



ODDO BHF AM - Estrategia de inversión

Septiembre de 2019 – ¿Qué nos depara el futuro?

Nicolas Chaput, consejero delegado (CEO) global

Bruno Cavalier, economista jefe, ODDO BHF

Laurent Denize, Global Co-CIO



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 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.

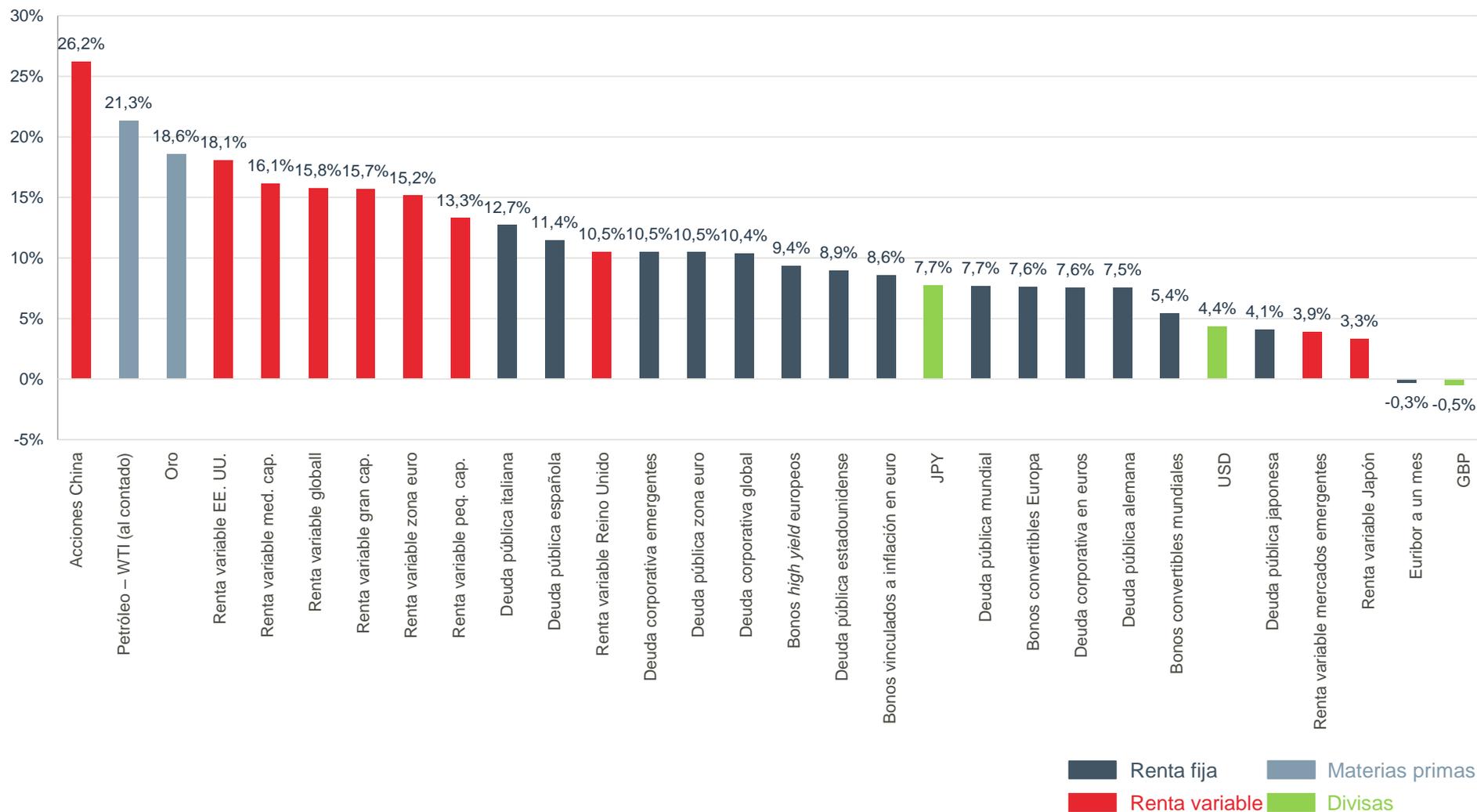
El Documento de datos fundamentales para el inversor y el folleto se encuentran disponibles de forma gratuita en ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o en am.oddo-bhf.com así como en los distribuidores autorizados. Los informes anual y semestral pueden obtenerse de forma gratuita en ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o en su sitio web am.oddo-bhf.com.

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.



