

Mayo de 2020

Tras el reciente aumento de precios que siguió a la respuesta rápida e ilimitada de los bancos centrales y los gobiernos, los mercados bursátiles podrían sufrir un nuevo revés, aunque es poco probable que vuelvan a los mínimos registrados en marzo. En efecto, los inversores deberían dejar pronto los comportamientos fruto de las emociones —por la falta de datos y perspectivas— y mostrar una actitud más pragmática durante la fase de reapertura económica.

No creemos que la economía mundial esté al inicio de una nueva gran recesión o de un periodo prolongado de desendeudamiento forzoso. Sin embargo, la conmoción provocada por el covid-19 es de tal magnitud que impedirá una rápida recuperación de la actividad a los niveles anteriores a la crisis. Esto puede provocar una cierta decepción a corto plazo, ya que la fuerte subida de las acciones (que siguió a las *ventas inducidas por el pánico* anteriores) podría dar paso pronto a una análisis más racional sobre el perfil y el nivel de actividad económica y de los resultados corporativos del próximo año. Nos preocupa que el mercado se haya adelantado otra vez a los fundamentales. Así, los inversores parecen confiar bastante en una reapertura de la economía ordenada y efectiva.

Muchos países están tratando de reabrir sus economías, pero para hacerlo de forma totalmente segura y llegar a los niveles de producción anteriores, harán falta una serie de avances médicos y una amplia difusión del tratamiento mucho más convincente que los primeros resultados de los tratamientos existentes utilizados con el covid-19.

Además, el índice de referencia S&P 500 ha repuntado al intervalo de mediados de 2019, aunque las acciones mundiales de fuera de Estados Unidos siguen todavía muy por debajo de esos niveles. Sin embargo, la economía mundial, incluida la estadounidense, es mucho más débil que hace un año. Los beneficios se han reducido sustancialmente, las previsiones no son muy optimistas y ofrecen poca certidumbre a largo plazo. El respaldo a los precios por las recompras de acciones de estos últimos años ha desaparecido. Además, conviene señalar que el fin de los ciclos bajistas de mercado se caracteriza generalmente por un vuelco en la rentabilidad de los sectores o estilos del ciclo alcista anterior. Sin embargo, esto aún no se ha producido; más bien al contrario, los valores tecnológicos y los valores de crecimiento secular mantienen su dominio, contribuyendo a que los valores estadounidenses mantengan su liderazgo. Al prever una disminución de los beneficios por acción de solo el 20% en 2020 y, sobre todo, un repunte del 25% en 2021, los inversores estadounidenses nos parecen bastante autocomplacientes. Desde luego, no dudamos del respaldo sin límite de los bancos centrales, pero las empresas van a salir de la crisis aún más endeudadas, sin poder aumentar su capacidad de inversión. Por tanto, hay pocas posibilidades de que el desempleo descienda rápidamente en EE. UU., lo que lastrará el consumo, motor fundamental del crecimiento del país. El comportamiento de los consumidores chinos ofrece muchas lecciones, porque aunque el consumo habitual se haya recuperado, no ha sucedido lo mismo con los bienes no perecederos. En la zona euro, los inversores en renta variable prevén una caída aún mayor de los beneficios (-35%), pero también una recuperación que dejaría los beneficios a finales de 2021 solo un 20% por debajo de los de 2019. Sin una mayor coordinación entre los países, este patrón parece poco creíble, sobre todo porque el crecimiento potencial era y sigue siendo mucho menor que en Estados Unidos.

### ¿Qué estrategia cabe adoptar?

Desde el punto de vista táctico, hemos reducido aún más nuestras exposiciones a la renta variable (teníamos una posición neutral con un sesgo defensivo), pero mantenemos nuestra perspectiva a largo plazo sobre el crédito, que cuenta con el total respaldo de los bancos centrales. El fuerte estrechamiento reciente de los diferenciales invita también a una cierta prudencia y no recomendamos reforzar posiciones a estos niveles.

En cambio, en este contexto de tipos nulos, el crédito ofrece una ventaja importante: un rendimiento positivo muy elevado (de aproximadamente el 5%-7%, según los vencimientos) que, gracias al consiguiente aumento del *carry* permite adquirir cobertura. ¿De qué manera? Reduciendo las exposiciones directas y reconstituyendo el componente de tesorería, pero también creando perfiles convexos con la compra de opciones de compra cuya volatilidad ha vuelto a niveles más aceptables. La compra de primas permite seguir beneficiándose de la subida, si esta se produce. Porque a toda hipótesis fundamental, hay que oponer una hipótesis alternativa, a saber, un avance importante contra la pandemia (vacunas, medicamentos, desaparición del virus, etc.) o, simplemente, la confirmación del dicho «*Don't fight the Central Banks*».

En conclusión, por prudencia y ante el repunte reciente, creemos coherente «salir con mascarilla». No para escondernos, sino para protegernos y luchar contra nuestra debilidad con respecto a esta enfermedad y sus efectos, la mayoría de los cuales aún no conocemos. El objetivo, esta vez no disimulado, consiste esta vez en recomprar activos de calidad a precios más bajos que sobrevivirán a esta crisis sin precedentes. Y para ello, no hay que cometer errores.



Current convictions

Macroeconomic analysis

Market analysis

Soluciones



# 01 CONVICCIONES ACTUALES

# Escenarios

## Nuestra perspectiva a seis meses

### Escenario central: El crecimiento mundial se ve afectado negativamente por la epidemia de coronavirus, pero la interrupción es sólo temporal

#### Europa

- La epidemia de coronavirus está causando trastornos en el lado de la oferta y la demanda y tendrá un efecto negativo en el crecimiento económico al menos en el primer semestre de 2020.
- Intervención masiva de los responsables de las políticas monetarias y fiscales para mitigar el choque del coronavirus

#### EE. UU.

- La economía disminuirá fuertemente al menos en la primera mitad de 2020 debido al brote de coronavirus
- Intervención masiva de la política monetaria y fiscal para mitigar el choque del coronavirus

65%

#### Activos para sobreponderar



- Renta variable
- Crédito

#### Activos para infraponderar



- Deuda soberana

#### Estrategia



- Flexibilidad
- Cobertura (opciones, oro, etc.)

### Escenario alternativo: riesgo de tipos de interés alentado por una subida inesperada de la inflación de EE. UU. y un aumento del déficit presupuestario de EE. UU.

10%

- Aceleración salarial
- Repunte de los precios del petróleo alentado por una intensificación de las tensiones en Oriente Medio
- Reducción del potencial de crecimiento

#### Activos para sobreponderar



- Bonos con cobertura de inflación
- Estrategias alternativas
- Posiciones líquidas

#### Activos para infraponderar



- Renta variable
- Deuda soberana *core*
- Crédito *high yield*

### Escenario alternativo: Aumento del proteccionismo derivado de la geopolítica y la extensión de la pandemia

25%

- Recesión mundial con riesgo para el equilibrio financiero
- Los riesgos geopolíticos se materializan
- China: riesgos de reequilibrio económico
- *Brexit*: riesgo de falta de acuerdo

#### Activos para sobreponderar



- Mercado monetario CHY y JPY
- Volatilidad
- Deuda pública *core*

#### Activos para infraponderar





- Renta variable
- Crédito *high yield*

Fuentes: ODDO BHF AM, Comentarios a 05/06/2020

# Nuestras convicciones actuales para cada clase de activos



 Cambio con respecto al mes anterior  


Fuentes: ODDO BHF AM, Comentarios a 06/05/2020

# Nuestras convicciones actuales para cada clase de activos





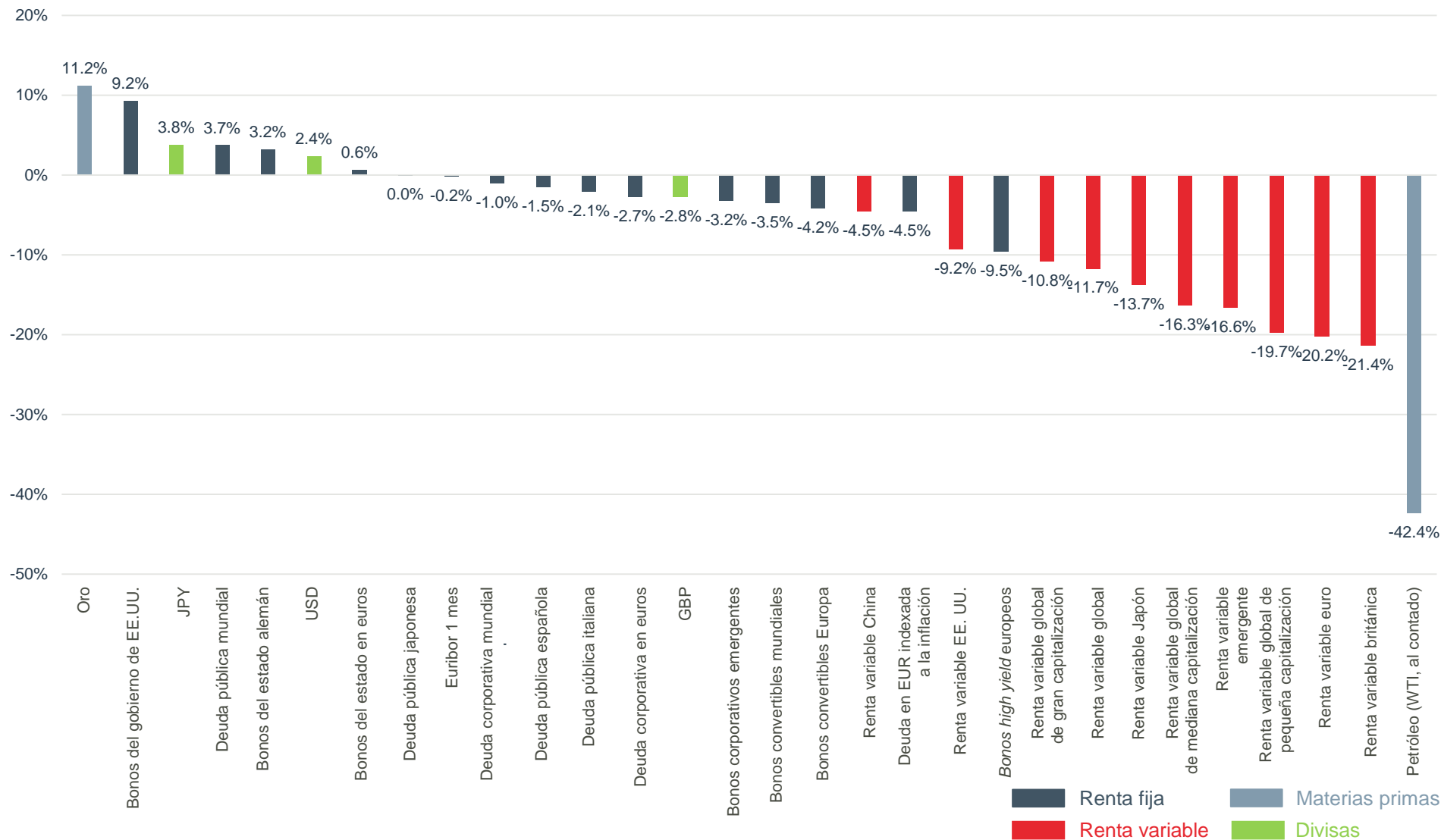
 Cambio con respecto al mes anterior

Fuentes: ODDO BHF AM, Comentarios a 06/05/2020



# 02 ANÁLISIS MACROECONÓMICO Y DE MERCADO

# Rentabilidad de las clases de activos desde el principio de año



**La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.**

Fuentes: Bloomberg y BoA ML a 30/04/2020, rentabilidades expresadas en divisa local

Convicciones actuales	Análisis macroeconómico	Análisis de mercados	Soluciones
-----------------------	-------------------------	----------------------	------------



# Rentabilidad histórica de las clases de activos



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 YTD
Oro	5.1%	25.5%	29.4%	10.1%	7.1%	28.1%	-1.4%	-10.6%	8.0%	13.5%	-1.6%	18.3%	11.2%
Deuda pública EE. UU	14.0%	-3.7%	5.9%	9.8%	2.2%	-3.4%	6.0%	0.8%	1.1%	2.4%	0.8%	7.0%	9.2%
Deuda pública alemana	12.2%	2.0%	6.2%	9.7%	4.5%	-2.3%	10.4%	0.3%	4.1%	-1.4%	2.4%	3.1%	3.2%
Deuda pública zona euro	9.1%	4.4%	1.1%	3.3%	11.2%	2.3%	13.2%	1.6%	3.3%	0.1%	1.0%	6.8%	0.6%
Euro Libor 1m	4.0%	0.7%	0.4%	0.9%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.1%
Deuda corporativa de mercados emergentes	-12.4%	30.9%	9.2%	5.6%	13.2%	-1.3%	3.9%	-1.0%	5.5%	7.3%	-1.4%	11.6%	-2.5%
Renta variable EE. UU	-37.6%	26.3%	14.8%	1.4%	15.3%	31.8%	12.7%	0.7%	10.9%	21.2%	-5.0%	30.9%	-9.2%
High yield europeo	-34.2%	74.9%	14.3%	-2.5%	27.2%	10.1%	5.5%	0.8%	9.1%	6.7%	-3.6%	11.3%	-9.5%
Deuda soberana de mercados emergentes	-10.9%	28.2%	12.0%	8.5%	18.5%	-6.6%	5.5%	1.2%	10.2%	9.3%	-4.6%	14.4%	-9.8%
Renta variable de mercados emergentes	-53.3%	78.5%	18.9%	-18.4%	18.2%	-2.6%	-2.2%	-14.9%	11.2%	37.3%	-14.6%	18.4%	-16.6%
Renta variable zona euro	-44.9%	27.3%	2.4%	-14.9%	19.3%	23.4%	4.3%	9.8%	4.4%	12.5%	-12.7%	25.5%	-20.2%
Petróleo – WTI (al contado)	-53.5%	77.9%	15.2%	8.2%	-7.1%	7.2%	-45.9%	-30.5%	45.0%	12.5%	-24.8%	34.5%	-69.1%
<b>Mejor-peor rentabilidad</b>	<b>67.5%</b>	<b>82.2%</b>	<b>28.9%</b>	<b>28.5%</b>	<b>34.3%</b>	<b>38.4%</b>	<b>59.0%</b>	<b>40.3%</b>	<b>45.4%</b>	<b>38.7%</b>	<b>27.2%</b>	<b>34.9%</b>	<b>80.3%</b>

La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.

