

Flash Stratégie Actions

Vers une parité €/ \$ durablement plus forte si la cohésion européenne ne fait pas défaut

Lundi 27 Juillet 2020

Sylvain Goyon , CFA - Stratégiste
sylvain.goyon@oddo-bhf.com
+33 (0)1 55 35 42 61

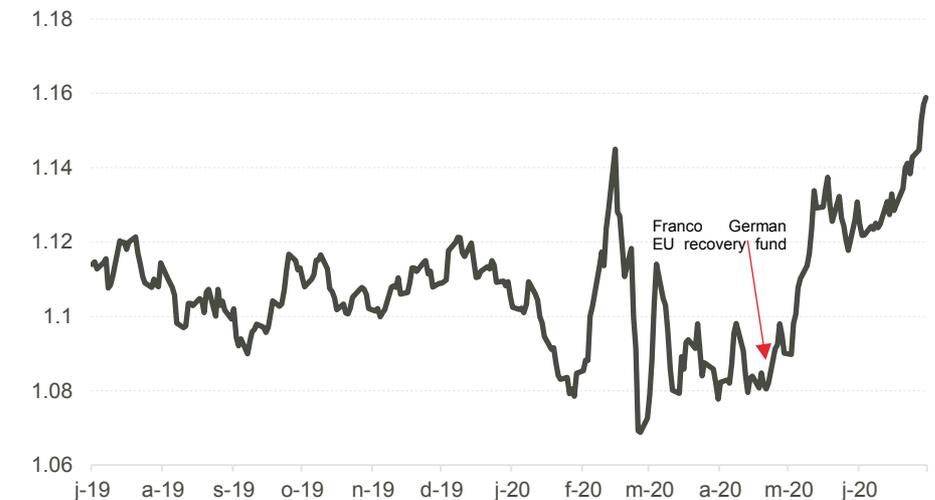
<https://www.oddosecurities.com>

Après des années de prévisions haussières de l'€/ \$ non réalisées, l'euro connaît enfin une trajectoire ascendante. Ce changement de cap reflète une évolution radicale de la perception du risque politique associé à l'Union européenne. Le point de départ de la hausse (17 mai) correspond d'ailleurs à l'annonce franco-allemande du projet de plan de relance. L'accord européen du 21 juillet pour engager son processus de mise en œuvre milite, dans un contexte de redressement des PMI, pour le maintien de cette tendance nouvelle. Nous proposons en fin de document deux listes établies sur la base, contestable, des corrélations avec l'€/ \$ des secteurs et valeurs censés bénéficier ou pâtir de cette tendance.

L'Euro porté par la réduction du risque politique

Après des années de prévisions haussières, non réalisées, sur la parité €/ \$, la monnaie unique connaît depuis deux mois environ une trajectoire ascendante impressionnante.

Euro/dollar spot



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

L'origine de ce rebond ne doit pas être recherchée dans une quelconque évolution nouvelle des fondamentaux. Ceux-ci sont inchangés. L'UEM dispose toujours d'un excédent commercial considérable, or ce dernier n'avait pas suffi à empêcher la dépréciation régulière de l'euro.

Dans ce contexte, il est alors tentant de regarder du côté du différentiel de rémunération en faveur du billet vert. On constate bien, en effet, une baisse prononcée de ce dernier à partir du mois de mars 2020... Celle-ci reflète l'assouplissement massif et rapide opéré par la FED suite à l'épidémie de coronavirus.