- 01** Entorno macroeconómico
- 02** Valoraciones
- 03** Algunas tendencias a largo plazo
- 04** Nuestro posicionamiento

Todas las clases de activos van bien, mientras aumentan las dudas sobre la economía



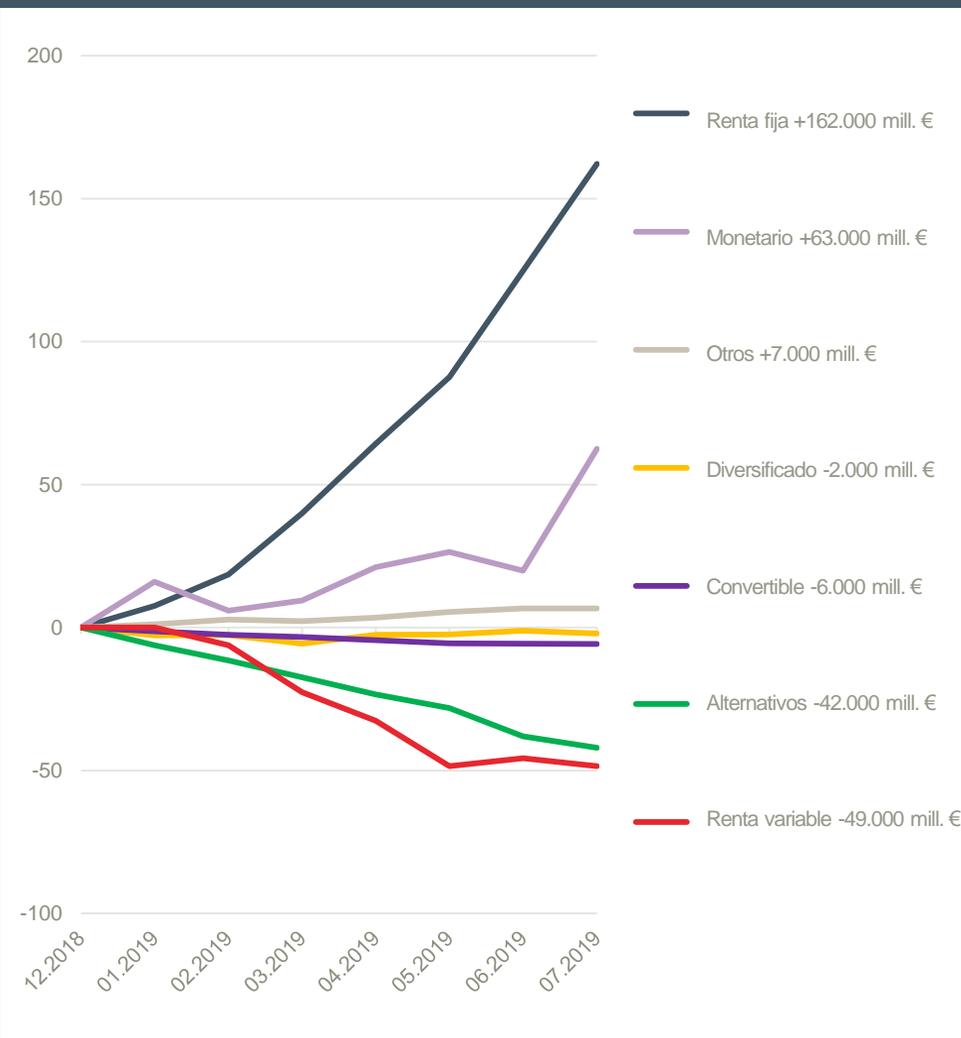
La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.

Fuentes: Bloomberg y BoA ML. Datos a 31/8/2019, rentabilidades expresadas en divisa local