Escala de colores

Mejor rentabilidad

Peor rentabilidad

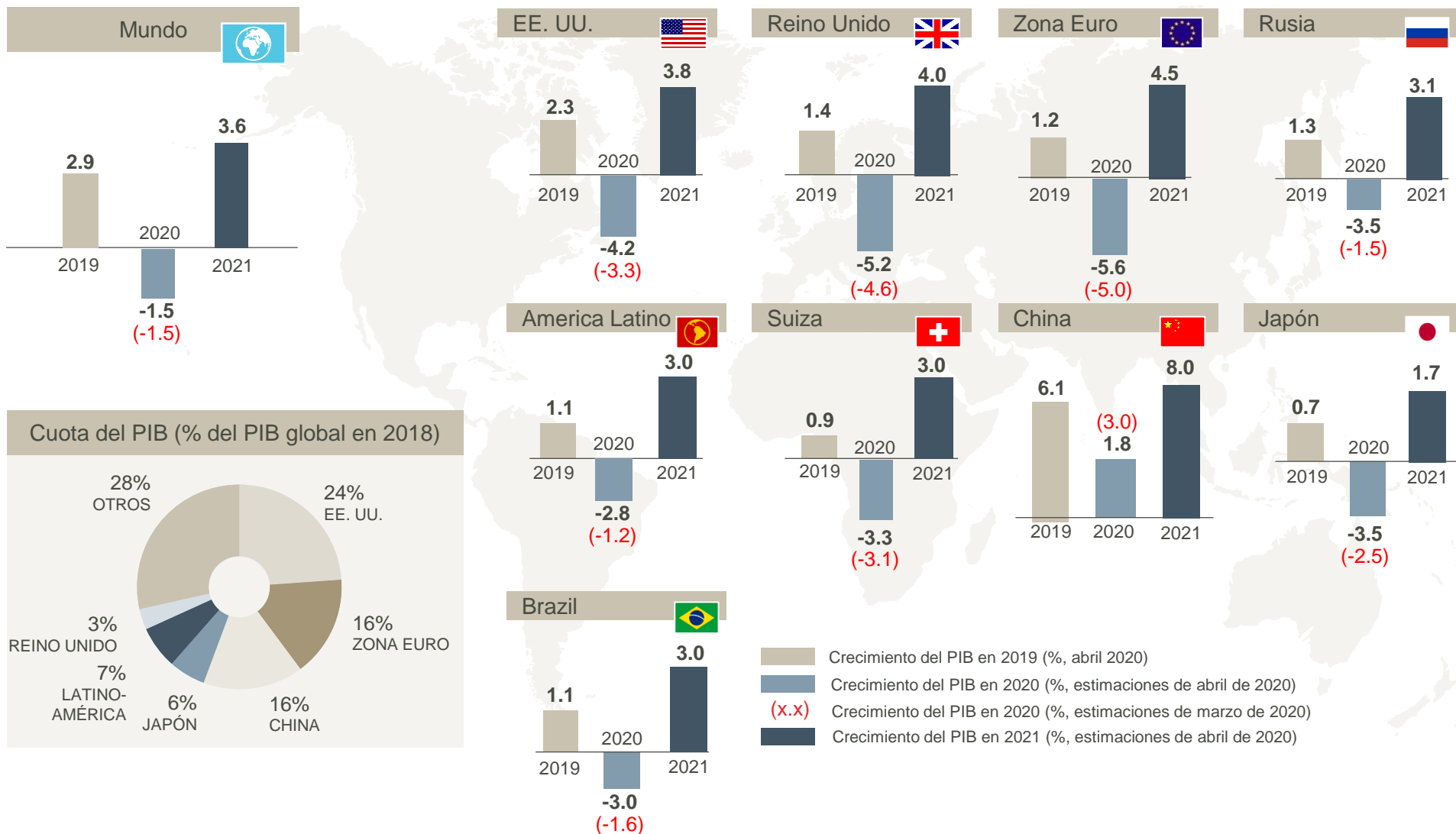
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
---	---	---	---	---	---	---	---	---	----	----	----

Fuentes: Bloomberg y BoA ML a 30/04/2020 rentabilidades expresadas en divisa local

# Previsión del crecimiento del PIB\* mundial



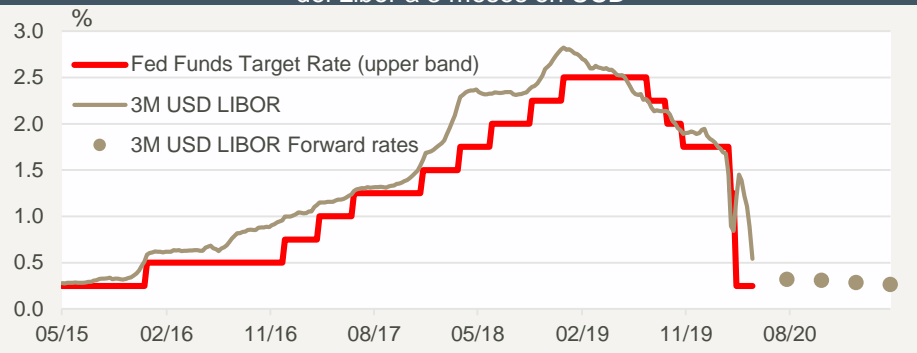
Las previsiones de consenso siguen por detrás de la realidad



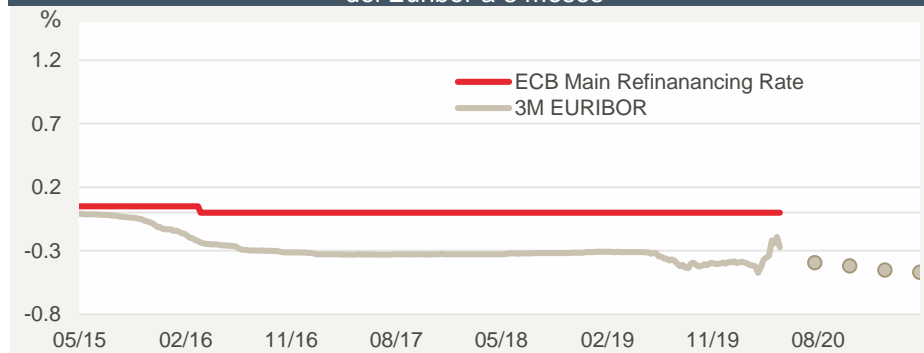
\* PIB: Producto interior bruto | Fuentes: ODDO BHF AM SAS, previsión de consenso de los economistas de Bloomberg | Datos a 30/04/2020



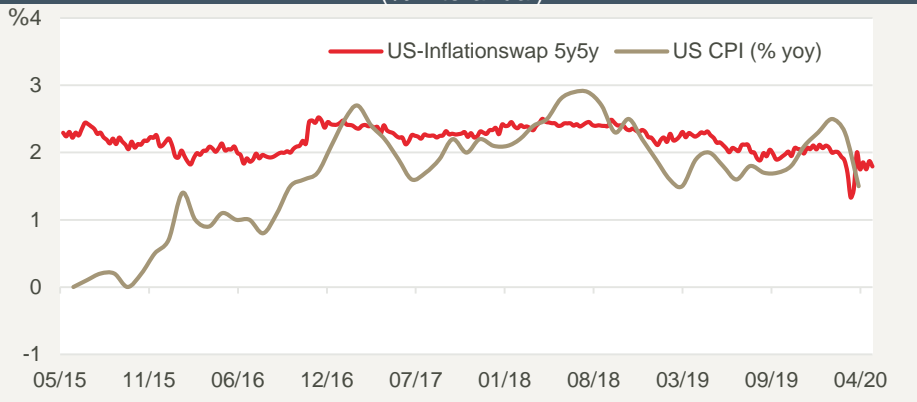
Tipo objetivo de los fondos federales, Libor a 3 meses en USD y FRA del Libor a 3 meses en USD



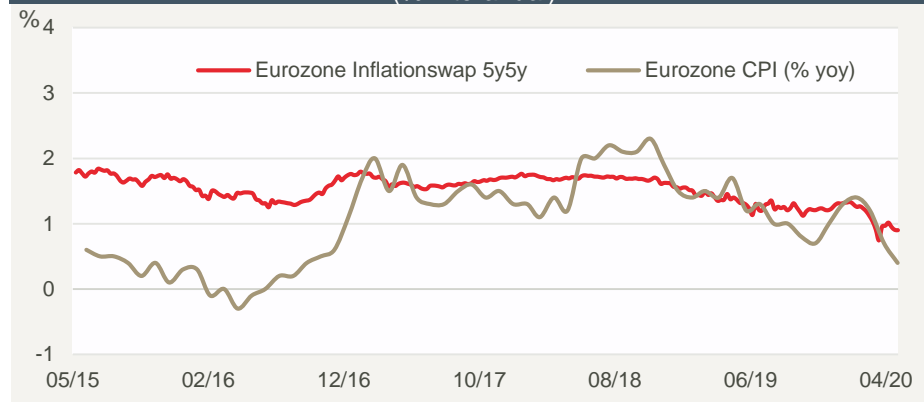
Tipo de refinanciación principal del BCE, Euribor a 3 meses y FRA del Euribor a 3 meses



Expectativas de inflación implícitas del mercado (5a/5a) e IPC de EE. UU. (% interanual)



Expectativas de inflación implícitas del mercado (5a/5a) e IPC de la zona euro (% interanual)



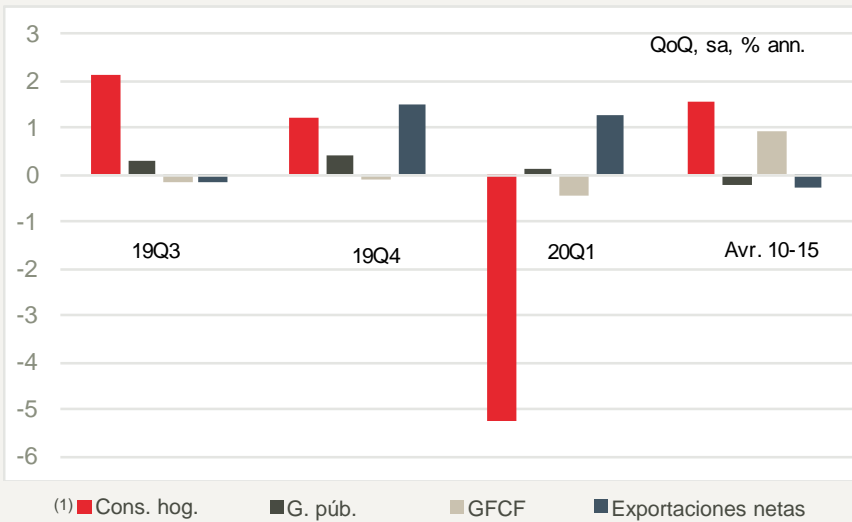
- Los programas de expansión cuantitativa a gran escala de la Fed y el BCE han impedido una crisis del crédito y un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras.
- El programa CSPP del BCE ofrece mucho mayor respaldo al *investment grade* que las medidas de la Fed (aunque esta incluye a los «ángeles caídos»).
- El fallo del Tribunal Constitucional alemán no cambia las reglas del juego, pero podría mermar la capacidad de futuros desvíos con respecto a las restricciones (p. ej., clave de capital) como restricción *de facto*.