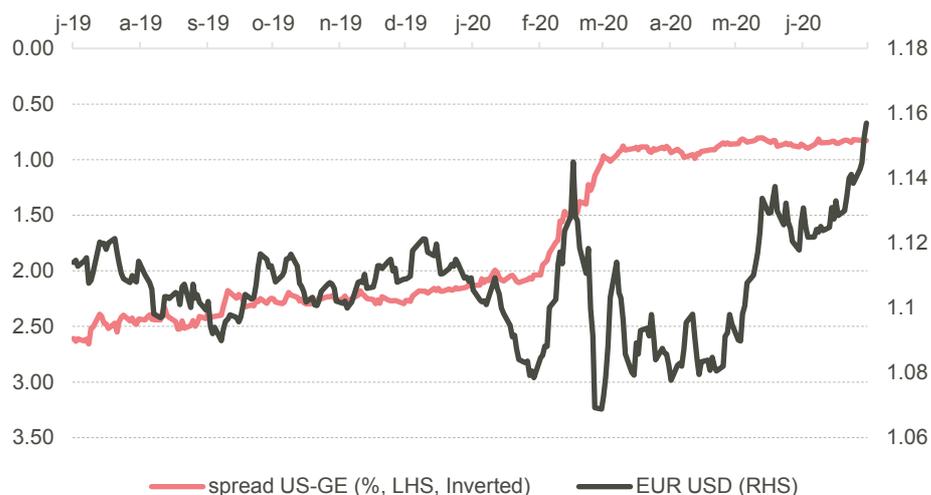
Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



EUR/USD différentiel de taux 2 ans (%) et évolution de la parité



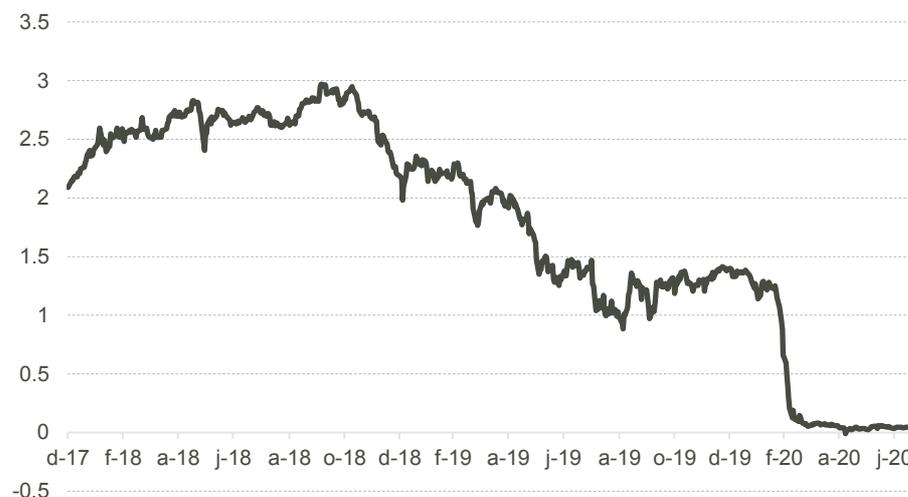
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Or, la hausse de l'euro ne sera pas concomitante aux baisses de taux directeurs outre-Atlantique. Au contraire le dollar conserve jusqu'à la seconde quinzaine de mai une trajectoire haussière. Cette dernière reflète, dans le contexte épidémique alors particulièrement virulent en Europe, son statut d'actif refuge.

La hausse de l'euro ne se met en place qu'à compter du 18 mai... Et cette date ne doit rien au hasard puisqu'elle correspond à l'annonce conjointe faite par Angela Merkel et Emmanuel Macron de leur proposition d'un fonds de relance introduisant une forme de mutualisation de la dette...

En d'autres termes le rebond de l'euro est essentiellement lié à une perception en baisse du risque politique européen. Pour ne rien gâter, les investisseurs n'anticipent pas (ce qui n'est guère surprenant) de remontée à court terme des taux américains. On peut donc raisonnablement penser, après l'accord européen acté le 21 juillet sur le plan de relance, que l'euro puisse rester bien orienté tant que le processus de mise en place du fonds de relance ne connaît pas d'accroc majeur.