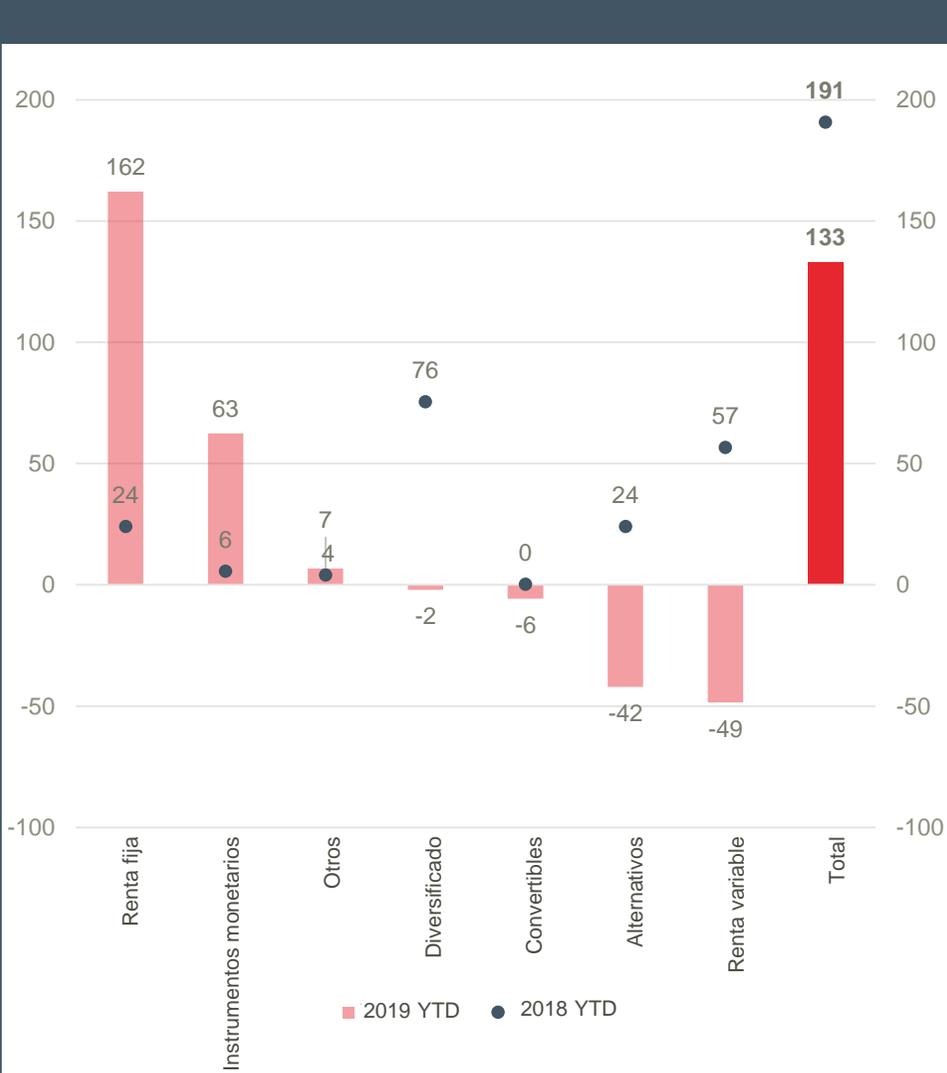
Desde principios de año, los inversores se han centrado en activos de bajo riesgo



Flujo de fondos abiertos en lo que va de 2019 (excepto ETF): total + 133.000 mill. €



YTD 2018 + 191.000 mill. € frente a YTD 2019 + 133.000 mill. €



Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Morningstar. Datos a 31/7/2019.

ENTORNO MACROECONÓMICO

Crisis de gobierno y riesgo económico

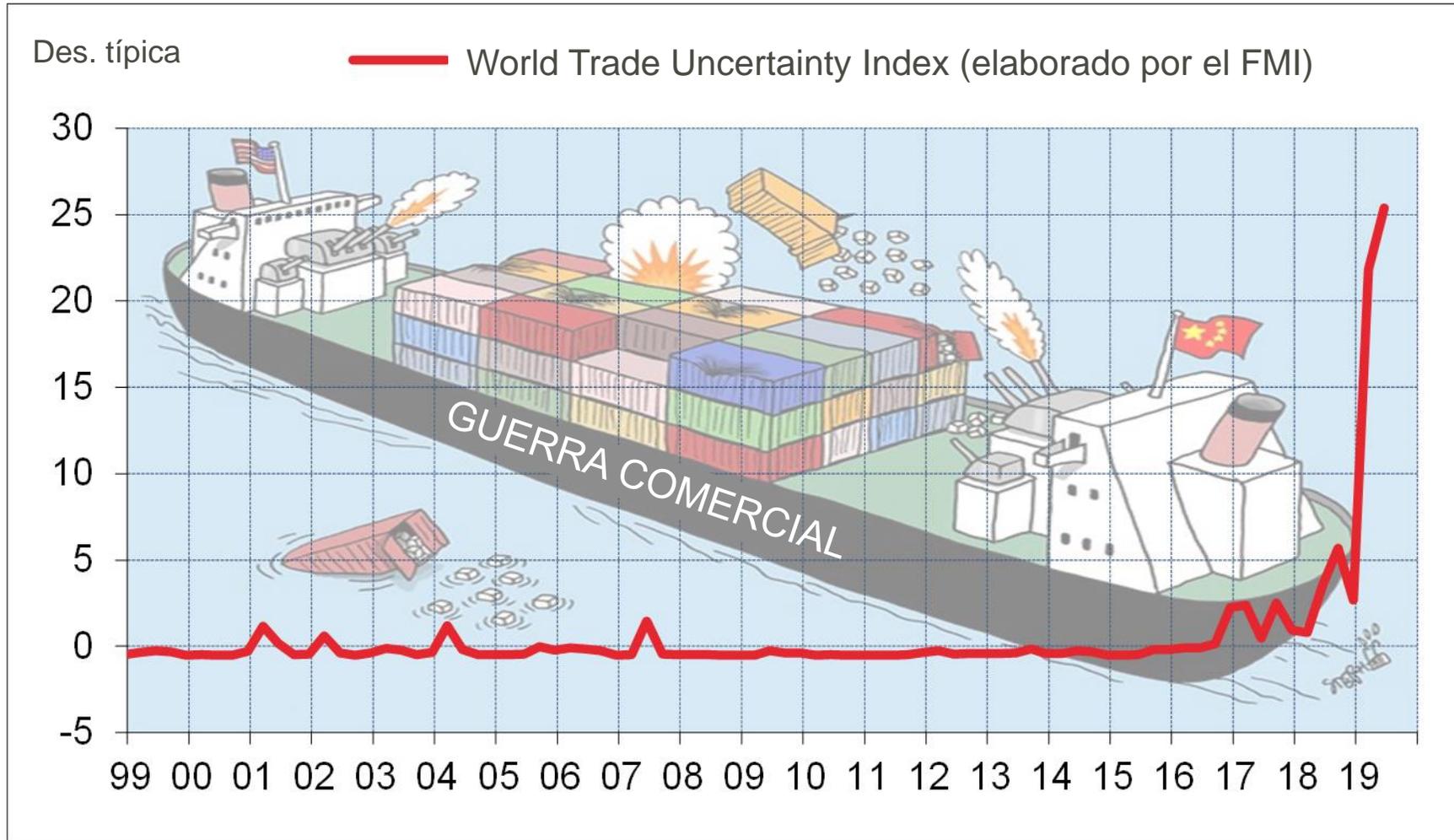
Bruno Cavalier, economista jefe, ODDO BHF