Fuentes: Bloomberg, ODDO BHF AM GmbH, a 30/04/2020

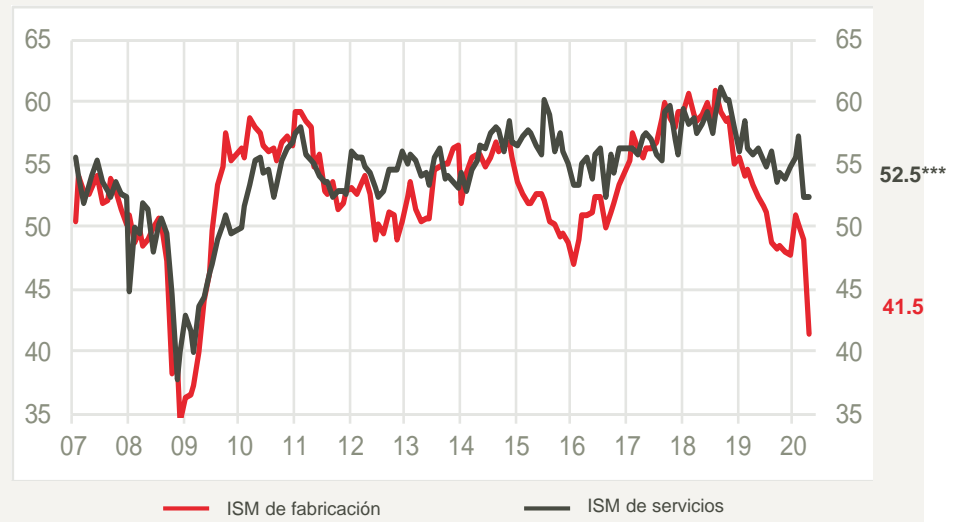


## De mal en peor

Contribuciones al PIB (intertrimestral, desestacionalizado, % anualizado)\*



Confianza empresarial\*\*



- El PIB del primer trimestre se situó en el -4,8%, peor de lo esperado, aunque el segundo trimestre será mucho peor.
- El riesgo de revisión de los datos de los indicadores actuales tiende a la baja.
- Los índices PMI industrial y de servicios se desplomaron, a pesar de verse inflados por el componente de tiempos de entrega de los proveedores.
- El desempleo podría dispararse hasta superar tasas del 20%.

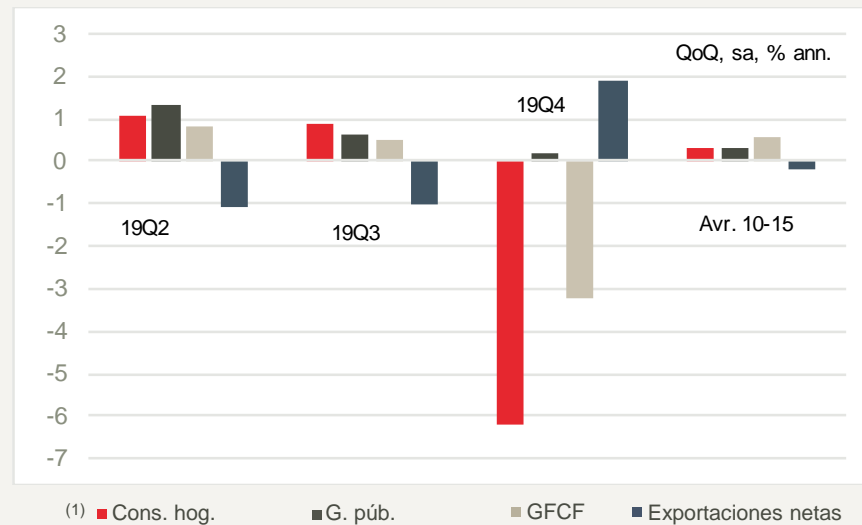
(1) Cons. hog.: consumo de los hogares / G. púb.: gasto público / GFCF: formación bruta de capital fijo Exportaciones netas.

Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, ODDO BHF AM SAS. \*Datos a 31/03/2020 | \*\*Datos a 15/04/2020 | \*\*\*Datos a 15/03/2020

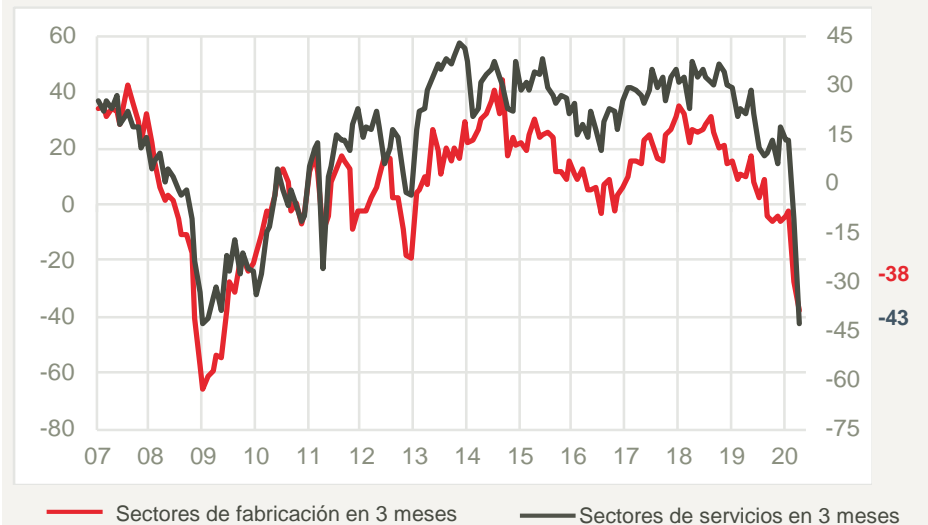


## Prolongación del estado de emergencia

Contribuciones al PIB (intertrimestral, desestacionalizado, % anualizado)\*



Confianza empresarial\*\*



- El estado de emergencia se ha prolongado aproximadamente un mes más, lo que lastrará aún más la actividad económica.
- El Banco de Japón amplió sus medidas de relajación del crédito.
- En abril, la confianza del consumidor se desplomó hasta su mínimo histórico, lo que apunta a una prolongada debilidad en las ventas minoristas.
- La tasa de desempleo sigue baja, pero espera que aumente con fuerza.

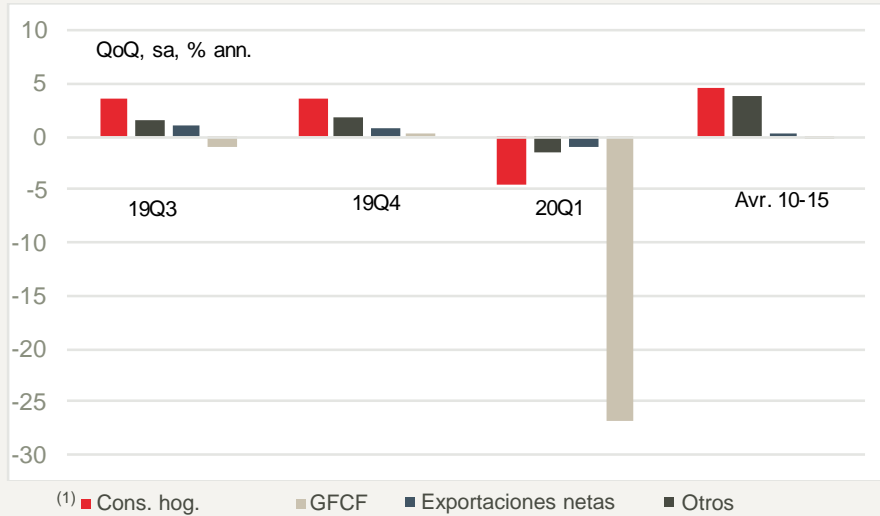
(1) Cons. hog.: consumo de los hogares / G. púb.: gasto público / GFCF: formación bruta de capital fijo (inversión)

Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, ODDO BHF AM SAS. \*Datos a 31/12/2019 | \*\*datos a 15/04/2020

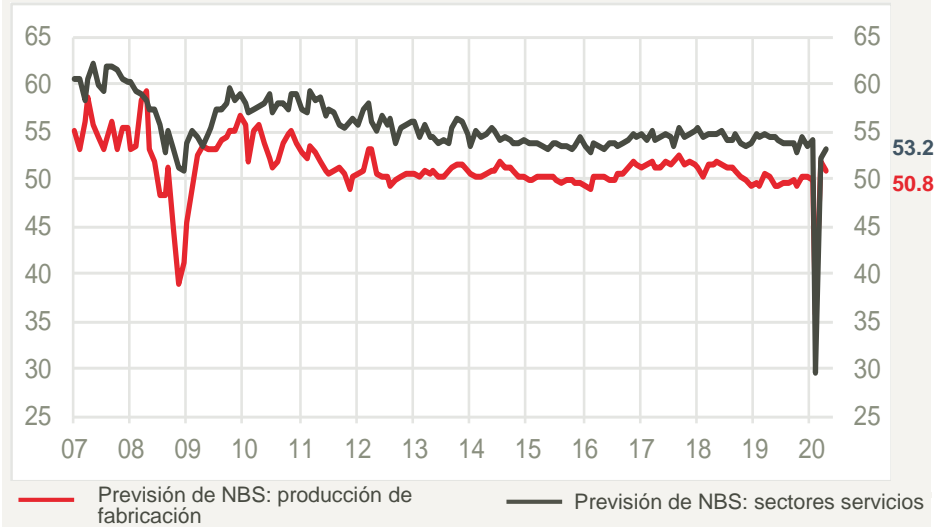


## Aumentan las señales de mejora gradual

Contribuciones al PIB (intertrimestral, desestacionalizado, % anualizado)\*



Confianza empresarial\*\*

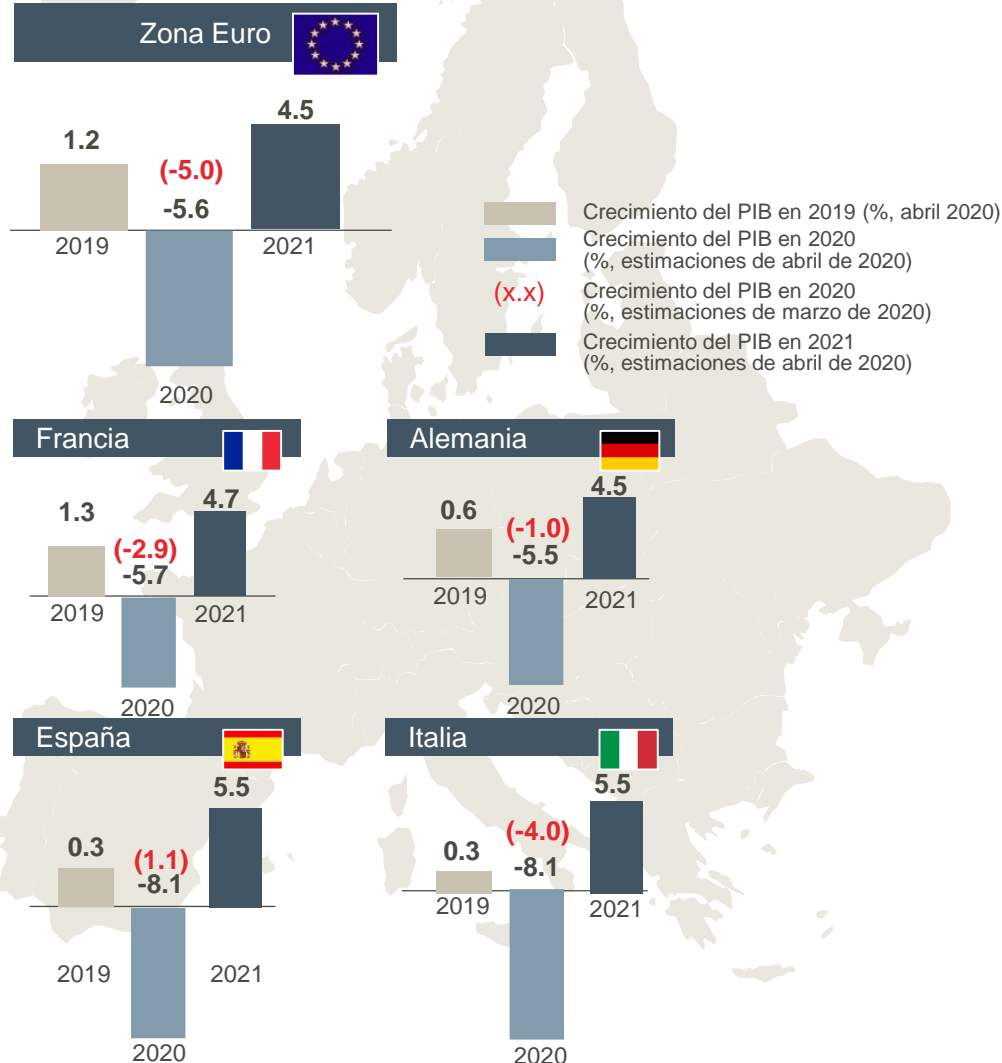


- El índice PMI compuesto de abril mejoró ligeramente, aunque por debajo de lo esperado.
- El índice PMI de servicios Caxin sigue débil, a 44,4 puntos, coherente con los altos datos de alta frecuencia, mejores aunque todavía bajos (movilidad, contaminación del aire).
- La economía china ya ha dejado atrás el desplome sufrido en marzo. Por tanto, el país podría servir de modelo para otras economías sobre cómo lidiar con el virus, mientras se intenta recuperar la normalidad