Evolution taux Fed futures échéance décembre 2020

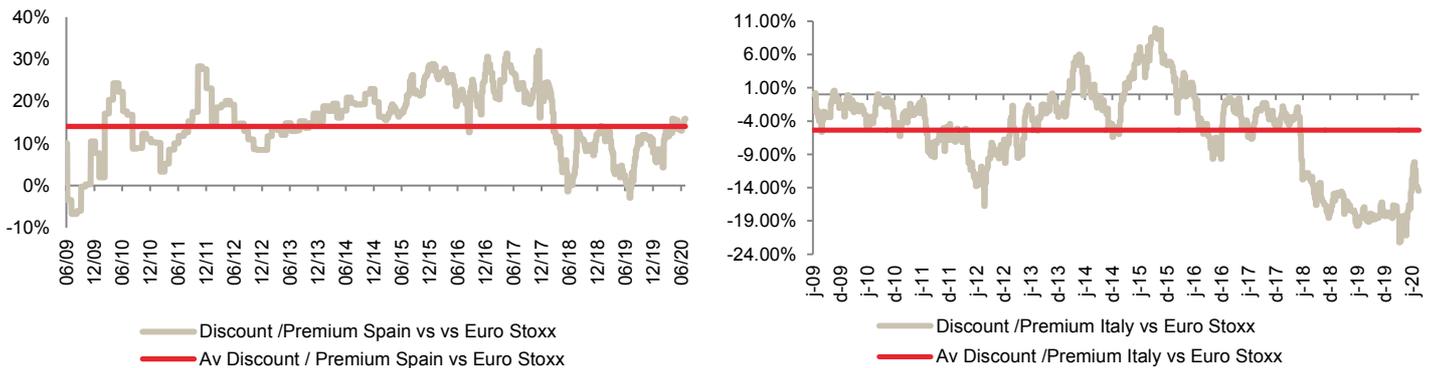


Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Le dégonflement du risque politique européen, en dépit de la menace persistante du Brexit, explique donc l'essentiel du rebond de l'euro. Cette réduction a été particulièrement sensible pour les pays périphériques (Italie, Espagne). L'évolution de la décote politique de ces deux pays l'illustre bien.



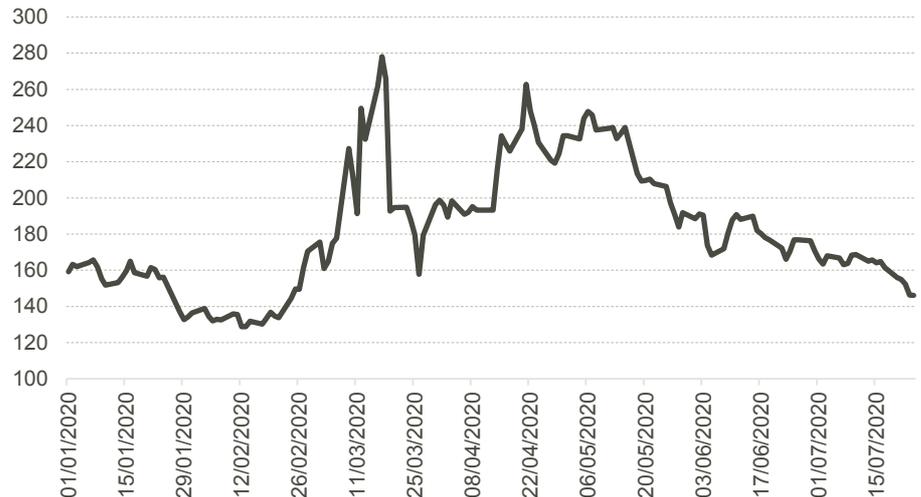
Evolution de la décote politique italienne et espagnole (mettre cote/cote)



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Le spread BTP Bund est également revenu à un niveau en ligne avec celui observé avant l'émergence de la coalition M5S/ Lega, signalant le retour de confiance des investisseurs dans la pérennité de la zone euro.