01

¿Quién es nuestro mayor enemigo?
(Trump, Xi, Powell, tres hombres en un barco)

Comercio mundial – Un cambio de paradigma

Por primera vez desde hace décadas, las reglas del comercio mundial se han visto tan afectadas (aranceles, organización de las cadenas de producción, tratados de libre comercio) que la incertidumbre provocada se ha convertido en un elemento central de las condiciones macroeconómicas.

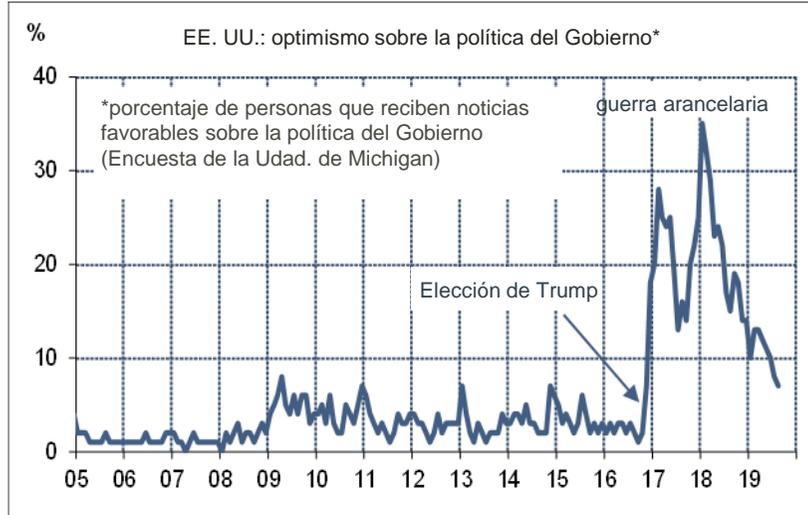


Trump y la economía – Una combinación explosiva

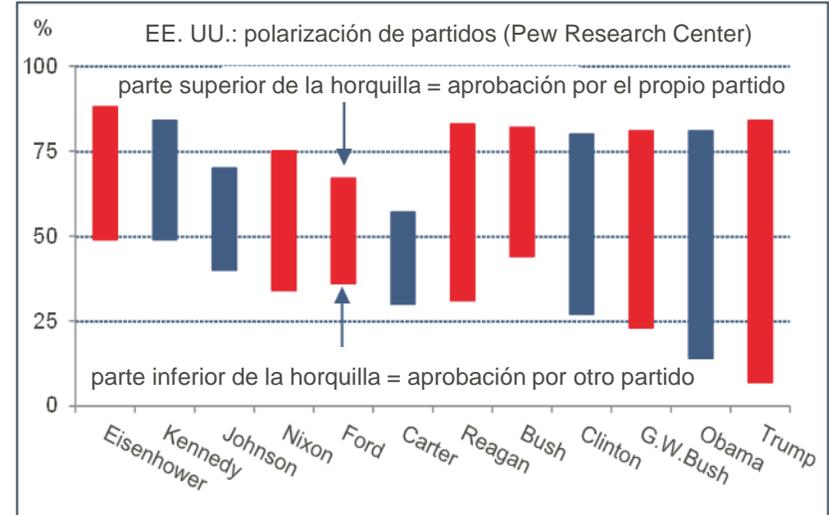


La elección de Trump provocó un *feel-good factor* (bajadas de impuestos) ① . La guerra de aranceles y *government shutdown* tuvieron el efecto contrario ② . Antes de Trump, ningún presidente había provocado tanta polarización ③ . Sin embargo, su política contra China cuenta con el apoyo de la opinión pública, mucho más allá de sus seguidores ④ .