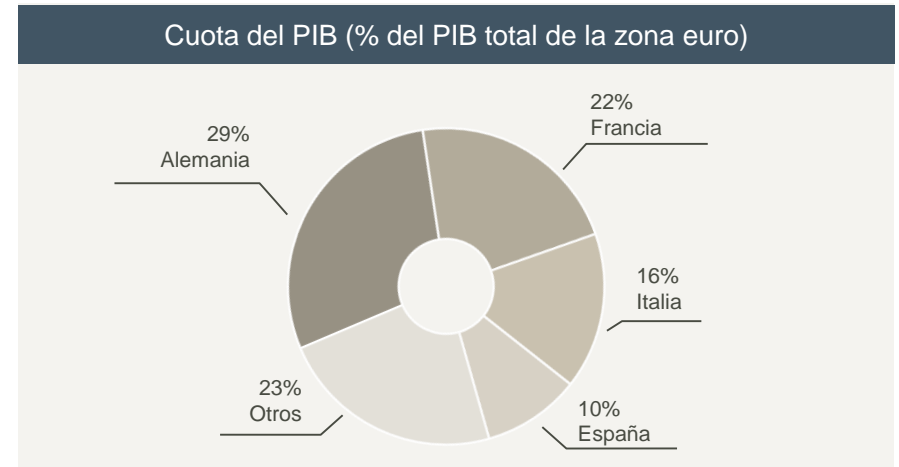
(1) Cons. hog.: consumo de los hogares / G. púb.: gasto público / GFCF: formación bruta de capital fijo (inversión)  
 Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, ODDO BHF AM SAS. \*datos a 31/03/2020 | \*\* datos a 15/04/2020



## Los planes de retención de empleo, un buen colchón en tiempos difíciles



Fuentes: ODDO BHF AM SAS; previsión de los economistas de Bloomberg. Datos a 04/2020

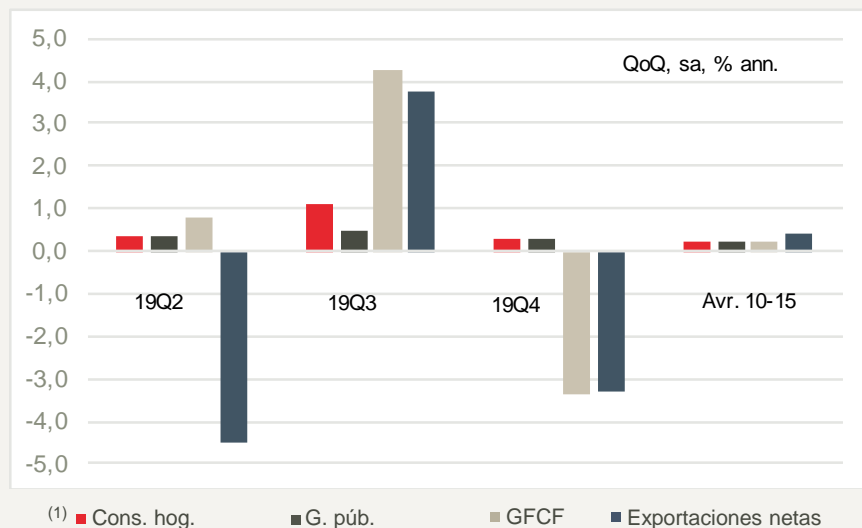


- Los primeros datos del PIB del primer trimestre han sido peores de lo esperado: -3,8% intertrimestral.
- Es muy probable que las cifras se revisen a la baja.
- España y Francia parecen ser los más afectados, con un -5,8% y un -5,2%, respectivamente.
- El segundo trimestre será mucho peor, con la posibilidad de un desplome de más del 40% (en términos estacionalizados).
- Junio debería ofrecer cierto alivio, a medida que las restricciones se vayan levantando de forma satisfactoria.

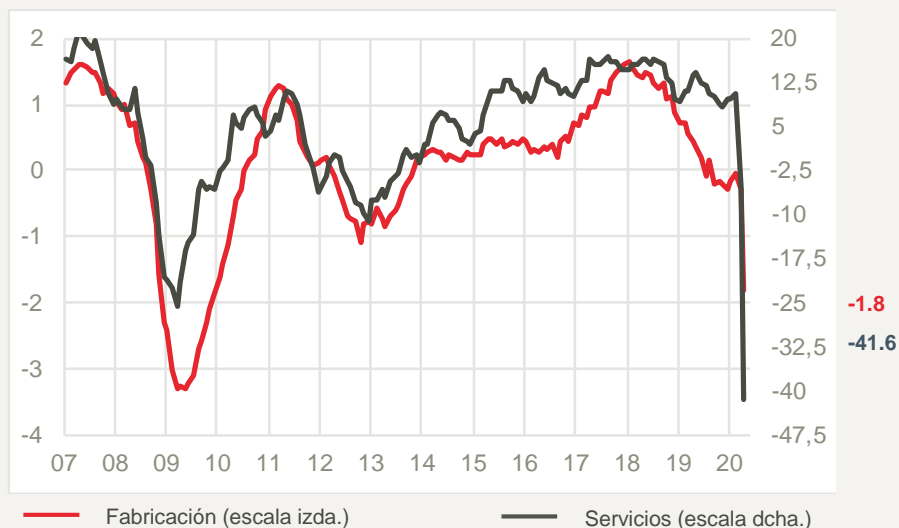


## En mínimos

Contribuciones al PIB (intertrimestral, desestacionalizado, % anualizado)\*



Confianza empresarial\*\*



- La debilidad fue generalizada en el primer trimestre, con un PIB en el primer trimestre del -3,8%.
- Francia y España salieron peor paradas, debido a que aplicaron las medidas de confinamiento más estrictas. Italia se comportó algo mejor, a pesar de las fuertes restricciones.
- El segundo trimestre será mucho peor y la recesión tocará fondo en abril o mayo.
- Los planes de retención del empleo están amortizando el golpe y ofrece flexibilidad una vez se alcance un cierto grado de normalidad.

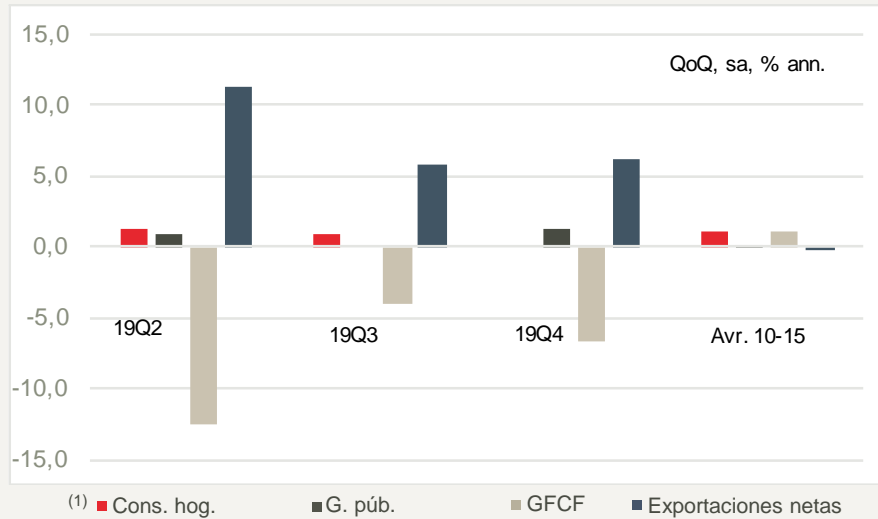
(1) Cons. hog.: consumo de los hogares / G. púb.: gasto público / GFCF: formación bruta de capital fijo (inversión)  
 Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, ODDO BHF AM SAS. \*datos a 31/12/2019 | \*\* datos a 15/04/2020





## El desplome del PMI supera con creces el sufrido en la gran crisis financiera

Contribuciones al PIB (intertrimestral, desestacionalizado, % anualizado)\*

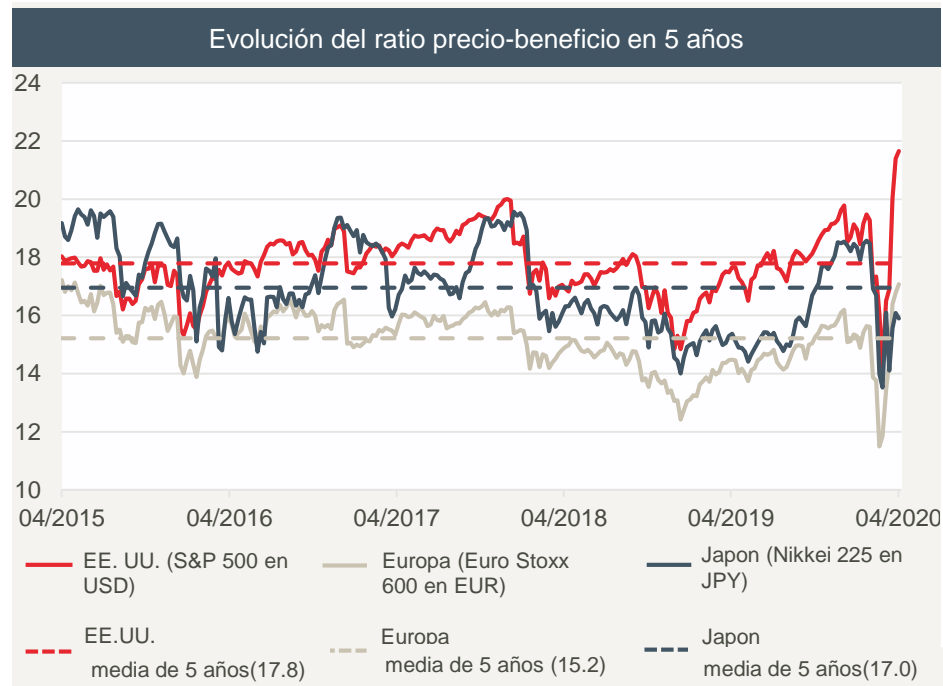


Confianza empresarial\*\*



- El Banco de Inglaterra apunta a más medidas de estímulo para respaldar la economía.
- La confianza económica se desplomó en abril, aunque puede que siga infravalorando la caída del PIB de este trimestre.

(1) Cons. hog.: consumo de los hogares / G. púb.: gasto público / GFCF: formación bruta de capital fijo (inversión)  
Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters, Datastream, ODDO BHF AM SAS. \*Datos a 31/12/2019 | \*\* datos a 15/04/2020



- El repunte de los activos de riesgo iniciado a finales de marzo siguió adelante, aunque perdió algo de fuerza a finales de abril.
- Las diferencias entre sectores y países van en aumento. El Nasdaq100 se anotó una subida mensual del 15% (registrando una rentabilidad positiva en lo que va de año) y los valores de pequeña capitalización también se comportaron bien (el Russell 2000 repuntó un 13% tras el pésimo comportamiento de los meses anteriores). Por su parte, el EuroStoxx y el FTSE100 subieron solo un 7%, y 4%, respectivamente, ya que la relajación de los confinamientos y las medidas presupuestarias contracíclicas pueden parecer más distantes.

