


**Victime de la mode**

<b>Jusqu'ici, tout va bien.</b>	<p>Lorsque le ciel est resté bleu trop longtemps, on a peine à croire que la tempête arrive, et s'assoupir est tentant. Pourtant, les premiers nuages sont souvent révélateurs du danger à venir, et méritent d'être étudiés.</p> <p>Sur les marchés d'actions, les investisseurs européens profitent de performances à deux chiffres depuis plusieurs années, récemment aidées par la dépréciation de la monnaie unique. Mais cette hausse masque des trajectoires très différentes, d'un pays ou d'un secteur à l'autre. En Europe, le secteur pharmaceutique affiche une performance de près de 45% depuis janvier 2014, l'alimentation de plus de 30%, tandis que les banques progressent péniblement de 10%. Voir des secteurs défensifs en tête de liste dans une phase haussière des marchés d'actions est suffisamment peu ordinaire pour attirer l'attention et mériter une analyse approfondie des causes sous-jacentes. Si le beau temps domine encore, la vigilance s'impose au fur et à mesure que les incohérences internes s'accumulent.</p>
<b>Pas d'investisseurs naturels pour les actions européennes</b>	<p>L'explication est avant tout technique. Le marché européen n'a en effet pas d'investisseurs naturels. Ses compagnies d'assurance, ses banques sont trop contraintes pour investir en actions, et les rares fonds de pension font face à une démographie qui les incite plutôt à la vente. Reste l'investisseur privé, toujours opportuniste mais averse à la volatilité après les pertes subies en 2002 et 2008. Habitué aux produits obligataires qui constituent l'essentiel de son patrimoine, il a une préférence naturelle pour les gros dividendes et les titres aux <i>cash flows</i> récurrents.</p>
<b>Des actions oui, mais en version allégée...</b>	<p>Les valeurs défensives répondent à ces critères. Leur croissance est régulière, leurs profits stables, et elles sont relativement peu sensibles au cycle économique. La récession ne les met pas dans le rouge, au contraire des secteurs cycliques, car nous avons tous besoin de nous nourrir et de nous soigner, quelle que soit la conjoncture. Mais leur croissance reste modeste dans la reprise, et à plus de vingt fois le bénéfice attendu, elles se paient désormais très cher. De surcroît, elles sont largement détenues par les investisseurs privés sous la forme de produits profilés, comme les fonds <i>minimum variance</i> ou à <i>haut rendement</i>, ce qui ajoute un risque de positionnement à la valorisation excessive. Mais ces vulnérabilités intrinsèques comptent pour peu tant que le thème reste à la mode et la hausse continue. Quelles sont alors les perspectives ?</p>
<b>...qui deviennent désormais vulnérables</b>	<p>Le printemps 2013 a montré qu'il suffit d'une étincelle pour retourner des placements stables, aux apparences solides, pour peu qu'ils soient largement détenus par des investisseurs dont l'horizon est court. Or, le flux d'investissement qui soutenait ces secteurs se tarit à l'approche de l'été, et les laisse sans filet, dont ils auraient pourtant besoin à l'aube du cycle de normalisation de la banque centrale américaine. Les secousses récentes montrent aussi que la liquidité s'est encore détériorée, ouvrant la porte à une correction plus forte encore. Enfin, les actifs protecteurs comme les obligations américaines et allemandes sont trop chères, et trop détenues elles aussi, pour vraiment jouer leur rôle en cas de secousses. Le beau temps pourrait rapidement passer à l'orage et les valeurs défensives y perdre leur qualificatif.</p>
<b>Le secteur bancaire s'est profondément restructuré...</b>	<p>A l'inverse, le secteur bancaire, en disgrâce depuis la crise des <i>sub-primes</i>, prend aujourd'hui des allures défensives qui ne lui sont pas coutumières. En premier lieu, les banques ont reconstitué leur capital par le biais de dilutions de leurs actions ou la mise en réserve répétée de leurs bénéfices. Ensuite, elles se sont séparé des activités non stratégiques ou trop consommatrices de capital pour se recentrer sur leurs compétences historiques. Enfin, leurs équipes de trading pour compte propre, très lucratives en période d'euphorie mais difficiles à maîtriser en période de crise, ont été largement réduites, voire totalement supprimées.</p>
<b>...et retrouve une certaine stabilité</b>	<p>Pour l'ensemble des grands acteurs européens, ces mesures ont permis de fortement redresser le ratio capital sur actifs, qui atteint désormais des niveaux proches de l'objectif fixé par la réglementation <i>Bâle 3</i>, qui n'est pourtant applicable qu'en 2019. A périmètre et réglementation comparable, ce ratio a pratiquement doublé depuis la crise de 2008, réduisant d'autant le risque intrinsèque du secteur.</p> <p>Le marché commence à valider cette idée d'un système bancaire européen plus robuste. La</p>