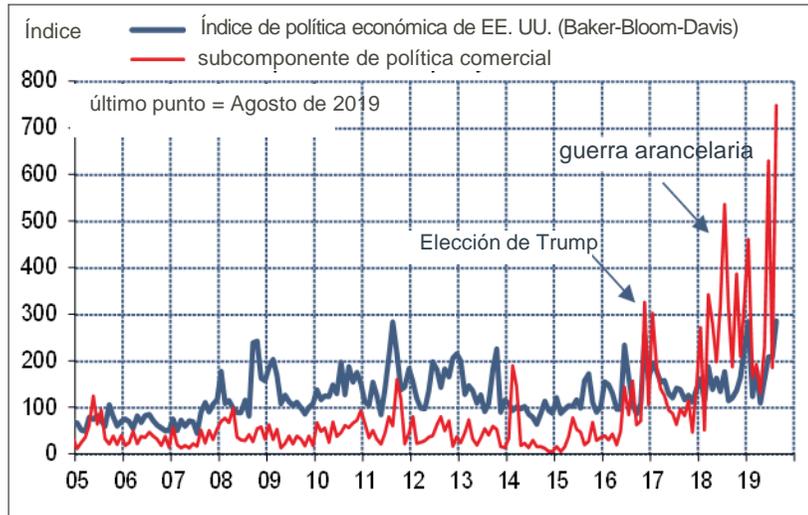
①



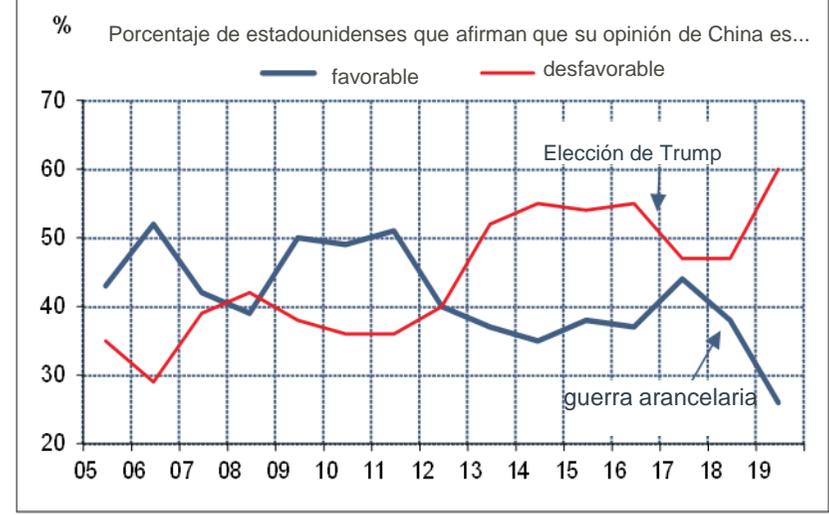
③



②



④



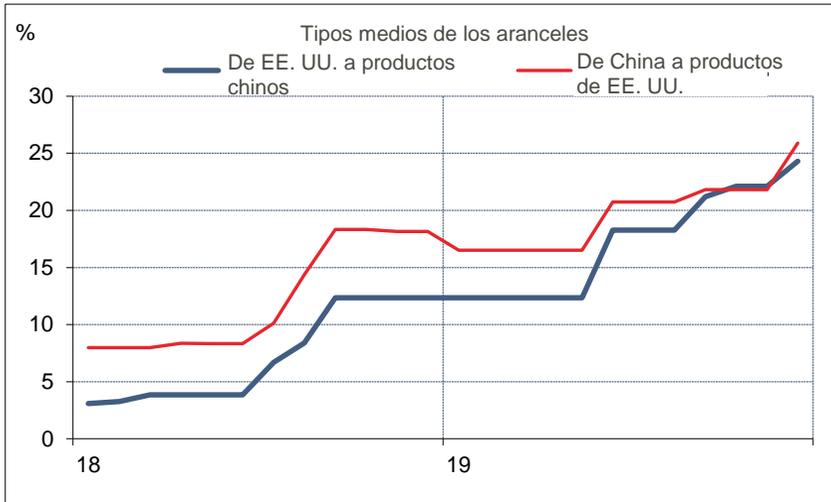
Fuente: Thomson Reuters, ODDO BHF

Guerra de aranceles entre EE. UU. y China – En el punto de no retorno



Los aranceles son cada vez elevados ① y se aplican a cada vez más productos importados de China ② Esto reduce el volumen de intercambios ③. Es lógico. Pero no reducen los déficits comerciales de Estados Unidos con respecto al resto del mundo ni con China ④.