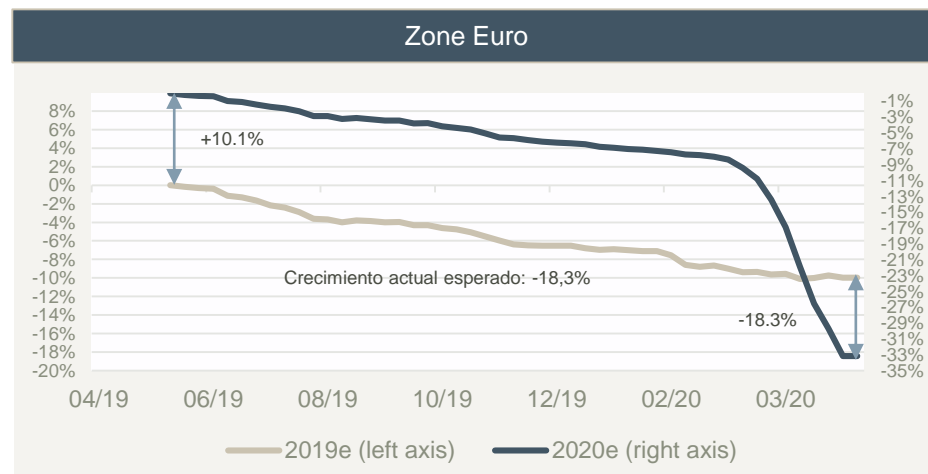
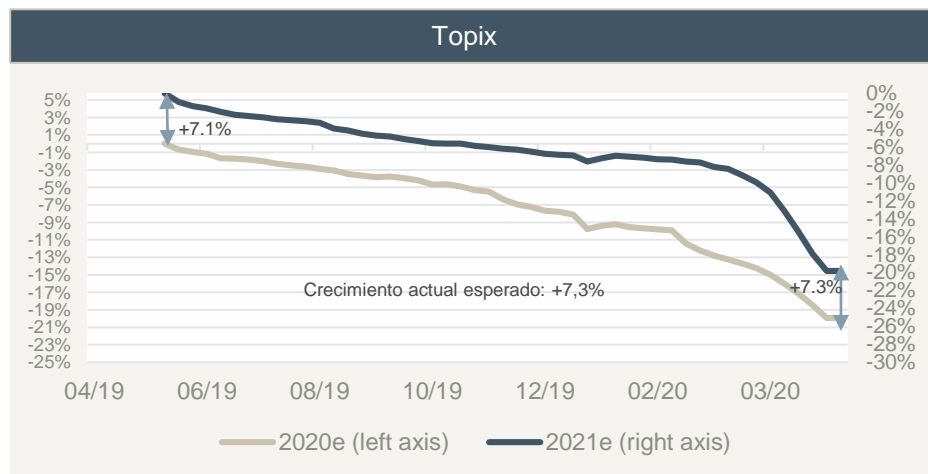
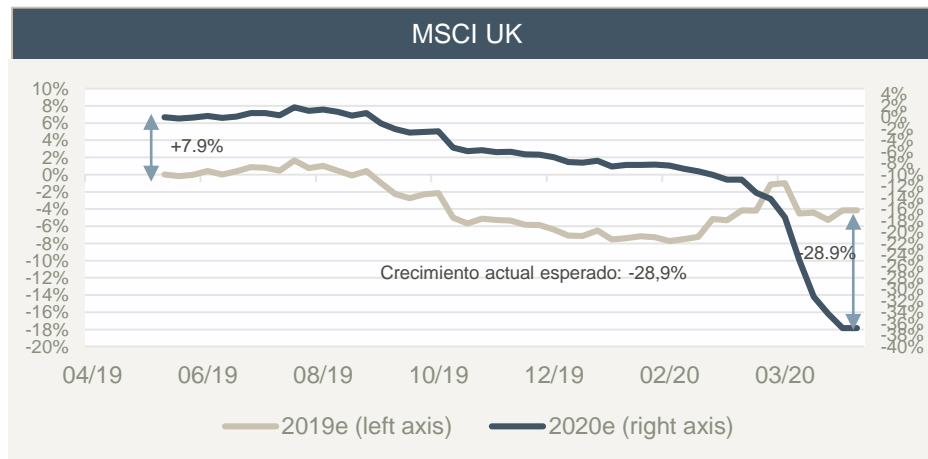
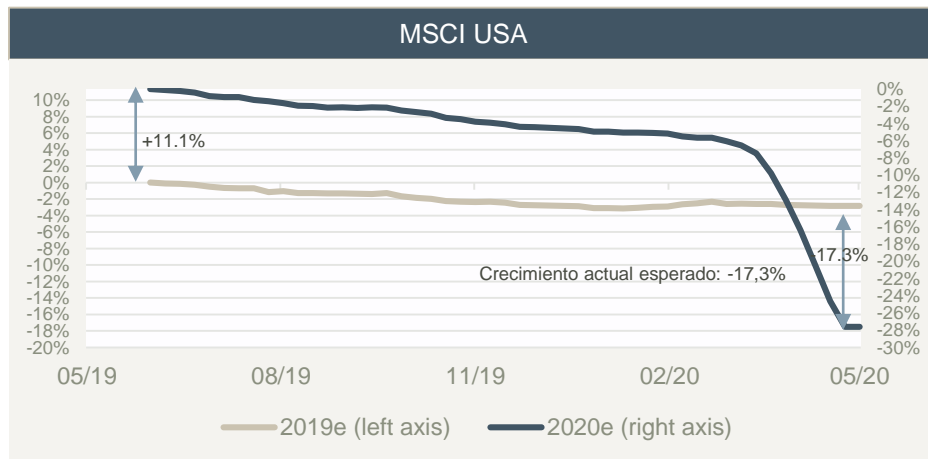
**La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.**

\* Véase glosario en la pág. 32 | Fuente: Bloomberg, ODDO BHF AM SAS | Datos a 30/04/2020

# Renta variable: tendencias del BPA\*



\*revisiones de los ingresos estimados y cambios en el crecimiento previsto



- La temporada de publicación de resultados del primer trimestre está actualmente en marcha, con unas cifras en sintonía con las expectativas recientemente revisadas a la baja. En cualquier caso, los inversores parecen mirar más allá de estos datos, ya que la crisis actual solo afectó brevemente al primer trimestre.
- Las previsiones para todo el año se están revisando a la baja día tras día y toda la atención se centrará en las previsiones para el tercer trimestre, para calibrar el ritmo y el potencial de la recuperación de los ingresos y los márgenes en cuanto se levanten los confinamientos (si es que se levantan).

Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Deutsche Bank AG/Londres | Thomson Reuters | Datos a 30/04/2020

# Renta variable europea

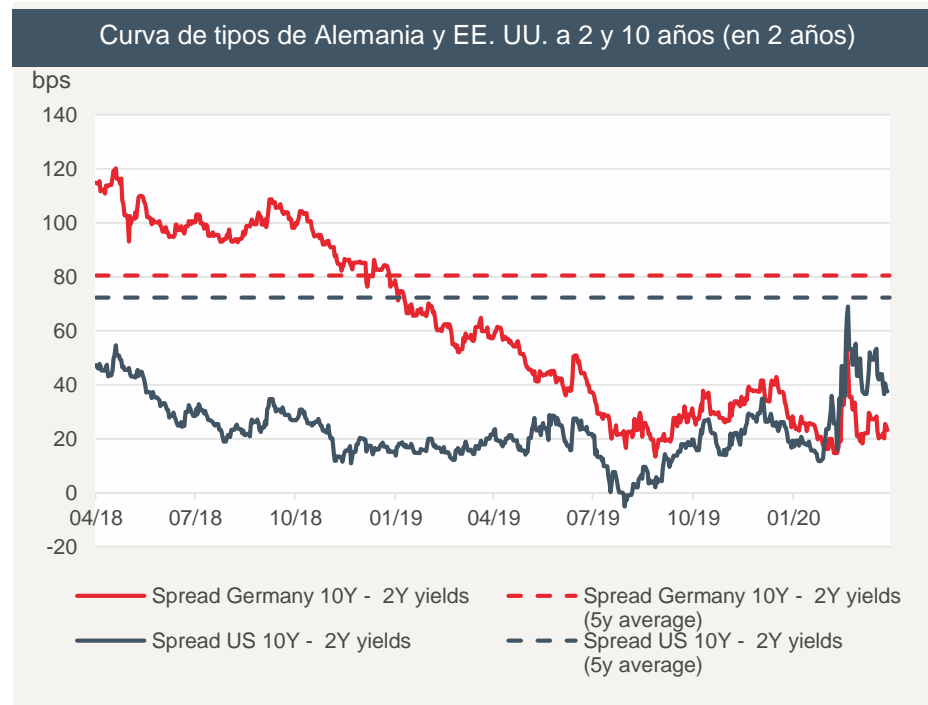
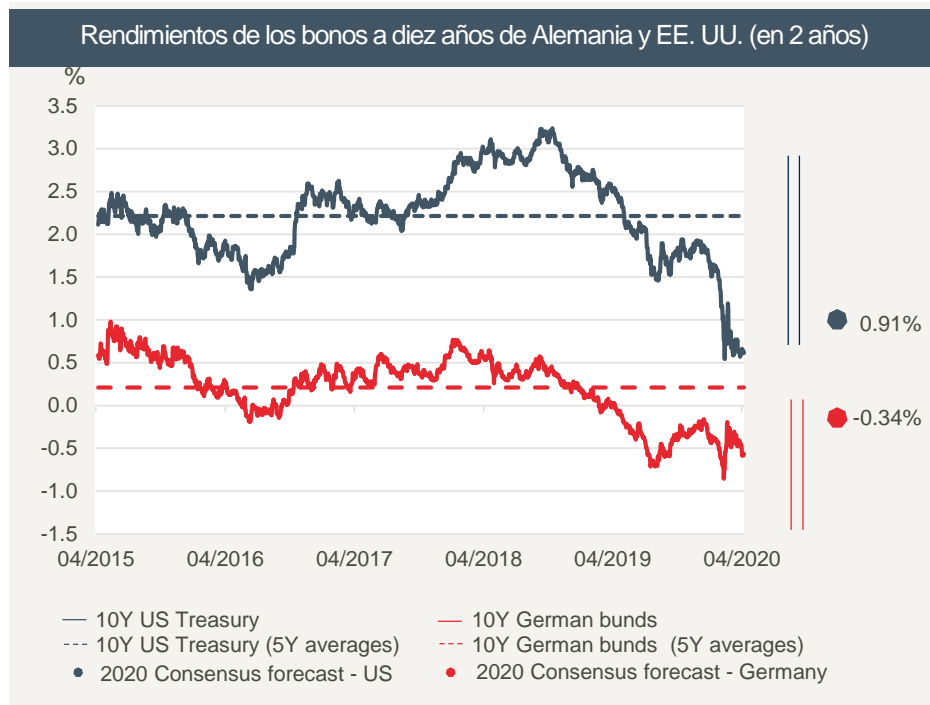


	Ratio precio-beneficio próximos 12 meses Mayo 2020	Crecimiento de los BPA 2018	Crecimiento de los BPA 2019	Crecimiento de los BPA 2020	Crecimiento de los BPA 2021	Rend. del dividendo	Rentabilidad YTD	Rentabilidad 1 mes
STOXX Europe 600	16,7 x	5%	3%	-24%	28%	3,8%	-18,9%	8,6%
<b>Materias primas</b>								
Recursos básicos	12,8 x	-2%	-24%	-25%	30%	5,3%	-26,3%	9,2%
Petróleo y gas	27,2 x	40%	-16%	-73%	160%	8,9%	-37,4%	-3,2%
<b>Sectores cíclicos</b>								
Automóviles y piezas de repuesto	12,4 x	-10%	-17%	-52%	114%	2,9%	-29,0%	20,3%
Productos químicos	20,7 x	4%	-11%	-12%	20%	3,0%	-14,8%	11,0%
Construcción y materiales	16,6 x	8%	17%	-24%	28%	3,5%	-21,9%	11,8%
Bienes y servicios industriales	18,7 x	5%	6%	-23%	32%	2,9%	-24,2%	12,2%
Medios	15,5 x	10%	0%	-21%	24%	3,3%	-24,8%	8,6%
Tecnologías	22,6 x	8%	7%	-1%	27%	1,4%	-7,9%	14,0%
Viajes y ocio	276,0 x	-4%	-5%	-97%	3399%	2,3%	-37,3%	17,5%
<b>Finanzas</b>								
Bancos	10,3 x	13%	2%	-46%	38%	5,3%	-37,5%	7,5%
Seguros	8,7 x	10%	7%	-6%	17%	6,8%	-28,0%	6,7%
Servicios financieros	16,8 x	-42%	140%	-49%	38%	3,6%	-17,9%	12,6%
Sector inmobiliario	15,0 x	19%	0%	0%	10%	4,5%	-24,6%	6,2%
<b>Sectores defensivos</b>								
Productos alimentarios y bebidas	21,4 x	4%	7%	-8%	15%	2,6%	-11,2%	5,0%
Salud	18,0 x	4%	6%	3%	12%	2,7%	-1,2%	9,1%
Productos domésticos y de cuidado personal	16,9 x	7%	2%	-7%	15%	3,4%	-12,7%	8,9%
Comercio minorista	20,8 x	6%	0%	-16%	28%	2,7%	-15,5%	8,3%
Telecomunicaciones	12,4 x	-9%	-3%	2%	12%	5,7%	-17,4%	4,4%
Suministros públicos	14,5 x	-12%	24%	-5%	9%	5,1%	-11,3%	5,6%