Spread btp bund

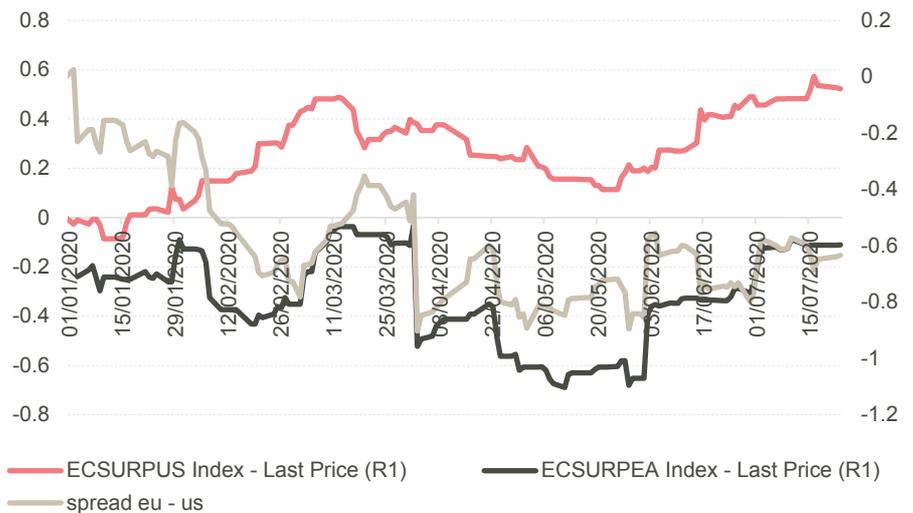


Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Enfin, l'euro bénéficie de la dynamique macroéconomique actuelle porteuse sur le vieux continent. La toute dernière livraison des PMI pour le mois de juillet confirme le momentum positif enregistré sur les trois derniers mois. Bien sûr, le T2 est marqué très négativement par la mise à l'arrêt quasi total de l'économie en avril (sans compter les conséquences du fort ralentissement enregistré en fin de T1). Mais l'activité a fortement rebondi depuis le mois de mai et le T3 sera pour nos économistes « spectaculaire » avec une anticipation de croissance t/t de 68% (annualisée). Si la vue d'ensemble sur le rythme de croissance post crise reste encore difficile à établir dans l'attente de la concrétisation de tous les effets positifs et négatifs de ce très mauvais T2 (stimulus vs faillites, hausse du chômage), il n'en reste pas moins que la levée du confinement aura débouché sur des chiffres de croissance nettement supérieurs à ce qui pouvait être attendu, il y a encore trois mois. Pour notre chef économiste (B Cavalier), il est donc probable que l'on soit désormais entrés dans une phase de révision haussière des perspectives macroéconomiques.



Surprises économiques Eurozone et Etats-Unis



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities

C'est dans ce contexte que nous avons souhaité élaborer deux listes distinctes visant, d'une part, à jouer la poursuite du renforcement de l'€/€ et éviter les titres pénalisés par cette dernière, d'autre part.

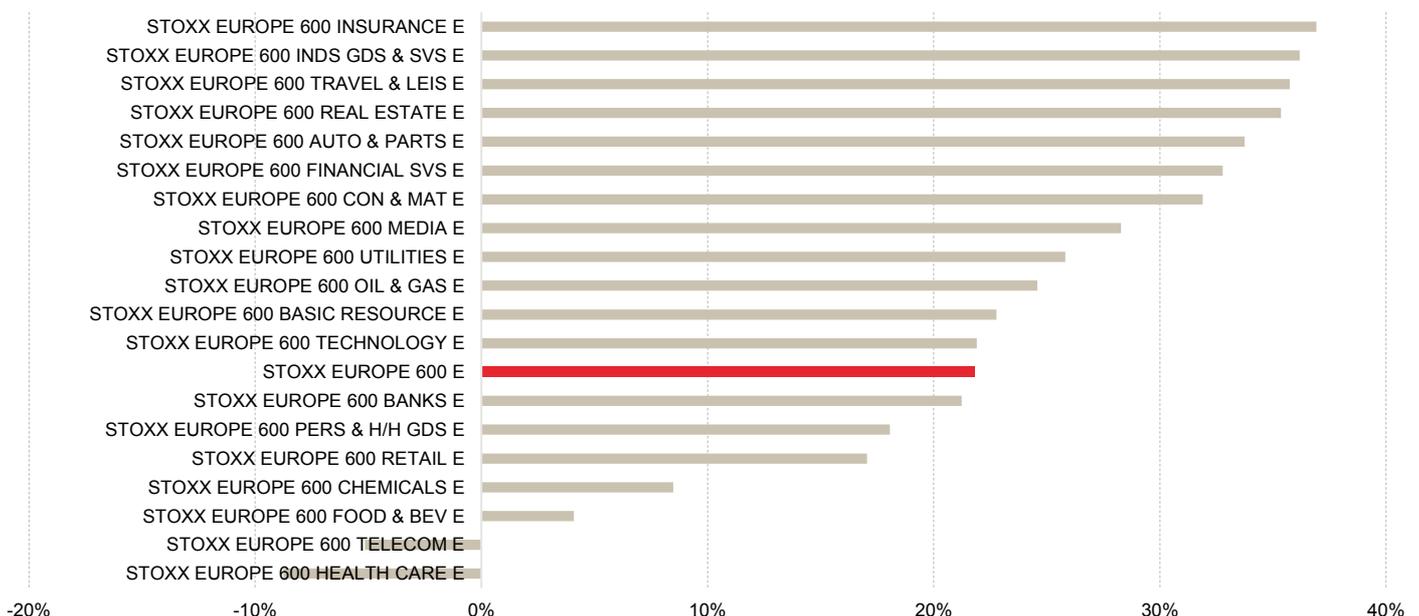
Notre méthodologie est la suivante. Au niveau sectoriel et valeurs nous avons effectué les calculs de corrélation entre la performance 5 jours (hebdomadaire) du Stoxx 600 et la performance EUR/USD.