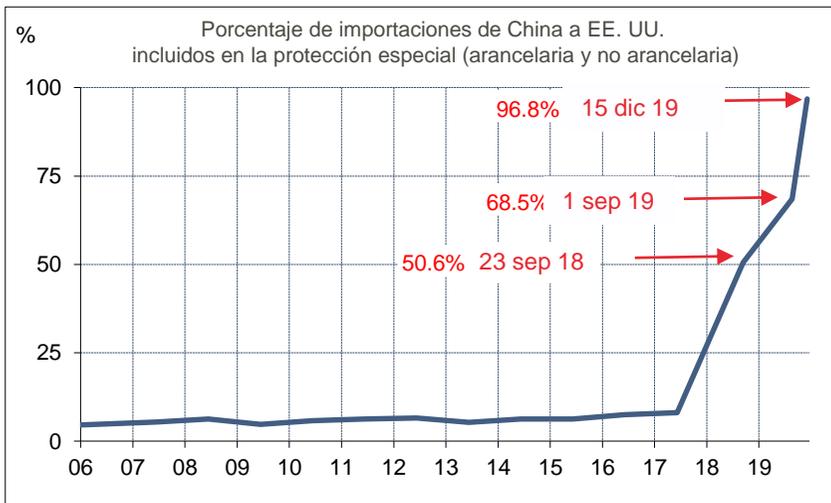
①



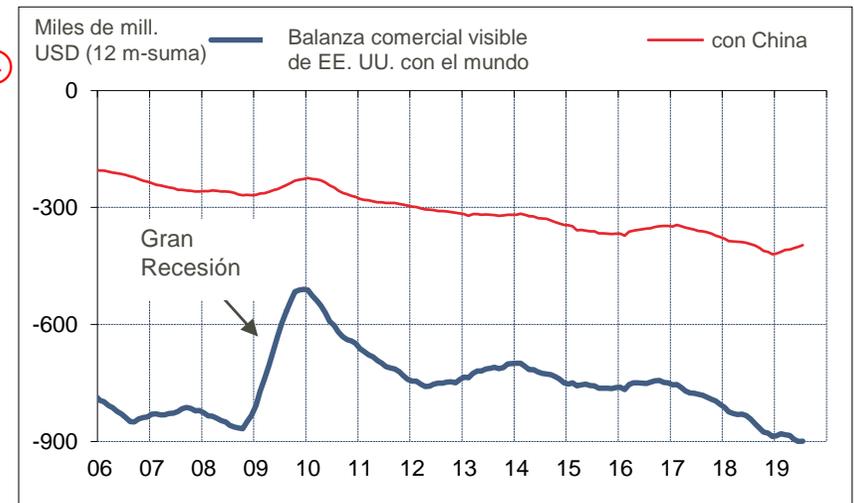
③



②



④



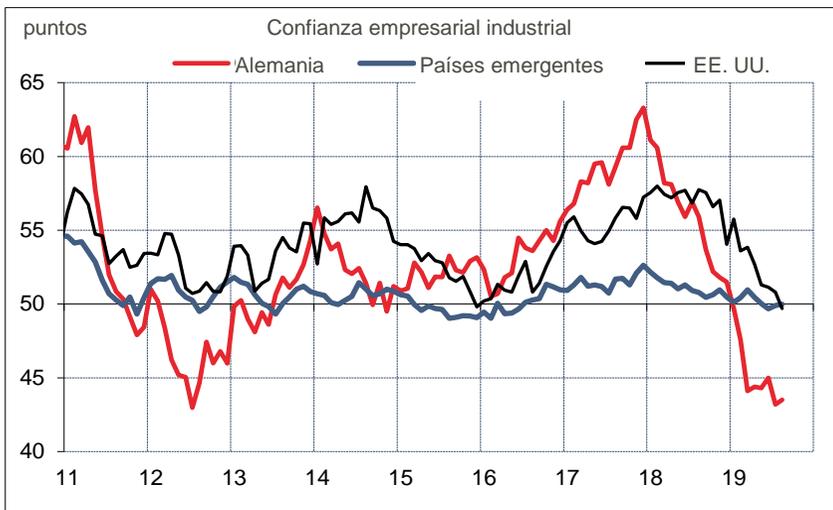
Fuente: Thomson Reuters, PIIE, ODDO BHF

Impacto económico – El ejemplo de la industria

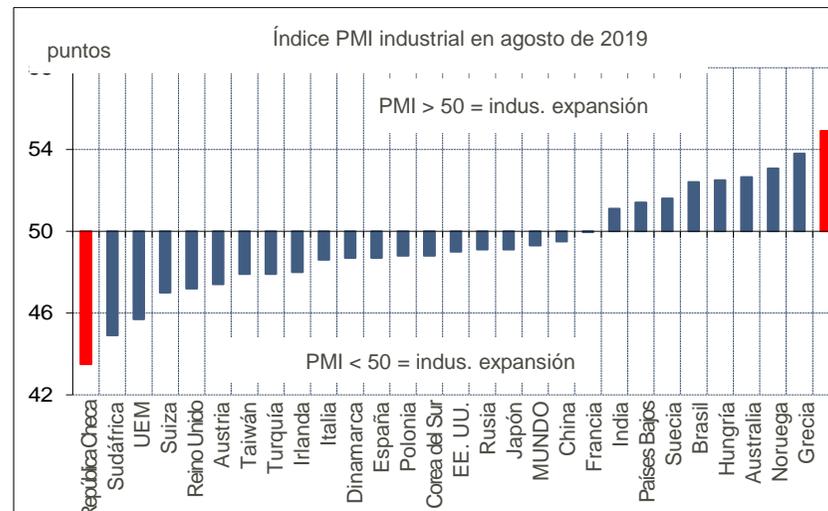


La confianza de la industria manufacturera siguió disminuyendo durante el verano, especialmente en Estados Unidos ①. En la gran mayoría de países, los empresarios describen la situación de recesión ②, especialmente alarmante en Alemania ③. Resulta muy inquietante teniendo en cuenta el peso de la industria en el PIB alemán ④.