Fuente: ODDO BHF AM SAS, FactSet. Datos a 01/05/2020



## De una alta volatilidad al aburrimiento



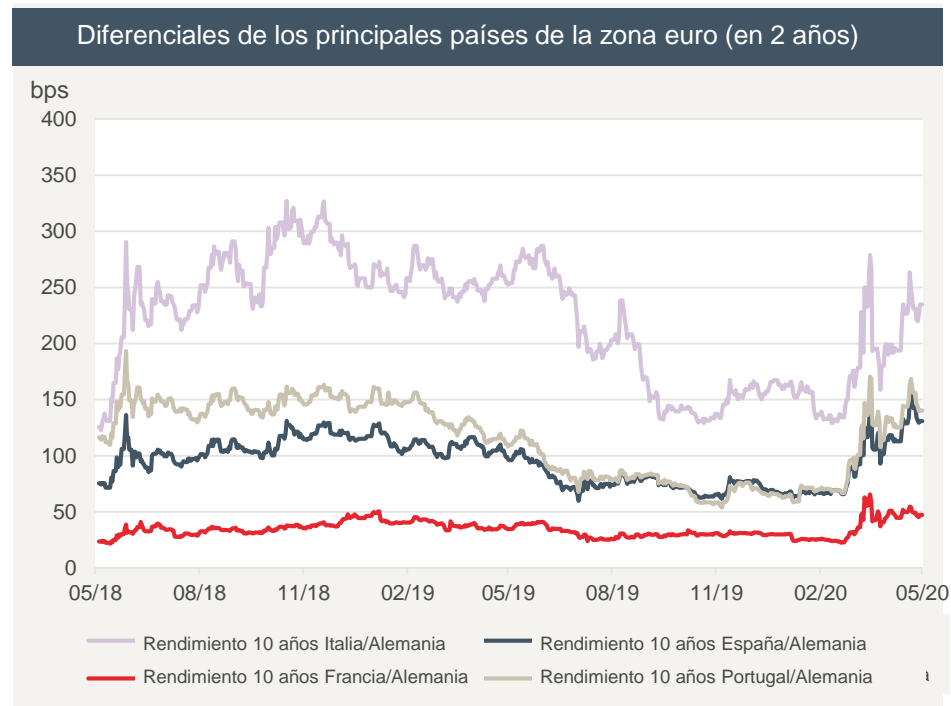
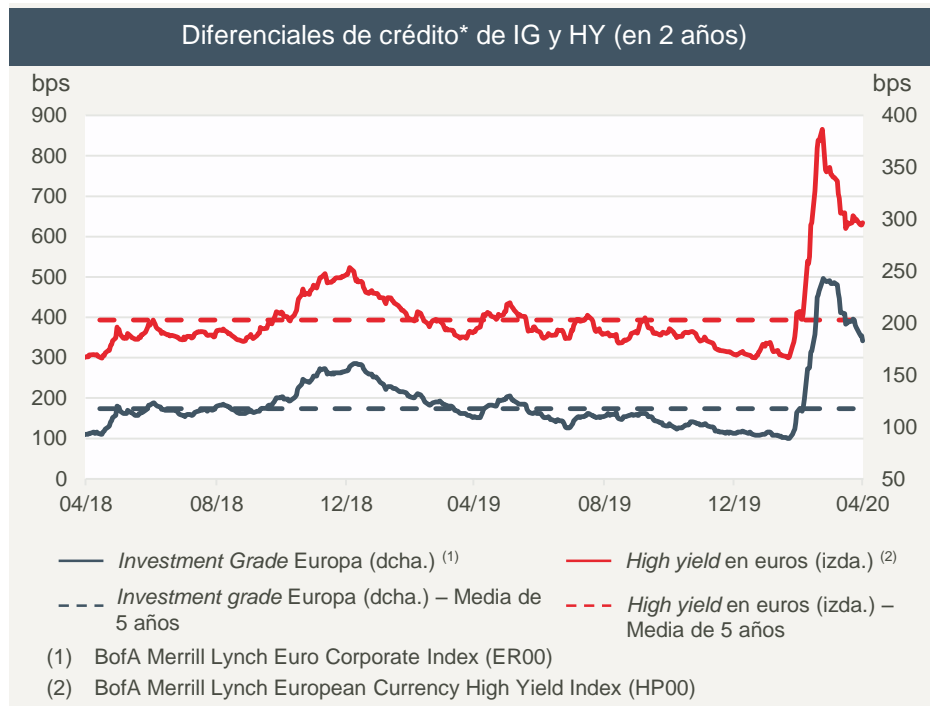
- Los bancos centrales están desesperados por absorber el shock de oferta y mantener los tipos estables.
- La volatilidad se ha reducido considerablemente desde la demanda de cobertura suplementaria de mediados de marzo.
- Cabe esperar que los tipos de muevan dentro de un intervalo por ahora, pero con una menor correlación con respecto a la renta variable.
- Por tanto, la capacidad de protección de los bonos federales alemanes (*Bund*) y los bonos del Tesoro de EE. UU. se ha reducido considerablemente.

**La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.**

(1) Previsiones económicas de Bloomberg | Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg | Izda.: datos a 30/04/2020.; dcha.: Datos a 30/04/2020.



Las medidas de respaldo del BCE suponen un claro punto de inflexión



- Las compras mensuales por un importe aproximado de 25.000-30.000 millones de euros en bonos *investment grade* constituyen un gran apoyo para la clase de activos.
- El *carry* y los niveles de rendimientos absolutos siguen siendo atractivos, a pesar de una reducción de los diferenciales de casi 60 pb desde los máximos de marzo.
- Los diferenciales de Italia se han visto sometidos a presiones por el temor a que el ratio de deuda se dispare.
- Hasta ahora, Fitch ha sido la agencia de calificación más proactiva.
- ¿Estamos ante una carrera hacia abajo como en 2012-2014?
- Esperamos que los diferenciales de los BTP se amplíen ligeramente y después se mantengan entre 250 y 300 pb en el vencimiento a 10 años.

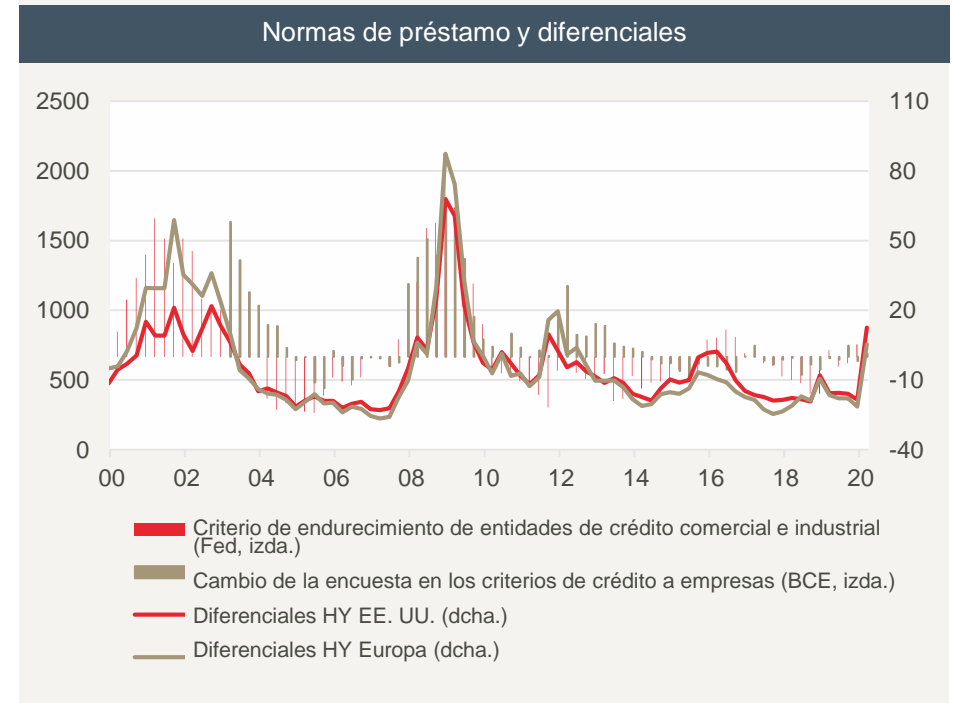
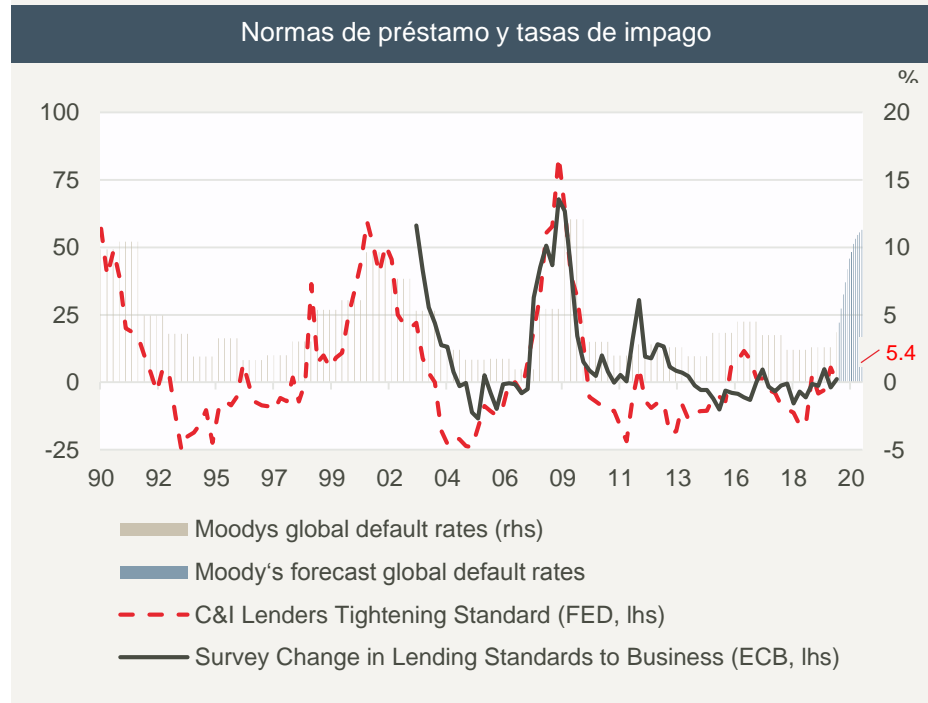
**La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.**

Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg | Datos a 30/04/2020

# Normas de préstamo comercial e industrial



Las tasas de impago esperadas aumentarán considerablemente



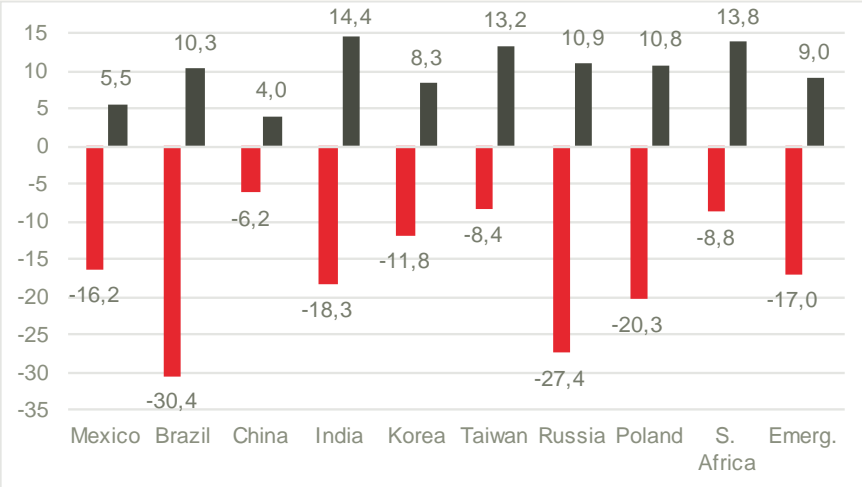
- El mercado *high yield* europeo está más protegido que el estadounidense.
- La estructura de calificaciones es superior y el impacto del petróleo es muy pequeño.

Fuente: Moody's a 31/03/2020, Fed, BCE, Bloomberg | Datos a 31/03/2020



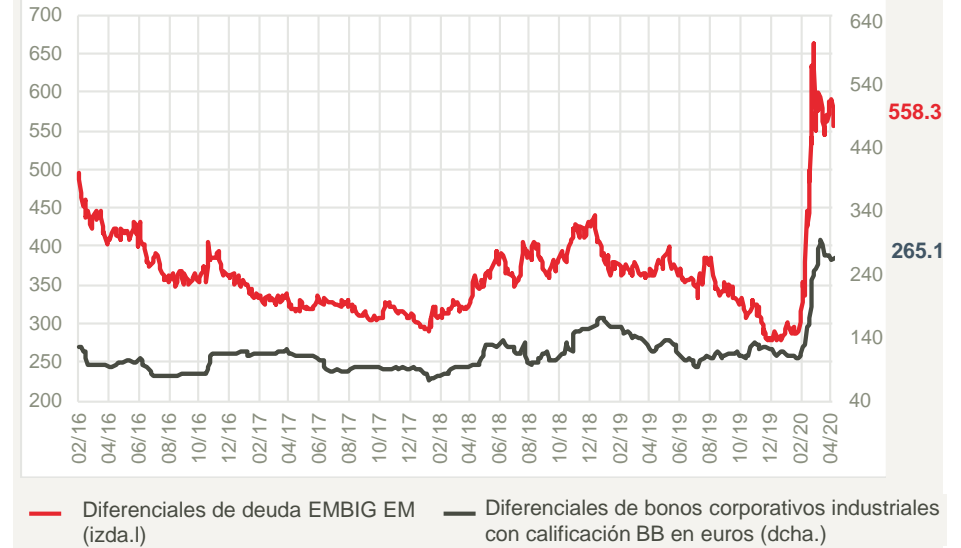
La deuda denominada en dólares estadounidense parece atractiva por el *carry*

Rentabilidad de la renta variable de los principales mercados emergentes



■ Rent. YTD 2020 (divisa local) ■ Rentabilidad MTD 2020 (divisa local)

Diferenciales de la deuda de mercados emergentes frente a los diferenciales de los bonos corporativos industriales BB en euros



- La renta variable de los mercados emergentes mundiales se comportó relativamente bien, comparado con la de los mercados desarrollados.
- La deuda en dólares ha quedado rezagada con respecto a otras clases de activos, ya que los flujos siguen siendo desfavorables.
- Pero el *carry* es atractivo y la rentabilidad de la clase de activos sigue a la zaga.

