



Les utilities valeur refuge ?

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	209,79	-3,52%	-14,02%
S&P 500 \$	3 298,46	-0,63%	2,09%
Nasdaq Composite \$	10 913,56	1,11%	21,63%
Nikkei ¥	23 204,62	-0,67%	-1,91%
MSCI EM Net \$	510,22	-4,42%	-3,29%
China A Shares (CNY)	3 374,05	-3,56%	5,57%
Euro / Dollar	1,1631	-1,77%	3,58%
Gold \$	1861,58	-4,58%	22,25%
Brent Oil \$	41,92	-2,85%	-31,97%

*Price to book ratio (cours/valeur nette comptable) ** Price to earnings ratio de Shiller (earnings moyen sur 10 ans / cours)

Dans un contexte de la **Crainte d'une rechute épidémique (ou... pas vraiment)**, la semaine passée a été nettement dans le rouge pour les actifs risqués... sauf pour le NASDAQ qui, ouf !, redevient la valeur refuge de la crise.

Nous commençons par **revenir sur les derniers chiffres économiques** en Europe et aux Etats-Unis, **en nous demandant s'ils reflètent eux-aussi la dégradation sanitaire, s'ils contribuent à la chute de la semaine. Pas vraiment...**

Puis nous nous penchons sur un des secteurs européens qui a le mieux résisté la semaine passée (-0,7%) et depuis le début de l'année, **les utilities. Sont-elles défensives en actions et en obligations ? Devinez !**

Démêler les enquêtes de conjoncture.

De nombreuses enquêtes de conjoncture pour septembre ont été publiées ces derniers jours. Ces indicateurs avancés **nous donnent des indications assez divergentes sur la situation de l'économie mondiale ; il convient donc d'essayer de les réconcilier** autour de trois idées directrices.

D'abord, il faut distinguer les indices dominés par **le niveau de l'activité** et ceux qui révèlent **la dynamique de court terme** ou le *momentum*. Ainsi les indices Ifo en Allemagne (93,4 après 92,5) et INSEE en France (92,4 après 90,4) montrent un niveau d'activité très en-deçà de la normale (soit 100). L'activité est encore sévèrement affectée par la crise sanitaire. En revanche les indices PMI sont, souvent, bien supérieurs à 50 ; ces derniers témoignent d'un fort rebond de l'activité à partir de niveaux excessivement déprimés.

Ensuite, **les PMI manufacturier** sont pour la plupart élevés et parfois encore en hausse (53,7 en septembre après 51,7 en août en zone euro) ; ils indiquent que **le redressement se poursuit, voire s'accélère**. L'industrie s'adapte et, **dans certaines branches, les entreprises rattrapent** une partie de la production perdue au printemps. En revanche **les indices pour les services semblent déjà s'essouffler** (47,6 après 50,5 en zone euro). Cela pour deux raisons : d'une part, il est rare de pouvoir rattraper l'activité perdue dans les services ; et, d'autre part, **la pandémie n'ayant pas disparu**, certaines branches demeurent très lourdement handicapées (tourisme, voyage, événementiel, sports, culture et spectacles, ...).

Enfin, **certains pays font mieux que d'autres** ; à cela, il y a deux explications possibles.

Indice	Niveau	Evolution		
		Semaine	2020	
10 ans Allemand	-0,53%	-4 bps	-34 bps	
30 ans Allemand	-0,10%	-6 bps	-45 bps	
10 ans US	0,65%	-4 bps	-126 bps	
30 ans US	1,40%	-5 bps	-99 bps	
10 ans Italie	0,89%	-8 bps	-53 bps	
Xover TR - Spread	363,21	66 bps	156 bps	
		Performance YTD	P/B*	P/E Shiller**
Utilities (Europe)		-1,96%	1,80	16,13
Utilities (US)		-8,01%	1,89	25,39
MSCI Europe / S&P 500		-14,02% / 3,10%	1,86 / 3,78	18,40 / 30,38

Dans le cas du Royaume-Uni, par exemple, le haut niveau atteint par les PMI (54,3 pour le manufacturier et 55,1 pour les services) est le reflet d'un **rebond particulièrement vigoureux après une récession plus profonde qu'ailleurs**. Le risque étant alors de voir le *momentum* disparaître une fois l'activité revenue à un niveau plus proche de celle observée chez ses pairs (les PMI ont reculé en septembre, à 55,7 après 59,1 pour l'indice composite britannique). Au Japon, à l'inverse, **la chute de l'activité a pu être limitée et l'on n'enregistre pas de rebond du tout** (les PMI sont presque à inchangés en septembre, à 47,3 pour le manufacturier et 45,6 pour les services). Le pays est juste handicapé par la faiblesse persistante de l'activité chez ses partenaires commerciaux.

Seconde explication possible, la **dynamique intrinsèque d'une économie**. C'est par exemple ce qui explique que l'Allemagne, avec un PMI manufacturier à 56,6, fasse mieux que la France, avec 50,9. La puissance et la rapidité de mise en œuvre des plans de relance peuvent aussi expliquer ce décalage de part et d'autre du Rhin. C'est aussi une puissance économique spécifique qui explique sans doute la **très bonne performance de l'économie américaine** qui affiche des PMI sans grand changement en septembre, à 53,5 pour le manufacturier et à 54,6 pour le non-manufacturier. L'économie des Etats-Unis bénéficie à la fois d'un plan de relance massif, et d'un secteur high-tech et internet très puissant mené par les GAFAM.