Attention ! Corrélation n'est pas causalité. Certaines corrélations sont perturbantes, que ce soit au niveau sectoriel ou des valeurs prises isolément. Deux secteurs sont emblématiques à ce sujet.

Le secteur Auto apparait positivement corrélé à l'euro. C'est évidemment un non-sens et ne fait que refléter que le SXAP a chuté dans le contexte de baisse de la demande liée à la pandémie. Dans le même temps la monnaie unique avait suivi une trajectoire similaire car arbitrée en faveur du dollar qui jouait le rôle de refuge.

A l'identique le secteur bancaire est également positivement corrélé à l'euro, ce qui reflète le rôle de baromètre du risque politique de la devise commune (euro faible, risque politique élevé, sous-performance des banques et réciproquement).

Corrélations sectorielles Stoxx 600 et Euro USD



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, ODDO BHF Securities



Nous nous sommes ensuite focalisés sur les titres couverts au sein de l'univers ODDO BHF. Pour la liste d'achat nous avons retenu les valeurs qui satisfont les critères suivants : corrélation positive et recommandation Achat. Inversement la liste «vente» s'appuie sur des critères réciproques (corrélation négative, recommandation vente ou Neutre). La réaction homogène des banques centrales nous amène à considérer une modification durable des anticipations de taux avec leur maintien à un niveau très faible. Nos cherchons donc, dans chacune des listes, les valeurs qui combinent la caractéristique recherchée sensibilité positive à l'euro ET corrélation nulle ou négative avec les taux pour la liste achat et pour la liste vente corrélation négative à l'euro et positive aux taux.

Les résultats exhaustifs sont présentés ci-dessous :

