les législatives. C'est normal face à un scrutin à enjeu et au résultat

difficilement prévisible. Des risques sectoriels, par exemple pour les autoroutes, l'audiovisuel, la promotion immobilière, les renouvelables, certaines utilities... Enfin, plus grave pour les marchés, le risque d'un stress sur la solvabilité de la France, stress qui amplifierait le premier risque et qui toucherait particulièrement le secteur financier.

### Quelles sont les thématiques et valeurs à privilégier, et celles à éviter ?

Ceux qui ont très peur du résultat des élections devraient se tourner vers des grandes valeurs internationales peu affectées par ce qui se passe en France. Mais ces dernières ont des valorisations souvent élevées, et ont peu ou pas baissé. Le marché a été ordonné : les valeurs qui ont le plus reculé sont celles qui ont le plus d'intérêts en France. Stellantis est une société globale, le titre a baissé pour des raisons spécifiques, c'est pour nous un achat. Biomérieux est une valeur de croissance solide et mal valorisée. Les banques françaises sont solides, tout comme Eiffage et Saint-Gobain, et en fonction des événements, ce sont des valeurs à ne pas oublier !

Propos recueillis par L. S.



## Sébastien Lalevée

Directeur général d'Arbevel

**«Nous avons augmenté la part du cash, en réduisant celle des valeurs françaises et cycliques»**

### Quelles décisions avez-vous prises dans la gestion de vos portefeuilles depuis la dissolution ?

Les fonds européens étaient structurés autour de la double hypothèse d'une amélioration cyclique au deuxième semestre et d'un environnement de taux moins anxieux. D'où un repositionnement vers des secteurs plus cycliques comme l'immobilier. Les petites valeurs et le trading étaient également favorisés. La dissolution surprise a changé la donne. L'incertitude a provoqué une sous performance massive des «small caps» et du trading. Les valeurs domestiques ont été vendues via des paniers, montrant une fois de plus les effets procycliques de la gestion passive. Nous avons augmenté la part du cash, en réduisant la part des valeurs françaises et cycliques. La valorisation n'est pas un critère prépondérant dans les marchés actuels.

### Quels principaux risques avez-vous identifiés dans le contexte actuel ?

Les deux partis en tête dans les sondages ont des programmes économiques incohérents et destructeurs de valeur. Après sept ans de stabilité fiscale et de politiques «pro business», le dogmatisme proposé est de nature à freiner fortement les investissements. Les gains de

pouvoir d'achat prévus vont alimenter le déficit commercial, tandis que les hausses de fiscalité vont créer un nouvel exode fiscal.

### Quelles sont les thématiques et valeurs à privilégier, et celles à éviter ?

Le risque réglementaire a augmenté pour les sociétés dépendantes de l'État. La potentielle nationalisation des autoroutes a déjà affecté Vinci, par exemple. La marge de la Française des Jeux dépend de la part de l'État, qui peut l'augmenter. La liste est longue. Les réglementations énergétiques contraignantes dans l'immobilier pourraient être abandonnées. L'incertitude est néfaste à l'économie réelle, comme semblent l'avoir négligé les apprentis sorciers qui ont imaginé ces programmes inadaptes dans une économie globalisée, que ce soit au niveau des capitaux, mais aussi des cerveaux. Le lien avec la réalité se fera dans un deuxième temps. La baisse de valeurs comme Elis, Spie ou Sopra Steria nous semble exagérée, mais il est probablement trop tôt pour se repositionner. Schneider Electric et Thales sont portés par des tendances structurelles, qui devraient permettre de maintenir une croissance élevée.

Propos recueillis par R. D.