En résumé, la semaine dernière, des chiffres pas extraordinaires, mais rien de nouveau sous le soleil...

Focus : les utilities en Europe, secteur défensif ?

Le secteur des utilities fournit des **services de production, transmission et distribution d'électricité de gaz et d'eau** ; nous oublions ici les autres infrastructures (autoroutes par exemple). Il est **traditionnellement caractérisé comme défensif pour deux raisons** : **la demande finale est peu élastique** (dimension de services publics courants), ce qui soutient la visibilité des *cash flows* ; **les acteurs sont réputés gérer une forte proportion d'actifs régulés**. Ces caractéristiques permettent aux entreprises **d'emprunter à long terme de manière significative**, elles sont donc sensibles aux variations des taux et des spreads.

Focus : les utilities en Europe, secteur défensif ? (suite)

Les performances de marché depuis le début de l'année valident ce caractère défensif, aussi bien en actions (surperformance de 12%) qu'en obligataire, les spreads du secteur s'étant écartés de 50 bps de moins que l'indice au plus fort de la crise fin mars.

Nos modèles factoriels actions et de variété maximale sont d'ailleurs tous légèrement surpondérés sur les utilities. En revanche, le secteur est finalement peu présent dans nos portefeuilles obligataires, le couple rentabilité-risque, hors exceptions, ne nous paraissant pas convaincant (spreads assez serrés).

Pourtant, ce caractère défensif ne cadre pas complètement avec l'évolution des notations de crédit (« ratings ») des grands acteurs du secteur, qui traduisent leurs capacités à honorer leurs engagements financiers en temps et en heure. Historiquement, ces ratings étaient très proches de ceux des Etats, ce qui reflétait parfaitement ce que nous disions au début : une forte proportion d'actifs régulés. Et pourtant :

Rating d'EDF : AA- en 2011, puis A+ en 2012 ; A en 2016, A-fin 2016 et BBB+ en 2020.

ENGIE : A en 2011 ; A- en 2016, BBB+ en 2020.

EON en Allemagne : AA- en 2006, A en 2007, A- en 2012, BBB+ en 2014 et BBB en 2017.

Il y a quelques exceptions comme ENEL en Italie dont la notation a été relevée de BBB à BBB+ en 2017, suite à une évolution de son business model, plus rentable et plus « vert ». C'est d'ailleurs l'un des noms sur lesquels nous investissons en obligations.

L'explication de cette tendance négative sur les ratings réside dans le fait que ce secteur est beaucoup plus volatil qu'il n'y paraît : concurrence, démembrement des grandes entreprises, évolution des types d'énergies produites et achetées, etc., alors que les investissements à réaliser demeurent intensifs en capital et que ces sociétés sont endettées. Au total, ces entreprises sont moins solides que dans les années 2000. Donc défensives, oui en raison d'une demande stable, ce qui les a sans doute beaucoup soutenues en 2020. Mais peut-être pas à toute épreuve.

Il faut aussi qu'elles gèrent leur transition énergétique, finissent pour certaines de sortir du charbon, de traiter le nucléaire (qui rappelons-le est très faiblement émetteur de gaz à effet de serre – certains militants du climat commencent à réaliser qu'il faudrait peut-être arrêter de le combattre et de pousser à en sortir), alors qu'elles sont loin de pouvoir envisager une croissance forte de leur activité.

Bref, les utilities européennes sont défensives dans un certain contexte, mais elles sont loin d'être notre NASDAQ à nous Européens !

A surveiller cette semaine

USA : entrée dans la dernière ligne droite électorale

Le chiffre phare de la semaine sera le rapport sur l'emploi de septembre qui sera publié vendredi, le dernier disponible avant le scrutin présidentiel. L'opinion publique regardera, d'une part, le taux de chômage, dont le repli devrait ralentir, et, d'autre part, le nombre d'emplois créés, probablement moins d'un million ce qui marquera une rupture avec les quatre mois précédents.

Les marchés prêteront aussi attention au rythme de hausse du salaire horaire moyen, lequel avait inopinément cessé de converger vers le niveau d'avant crise en août (+4,7% sur un an, contre +3,0% à +3,1% au cours des mois précédents la pandémie). Il est possible que la convergence reprenne, mais pour cela il faudrait que la structure de l'emploi se rapproche de celle qui prévalait avant la crise, actuellement les pertes d'emplois affectent encore bien plus lourdement les « petits boulots » et les salariés les moins rémunérés.

L'autre chiffre économique marquant d'ici à l'élection présidentielle sera la croissance du PIB du T3 dont la première estimation doit être publiée fin octobre. En attendant, la série des trois débats entre les deux adversaires débute cette semaine, ils marqueront la phase la plus intense de la campagne. Tant qu'à parler calendrier, rappelons enfin que la prochaine réunion de la Fed n'aura lieu qu'au lendemain du vote (les 4 et 5 novembre).

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 29/09/20 à 19h00*