Liste Achat

Name	Reco	TP	Stock Quotation Currency	% Sales North Am	Correlation €/ \$ 130D	Correlation on LT rates	Sector
Leonardo - Finmeccanica	Buy	8.0	Euro	29%	0.40	-0.01	Aerospace - Defence
Thales	Buy	92.0	Euro	11%	0.46	0.05	Aerospace - Defence
Ryanair	Buy	13.5	Euro		0.32	-0.13	Aerospace - Defence
EasyJet	Buy	9.3	Livre Sterling		0.40	-0.06	Aerospace - Defence
Peugeot SA	Buy	18.0	Euro	7%	0.26	-0.01	Automotive & components
Volkswagen (pref)	Buy	170.0	Euro	17%	0.39	-0.01	Automotive & components
FCA	Buy	10.0	Euro	10%	0.46	0.00	Automotive & components
CaixaBank	Buy	2.4	Euro		0.23	-0.01	Banking
BNP Paribas	Buy	50.1	Euro	13%	0.30	-0.04	Banking
AngloAmerican Plc	Buy	26.8	Livre Sterling	3%	0.43	-0.03	Basic products
Schneider Electric	Buy	110.0	Euro	27%	0.33	0.03	Capital goods
Alstom	Buy	55.0	Euro	5%	0.35	-0.05	Capital goods
LafargeHolcim	Buy	46.4	Franc Suisse	21%	0.41	0.01	Cement - Materials
Saint-Gobain	Buy	37.0	Euro	13%	0.43	0.04	Cement - Materials
Atos	Buy	98.0	Euro	24%	0.27	-0.07	Computer services
Worldline	Buy	90.0	Euro	0%	0.20	0.01	Computer services
Vinci	Buy	95.0	Euro	5%	0.22	0.00	Construction
Eiffage	Buy	101.0	Euro	0%	0.37	0.05	Construction
LVMH	Buy	352.0	Euro	25%	0.27	-0.07	Cosmetics - Luxury
UCB	Buy	108.0	Euro	50%	0.31	0.05	Health
Whitbread	Buy	37.3	Livre Sterling	0%	0.37	-0.02	Hotels - Leisure
Accor	Buy	31.0	Euro	9%	0.20	-0.04	Hotels - Leisure
Generali	Buy	16.0	Euro	3%	0.29	-0.04	Insurance
Allianz	Buy	200.0	Euro	16%	0.35	0.00	Insurance
AXA	Buy	24.0	Euro	17%	0.36	-0.03	Insurance
CNP Assurances	Buy	14.0	Euro	0%	0.45	0.00	Insurance
Total	Buy	36.3	Euro	50%	0.28	-0.01	Oil
Alstria Office REIT-AG	Buy	16.5	Euro	9%	0.46	0.04	Real estate
SAP	Buy	130.0	Euro		0.22	-0.08	Telecoms & technology
Dialog Semiconductor Plc	Buy	49.9	Euro	40%	0.29	-0.01	Telecoms & technology
AMS AG	Buy	16.3	Franc Suisse	3%	0.31	0.03	Telecoms & technology
E.ON	Buy	11.0	Euro	5%	0.37	-0.03	Utilities
Enel	Buy	7.8	Euro		0.20	-0.02	Utilities
EDP	Buy	4.6	Euro	2%	0.30	-0.06	Utilities
EDF	Buy	10.0	Euro	5%	0.43	0.05	Utilities - Business services
Getlink	Buy	14.9	Euro		0.42	0.01	Utilities - Business services
Randstad	Buy	42.0	Euro		0.21	-0.06	Utilities - Business services
Adecco	Buy	49.6	Franc Suisse	23%	0.31	-0.01	Utilities - Business services

Source : ODDO BHF Securities

Liste « Vente »

Name	Reco	TP	Stock Quotation Currency	% Sales North Am	Correlation €/ \$ 130D	Correlation on LT rates	Sector Stoxx Sector
Colruyt	Reduce	46.0	Euro	0%	-0.4	-0.11	Food retailing
Grifols	No reco	32.0	Euro	61%	-0.4	0.0	Health
bioMérieux	Neutral	117.0	Euro	39%	-0.3	-0.1	Health
Danone	Reduce	57.0	Euro	13%	-0.3	-0.1	Food - Drinks
Solvay	Neutral	80.0	Euro	27%	-0.2	0.0	Basic products
Telefonica Deutschland Holding AG	Reduce	2.9	Euro		-0.2	0.0	Telecoms & technology
KPN	Neutral	2.5	Euro		-0.2	0.0	Telecoms & technology
SARTORIUS AG	Reduce	109.0	Euro		-0.2	0.0	Health
AstraZeneca	Reduce	81.4	Livre Sterling	37%	-0.2	0.0	Health
Siemens Healthineers	No reco	39.0	Euro	40%	-0.2	0.0	Health
Ubisoft	Neutral	78.0	Euro	47%	-0.2	0.0	Telecoms & technology

Source : ODDO BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exhaustivité ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exhaustivité ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddonyc.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.