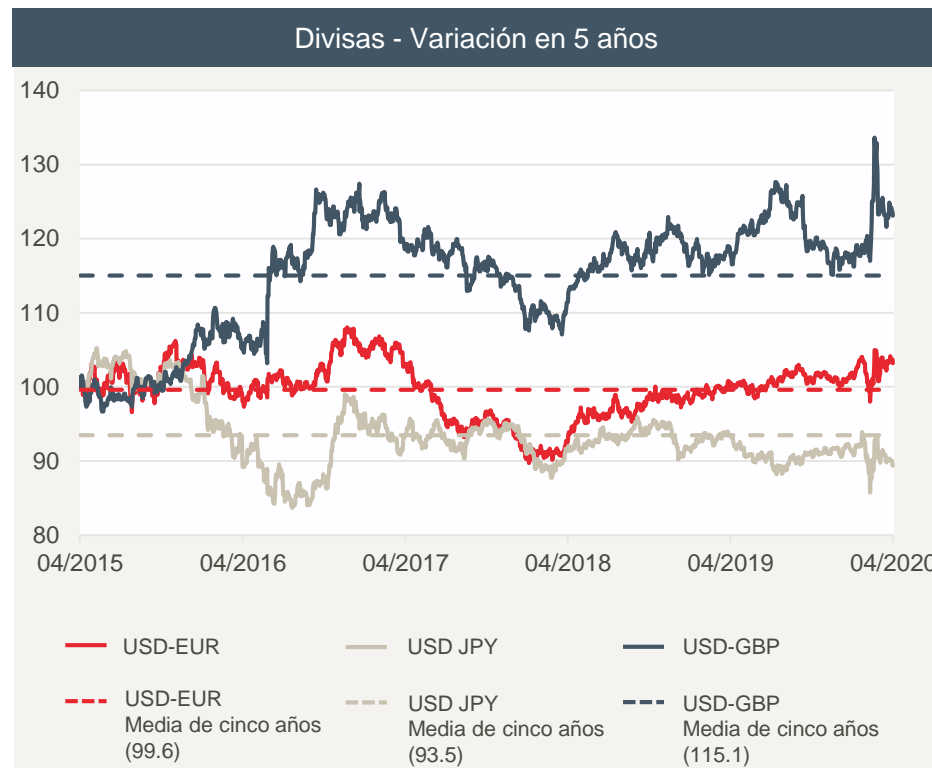
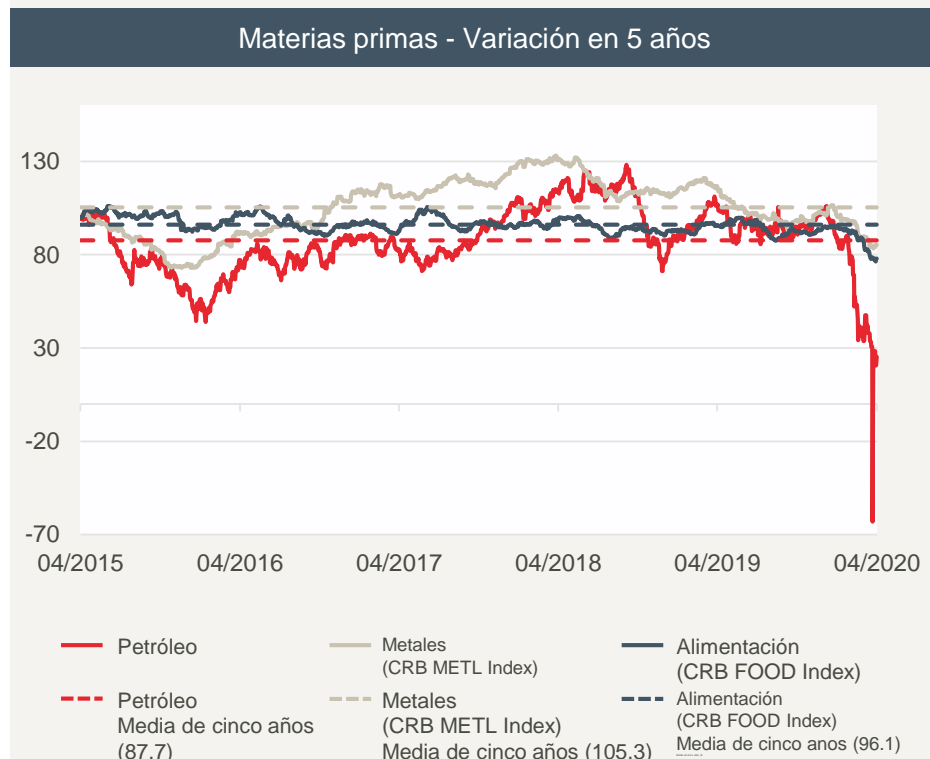
La rentabilidad histórica no es una indicación de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.

Fuentes: Bloomberg, ODDO BHF AM SAS | Datos a 05/05/2020





El petróleo, afectado por el efecto «supercontango» y shocks de oferta y demanda



- Las cotizaciones del petróleo WTI se hundieron temporalmente hasta los -37 dólares, nivel sin precedentes, para el futuro a un mes, debido al enorme exceso de oferta, la reducida capacidad de almacenamiento disponible y el posicionamiento de los inversores ante el «supercontango».
- Mientras que se espera una demanda sumamente débil por ahora, el shock de la oferta supone un autocorrectivo.
- La capacidad de almacenamiento al completo y la fuerte subida de precios por ello, la quiebra de los productores de esquisto y los esfuerzos de la OPEP+ para seguir reduciendo la producción probablemente eliminarán el exceso lentamente y desestabilizarán los precios.

**La rentabilidad histórica no es una indicación de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.**

Fuentes: Bloomberg, ODDO BHF AM SAS | Datos a 30/04/2020

# Nuestras publicaciones sobre finanzas sostenibles



*Sustainable finance: ODDO BHF AM's approach*



[Ir al sitio](#)

*Sustainable finance, basics*



[Ir al sitio](#)

*Integration of ESG criteria at ODDO BHF AM*



[Ir al sitio](#)

*ESG flash - Resilience*



[Ir al sitio](#)



## ODDO BHF Polaris Moderate

*Calificado con 5 estrellas por Morningstar, un fondo que ha demostrado ser resistente a la crisis de la Corona*

The screenshot shows the ODDO BHF ASSET MANAGEMENT logo in the top left. On the right, it lists office locations: Düsseldorf, Frankfurt am Main, and Paris, with the date 30 April 2020. A red banner reads 'PRODUCT INFORMATION'. Below this, there are five red stars and the text 'MORNINGSTAR™ (1)'. A risk/reward scale is shown with seven circles, where the third circle (labeled '3') is highlighted. The background of the lower part of the screenshot features a measuring tape on a wooden surface.



[Ir al sitio](#)

**La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo. Este fondo presenta un riesgo de pérdida de capital**

[Haga clic aquí para acceder a más información sobre el fondo.](#)



# Nuestra selección de fondos ODDO BHF Asset Management



Fondo	Código ISIN	Estrellas	Rentabilidad desde el principio de año	Rentabilidades desde su creación		Rentabilidades de periodos naturales			Rentabilidad anual (periodos sucesivos de 12 meses)					Volatilidad
				Creación	Anualiz.	2019	2018	2017	30/04/2019 a 30/04/2020	30/04/2018 a 30/04/2019	30/04/2017 a 30/04/2018	30/04/2016 a 30/04/2017	30/04/2015 a 30/04/2016	1 año
<b>TEMÁTICO</b>														
▶ ODDO BHF Artificial Intelligence CR-EUR	LU1919842267		-7,5%	14/01/2019	12,5%	-	-	-	0,1%	-	-	-	-	24,0%
<b>RENTA VARIABLE - GESTIÓN FUNDAMENTAL</b>														
<b>GRAN CAPITALIZACIÓN</b>														
ODDO BHF Génération CR-EUR	FR0010574434	★★★	-19,2%	17/06/1996*	6,6%	21,0%	-20,2%	15,7%	-17,3%	-5,3%	1,4%	26,2%	-9,2%	28,8%
<b>MEDIA CAPITALIZACIÓN</b>														
▶ ODDO BHF Avenir Europe CR-EUR	FR0000974149	★★★★	-13,9%	25/05/1999	8,4%	29,6%	-13,6%	21,0%	-5,6%	3,4%	5,8%	23,5%	-1,9%	27,6%
ODDO BHF Avenir Euro CR-EUR	FR0000990095	★★★★	-14,2%	30/12/1998	9,8%	30,9%	-18,4%	23,9%	-6,8%	-0,8%	7,2%	24,2%	-1,3%	26,6%
ODDO BHF Avenir CR-EUR	FR0000989899	★★★★★	-17,0%	14/09/1992	11,9%	31,9%	-21,1%	20,7%	-10,6%	-2,9%	4,8%	27,6%	2,7%	27,7%
<b>PEQUEÑA CAPITALIZACIÓN</b>														
ODDO BHF Active Small Cap CR-EUR	FR0011606268	★★★★	-10,1%	26/11/2013	8,9%	36,5%	-27,9%	24,4%	-0,2%	-12,6%	9,9%	28,1%	1,0%	24,8%
ODDO BHF Euro Small Cap CR-EUR	LU0269724349	★★	-18,1%	15/11/2006	2,1%	26,9%	-24,4%	17,2%	-13,2%	-9,2%	4,7%	18,3%	-3,6%	27,9%
<b>TEMÁTICO</b>														
▶ ODDO BHF Immobilier CR-EUR	FR0000989915	★★★	-20,7%	14/09/1989	8,1%	23,0%	-8,0%	16,9%	-12,9%	1,5%	14,5%	4,5%	2,7%	27,8%
ODDO BHF European Banks CR-EUR	FR0010493957	★	-36,4%	10/08/2007	-0,6%	17,0%	-29,3%	12,0%	-36,7%	-16,1%	1,4%	19,2%	-28,1%	37,6%
ODDO BHF Algo Europe CRW-EUR	DE0008478181	★★★	-20,9%	31/07/2004	5,6%	26,0%	-14,7%	14,4%	-15,4%	-0,5%	5,5%	12,4%	-8,9%	27,1%

\* Fecha de lanzamiento de la estrategia

**La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.**

**Todos los fondos presentan un riesgo de pérdida de capital.**

Fuente: ODDO BHF AM SAS. Datos a 30/04/2020

# Nuestra selección de fondos ODDO BHF Asset Management



Fondo	Código ISIN	Estrellas	Rentabilidad desde el principio de año	Rentabilidades desde su creación		Rentabilidades de periodos naturales			Rentabilidad anual (periodos sucesivos de 12 meses)					Volatilidad 1 año
				Creación	Anualiz.	2019	2018	2017	30/04/2019 a 30/04/2020	30/04/2018 a 30/04/2019	30/04/2017 a 30/04/2018	30/04/2016 a 30/04/2017	30/04/2015 a 30/04/2016	
<b>TIPOS/CRÉDITO</b>														
<b>CRÉDITO EN EUROS</b>														
ODDO BHF Euro Corporate Bond CR-EUR	LU0145975222	★★	-3,8%	19/03/2002	3,3%	6,0%	-2,6%	2,3%	-1,5%	1,8%	0,6%	1,9%	0,0%	6,7%
▶ ODDO BHF Euro Credit Short Duration DR-EUR	LU0628638974	★★	-4,9%	24/08/2011	1,2%	1,9%	-2,2%	0,5%	-4,7%	-0,2%	0,0%	1,6%	0,3%	7,5%
<b>CREDITOS GLOBAL</b>														
ODDO BHF Global Credit Short Duration CR-EUR	LU1833930495		-4,8%	07/11/2018	-2,2%	-	-	-	-4,2%	-	-	-	-	7,6%
<b>ALTO RENDIMIENTO (HIGH YIELD)</b>														
ODDO BHF Haut Rendement 2023 CR-EUR	FR0013173416		-11,5%	09/12/2016	-2,1%	6,6%	-7,4%	5,6%	-10,8%	-1,0%	1,9%	-	-	13,7%
ODDO BHF Haut Rendement 2025 CR-EUR	FR0013300688		-14,8%	12/01/2018	-5,4%	9,3%	-	-	-13,1%	1,0%	-	-	-	18,6%
ODDO BHF Euro High Yield Bond CR-EUR	LU0115290974	★★★	-7,4%	14/08/2000	4,9%	7,4%	-3,6%	4,4%	-4,9%	1,3%	1,8%	6,5%	0,9%	13,4%
<b>RENTABILIDAD TOTAL</b>														
▶ ODDO BHF Credit Opportunities CR-EUR	LU1752460292		-3,4%	30/12/2016*	1,6%	6,9%	-4,9%	3,5%	-0,4%	-0,8%	1,9%	-	-	5,7%