volatilité du secteur n'a pas augmenté en réponse à la crise grecque, une vraie nouveauté. Elle baisse même en tendance depuis l'annonce du plan de rachat de dette par la BCE fin janvier, au point d'être inférieure à celle du marché d'actions de la zone euro dans son ensemble. Le doublement du capital, l'élimination du risque de contagion par la banque centrale et la faible exposition des portefeuilles expliquent cette résistance relative, préliminaire nécessaire à tout retour des investisseurs sur le secteur.

**Les banques peuvent enfin profiter du cycle économique...**

Les banques offrent en outre un véritable potentiel de performance. Grâce à la concentration sur les segments à forte rentabilité historique, l'activité est moins concurrentielle. La logique de conquête de parts de marché laisse place à l'accroissement des marges sur le crédit, les actions, les produits dérivés, avec chaque fois quatre ou cinq acteurs majeurs, et non plus la mosaïque de seconds couteaux prêts à toutes les baisses de prix pour une part du marché.

Au passif, les réserves faisant face aux prêts non-performants pourront être progressivement reprises grâce à la croissance économique qui, même maigre, diminue fortement les défauts de paiement. Les enquêtes montrent que les créances douteuses baissent depuis plusieurs mois en Espagne et au Portugal, deux pays fortement touchés par la crise et avancés dans leur restructuration. Le taux de défaut des entreprises qui empruntent sur le marché baisse régulièrement depuis le pic atteint fin 2013, pour atteindre aujourd'hui son plus bas niveau depuis 2008. De telles reprises sur provisions iront directement alimenter les profits.

Enfin, les taux bas dans la zone euro vont dans le sens d'un accroissement du crédit à l'économie réelle. D'abord parce que ne pouvant répercuter les taux négatifs au consommateur, les banques sont fortement incitées à utiliser leurs liquidités disponibles. Ensuite, parce qu'ils donnent au secteur la possibilité d'accroître le volume de ses prêts aux entreprises tout en conservant de vraies marges.

**...et le montrent par le paiement de vrais dividendes**

Certains acteurs, pourtant prudents depuis cinq ans, confirment cette confiance retrouvée en offrant désormais des dividendes payés en cash, et non plus en actions. Une douce musique que l'investisseur privé ne manquera pas d'écouter.

**Devant l'inconnu, s'en remettre au pilotage automatique est dangereux**

La crise financière et ses conséquences en termes de taux bas et d'injections régulières de liquidités ont brouillé les cartes pour l'investisseur. Celui-ci ne dispose plus aujourd'hui de critères objectifs de valorisation ou de fondamentaux économiques susceptibles de l'informer de façon fiable sur le degré de sur- ou sous-évaluation des marchés. Ses décisions reposent dès lors presque exclusivement sur le dernier indicateur disponible : le prix de l'actif lui-même, et son histoire récente. Malheureusement, lorsque ce comportement se généralise, l'observateur finit par modifier l'événement, accentuant en retour la dynamique de prix et donc renforçant la raison qui l'avait amené à investir initialement. Chacun aura reconnu ici la mécanique de bulle.

**La martingale n'existe plus**

La moindre volatilité des valeurs défensives est désormais davantage liée au soutien des investisseurs qu'aux caractéristiques propres à ce secteur. Les capitaux accumulés sont tels qu'ils deviennent une inquiétante source d'instabilité dans un marché qui risque de perdre sa liquidité à l'approche de l'été. Il faut s'attendre à de vraies déconvenues dans les prochains mois.

**La normalisation ramènera les fondamentaux au premier plan**

A plus long terme, la normalisation monétaire qui s'annonce outre-Atlantique ramènera les fondamentaux au premier plan, au bénéfice des secteurs restructurés qui ont été particulièrement délaissés, et au détriment de ceux qui, immunisés au départ, se révèlent aujourd'hui extrêmement surévalués et instables. Devant ce tournant majeur, le secteur bancaire offre un profil attractif, tant par son potentiel que par sa sécurité retrouvée. Par rapport au secteur des valeurs défensives, il offre paradoxalement une belle opportunité de profiter du tumulte que ne manquera pas de produire la normalisation de la Fed associée à une position dans le cycle économique historiquement très défavorable aux secteurs défensifs.

*Edité à Londres le 30 avril 2015*