①



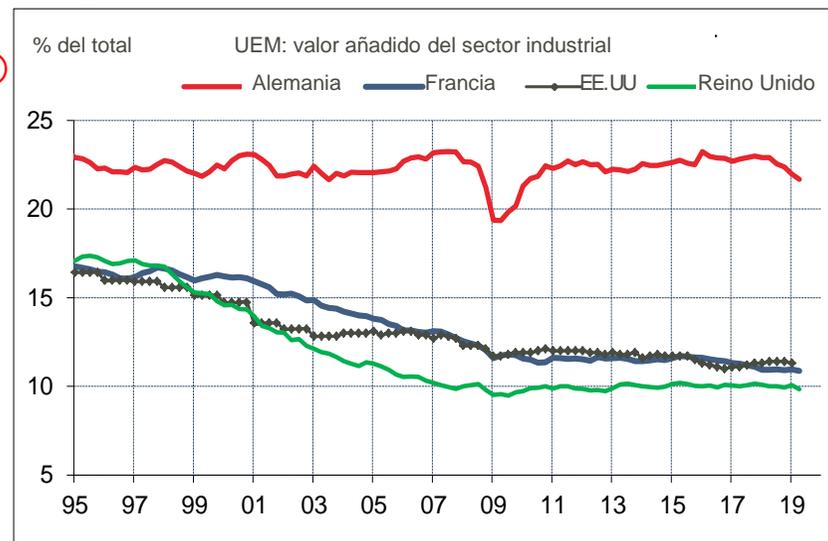
③



②



④



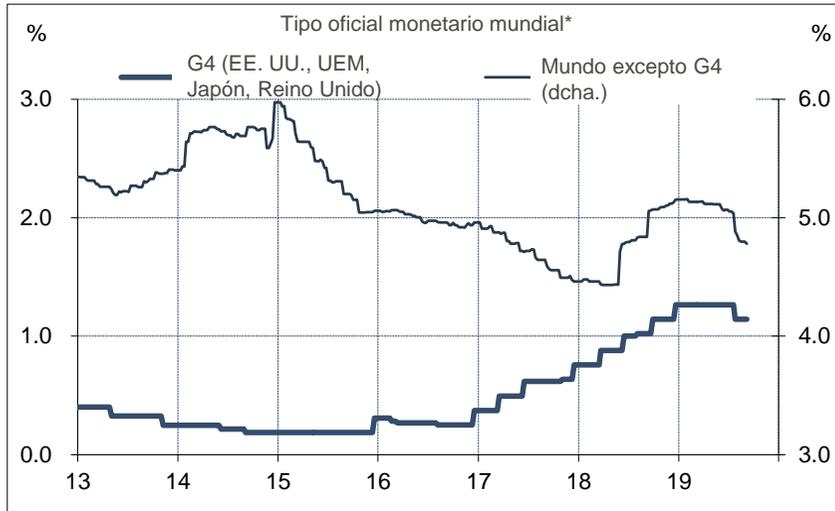
Fuente: Thomson Reuters, PIIE, ODDO BHF

Impacto financiero – Los bancos centrales al rescate



Ante el *shock* de incertidumbre, las políticas monetarias se han relajado o se van a relajar ①. Los mercados esperan mucho más, lo que lastra los tipos a largo plazo ②. Los tipos «protegen» las valoraciones, pero con más volatilidad ③. El dólar está caro... lo que molesta a Trump ④.