\* Fecha de modificación de la estrategia

**La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo. Todos los fondos presentan un riesgo de pérdida de capital.**

Fuente: ODDO BHF AM SAS. Datos a 30/04/2020

# Nuestra selección de fondos ODDO BHF Asset Management



Fondo	Código ISIN	MS Estrellas	Rentabilidad desde el principio de año	Rentabilidades desde su creación		Rentabilidades de periodos naturales			Rentabilidad anual (periodos sucesivos de 12 meses)					Volatilidad
				Creación	Anualiz.	2019	2018	2017	30/04/2019 a 30/04/2020	30/04/2018 a 30/04/2019	30/04/2017 a 30/04/2018	30/04/2016 a 30/04/2017	30/04/2015 a 30/04/2016	
<b>BONOS CONVERTIBLES</b>														
ODDO BHF European Convertibles CR-EUR	FR0010297564	★	<b>-6,9%</b>	12/04/2006	0,6%	6,8%	-7,5%	-1,1%	-5,6%	-1,7%	-4,0%	3,6%	-7,8%	8,7%
ODDO BHF European Convertibles Moderate CR-EUR	FR0000980989	★★★	<b>-5,1%</b>	14/09/2000	2,2%	6,3%	-6,4%	-1,2%	-3,6%	-1,5%	-3,1%	2,9%	-5,9%	6,7%
ODDO BHF Convertible Global CR-EUR	LU1493433004	★★	<b>-6,6%</b>	31/12/2013	0,7%	11,6%	-7,0%	4,0%	-3,6%	0,4%	1,3%	3,5%	-6,7%	12,0%
<b>GESTIÓN DIVERSIFICADA</b>														
<b>MODERADO</b>														
ODDO BHF Polaris Moderate DRW-EUR	DE000A0D95Q0	★★★★★	<b>-2,7%</b>	15/07/2005	2,7%	8,6%	-2,3%	2,5%	0,8%	3,4%	-1,1%	3,8%	0,0%	8,3%
<b>FLEXIBLE</b>														
ODDO BHF ProActif Europe CR-EUR	FR0010109165	★★★★	<b>-3,2%</b>	10/09/2004	4,2%	5,2%	-7,7%	3,9%	-4,5%	-0,5%	-1,2%	6,8%	-5,2%	12,2%
<b>EQUILIBRADO</b>														
▶ ODDO BHF Polaris Balanced (DRW-EUR)	LU0319574272	★★★★★	<b>-7,2%</b>	24/10/2007	4,0%	17,8%	-5,9%	7,3%	-3,3%	7,8%	0,2%	10,0%	-3,0%	15,6%
<b>DINÁMICO</b>														
ODDO BHF Polaris Dynamic (DRW-EUR)	LU0319577374	★★★★★	<b>-1,1%</b>	22/10/2007	4,7%	25,0%	-11,7%	10,1%	5,2%	6,5%	-0,5%	11,5%	-2,1%	20,5%

La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.

Fuente: ODDO BHF AM SAS. Datos a 30/04/2020

# Registro de fondos en el extranjero y categorías de Morningstar™



Fondo	Categoría de Morningstar															
ODDO BHF Génération	Renta variable zona euro cap. flex.	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X
ODDO BHF Avenir Europe	Renta variable Europa cap. flex.	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X		
ODDO BHF Avenir Euro	Renta variable zona euro med. cap.	X	X		X	X	X		X			X		X		
ODDO BHF Avenir	Renta variable Francia peq. y med. cap.	X	X		X	X	X		X							X
ODDO BHF Euro Small Cap	Renta variable zona euro peq. cap.	X	X		X		X	X			X	X	X	X	X	X
ODDO BHF Active Small Cap	Renta variable zona euro peq. cap.	X	X		X	X	X	X	X				X	X		
ODDO BHF ProActif Europe	Asignación EUR flexible	X	X	X	X	X	X	X		X			X	X		
ODDO BHF European Banks	Renta variable sector finanzas		X		X	X	X									X
ODDO BHF Immobilier	Sector inmobiliario - Indirecto zona euro	X	X		X	X	X			X				X		
ODDO BHF Euro Corporate Bond	Renta fija EUR deuda privada	X	X		X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X
ODDO BHF Euro Credit Short Duration	Renta fija EUR high yield	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X
ODDO BHF Global Credit Short Duration	Renta fija con fecha objetivo	X	X		X	X	X	X								X
ODDO BHF Haut Rendement 2021	Renta fija con fecha objetivo	X			X	X	X			X					X	
ODDO BHF Haut Rendement 2023	Renta fija con fecha objetivo	X	X	X	X	X	X	X		X		X	X	X	X	X
ODDO BHF Haut Rendement 2025	Renta fija EUR high yield	X	X		X	X	X	X		X			X	X	X	X
ODDO BHF Euro High Yield Bond	Alt- – Long/Short bonos	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X
ODDO BHF Credit Opportunities	Asignación EUR flexible	X	X		X	X	X	X		X	X		X	X	X	

Fuente: ODDO BHF AM SAS, datos a 31/03/2020

# Registro de fondos en el extranjero y categorías de MorningstarTM



Fondo	Categoría de Morningstar															
ODDO BHF Algo Europe	Renta variable Europa – large cap. Mixte	X	X		X	X	X	X						X		
ODDO BHF European Convertibles	Convertibles - Europa	X	X		X	X	X		X					X		
ODDO BHF European Convertibles Moderate	Convertibles - Europa	X	X	X	X	X	X		X	X				X		
ODDO BHF Polaris Moderate	Allocation EUR Prudente	X	X	X	X	X	X	X		X			X	X		
ODDO BHF Polaris Balanced	Allocation EUR Moderata – Internacional	X	X		X	X	X	X						X		
ODDO BHF Polaris Dynamic	Allocation EUR Dinamica – Internacional	X	X		X	X	X	X						X		
ODDO BHF Artificial Intelligence	Renta variable Internacional – large cap	X	X	X	X	X	X	X		X			X	X	X	X

Fuente: ODDO BHF AM SAS, datos a 31/03/2020





<b>Cálculo de rentabilidades</b>	<p>Las rentabilidades acumuladas de los fondos se han calculado con los dividendos reinvertidos. Las rentabilidades anuales se calculan sobre una base anual de 365 días. Las diferencias de rentabilidad del fondo con respecto a su índice de referencia son diferencias aritméticas. Los indicadores estáticos se calculan generalmente con carácter trimestral, los viernes, o en su defecto, el día anterior a la valoración.</p>
<b>Volatilidad</b>	<p>La volatilidad es un indicador de riesgo que mide el grado en que una cartera (o índice) sube o baja durante un período determinado. Corresponde a la desviación típica anualizada de las rentabilidades absolutas durante un período determinado.</p>
<b>Diferencial de crédito (prima de crédito)</b>	<p>El diferencial de crédito designa a la prima de riesgo o al diferencial entre los rendimientos de los bonos corporativos y la deuda pública con características similares.</p>
<b>Investment grade</b>	<p>Los bonos de categoría de inversión (investment grade) son bonos emitidos por prestatarios con un calificación entre AAA y BBB- por las agencias de calificación, según la escala de Standard &amp; Poor's o equivalente.</p>
<b>High yield</b>	<p>Los bonos high yield o de alto rendimiento son bonos de carácter especulativo con una calificación inferior a BBB- otorgada por Standard &amp; Poor's o equivalente.</p>
<b>Ratio precio-beneficio</b>	<p>El ratio precio-beneficio de una acción es igual a la relación entre el precio de la acción y el beneficio por acción. También se le denomina múltiplo de capitalización de beneficios. Depende principalmente de tres factores: el crecimiento de los beneficios futuros de la empresa en cuestión, el riesgo asociado a dichas previsiones y el nivel de los tipos de interés.</p>

# En esta edición del Monthly Investment Brief han contribuido



## **Nicolas Chaput**

Consejero delegado  
y Director de inversiones adjunto  
ODDO BHF AM

## **Emmanuel Chapuis, CFA**

Codirector mundial de renta variable  
fundamental  
ODDO BHF AM

## **Matthieu Barriere, CFA**

Gestor de carteras multiactivos  
ODDO BHF AM SAS

## **Pia Froeller**

Director de productos  
de asignación de activos  
ODDO BHF AM GmbH

## **Janis Heck**

Gestor de carteras High Yield  
ODDO BHF AM GmbH

## **Laurent Denize**

Director de inversiones adjunto global  
ODDO BHF AM

## **Agathe Schittly**

Global directora de marketing  
ODDO BHF

## **Bjoern Bender, CFA**

Director de productos de renta fija  
ODDO BHF AM GmbH

## **Romain Gaugry**

Gestor de carteras multiactivos  
ODDO BHF AM SAS

## **Gunther Westen**

Director global de asignación de activos  
ODDO BHF AM

## **Laure de Nadaillac**

Marketing y estrategia  
ODDO BHF AM SAS

## **Jérémy Tribaudeau**

Director de productos de renta variable  
ODDO BHF AM SAS

## **Pierre Mathis**

Gestor de productos multiactivos  
ODDO BHF AM SAS



ODDO BHF AM es la división de gestión de activos del Grupo ODDO BHF. ODDO BHF AM es la marca común de cuatro sociedades de gestión jurídicamente distintas: ODDO BHF AM SAS (Francia), ODDO BHF AM GmbH (Alemania), ODDO BHF Private Equity SAS (Francia) y ODDO BHF AM Lux (Luxemburgo).

Este documento tiene carácter promocional y ha sido creado por ODDO BHF ASSET MANAGEMENT. Su entrega a los inversores corresponde a cada entidad comercializadora, distribuidor o asesor.

**Se recomienda a los posibles inversores que consulten a un asesor de inversiones antes de suscribirse al fondo regulado por la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia (AMF), la Comisión de Supervisión del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF) o la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin). Los inversores deben tener en cuenta que los fondos conllevan un riesgo de pérdida del capital, así como diversos riesgos relacionados con los instrumentos y estrategias incluidos en la cartera. Si deciden suscribirse, los inversores deben consultar obligatoriamente el Documento de datos fundamentales para el inversor o el Folleto de la IIC para conocer con exactitud los riesgos que comporta la inversión.** El valor de la inversión puede incrementarse o disminuir, y es posible que no pueda recuperar la totalidad de la cantidad invertida. La inversión debe realizarse atendiendo a sus objetivos de inversión, su horizonte de inversión y su capacidad de asumir el riesgo relacionado con la transacción. ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS no se hace responsable tampoco de los daños directos o indirectos derivados del uso de la presente publicación o de la información que figura en la misma. La información se ofrece a título indicativo y está sujeta a cambio en todo momento sin previo aviso.

Se recuerda que la rentabilidad histórica no es una indicación de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo. La rentabilidad se indica una vez descontados los gastos, salvo los posibles gastos de suscripción cobrados por el distribuidor y los impuestos locales. Las opiniones expresadas en el presente documento corresponden a nuestras previsiones de mercado en el momento de la publicación del documento, pueden variar en función de las condiciones de mercado y no comprometen en ningún caso la responsabilidad contractual de ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. Los valores liquidativos que figuran en el presente documento se ofrecen únicamente a título indicativo. El valor liquidativo válido será el que figure en la notificación de operación y los extractos. Las suscripciones y los reembolsos de IIC se realizan a un valor liquidativo desconocido.

El Documento de datos fundamentales para el inversor y el folleto se encuentran disponibles de forma gratuita en ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o en [am.oddo-bhf.com](http://am.oddo-bhf.com) así como en los distribuidores autorizados. Los informes anual y semestral pueden obtenerse de forma gratuita en ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o en su sitio web [am.oddo-bhf.com](http://am.oddo-bhf.com), o bien mediante solicitud a ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH.

A partir del 3 de enero de 2018, cuando OBAM preste servicios de asesoramiento de inversión, tenga en cuenta que este seguirá prestándose de forma no independiente de conformidad con la directiva europea 2014/65/UE («directiva MiFID II»). Tenga en cuenta asimismo que todas las recomendaciones efectuadas por OBAM seguirán siendo realizándose a efectos de diversificación

## ODDO BHF Asset Management SAS (France)

Sociedad gestora de carteras autorizada por la Autoridad de Mercados Financieros (AMF) con el n.º 99011.

Constituida en forma de sociedad por acciones simplificada con un capital de 9.500.000 EUR. Inscrita en el Registro Mercantil de París con el n.º 340 902 857.

12, boulevard de la Madeleine - 75440 París Cedex 09 Francia - Tel.: 33 (0)1 44 51 85 00

[am.oddo-bhf.com](http://am.oddo-bhf.com)