①



③



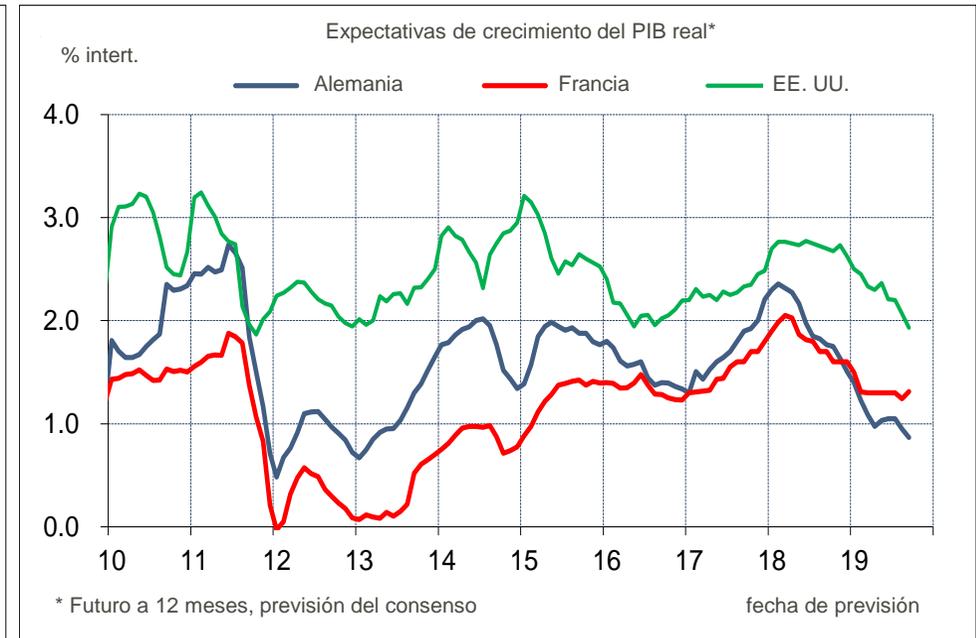
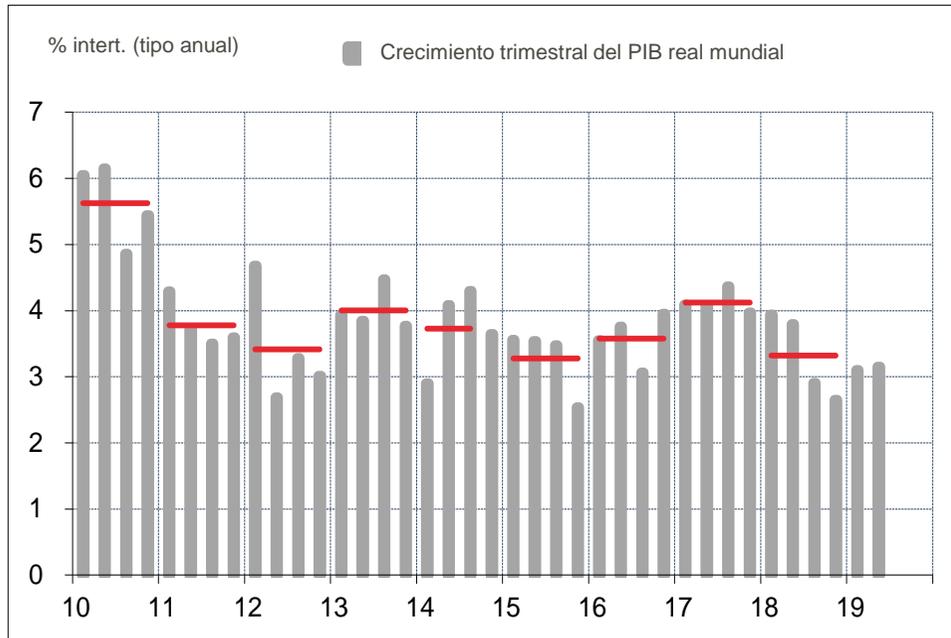
④



Situación macro global

(recesión y miedo a la recesión)

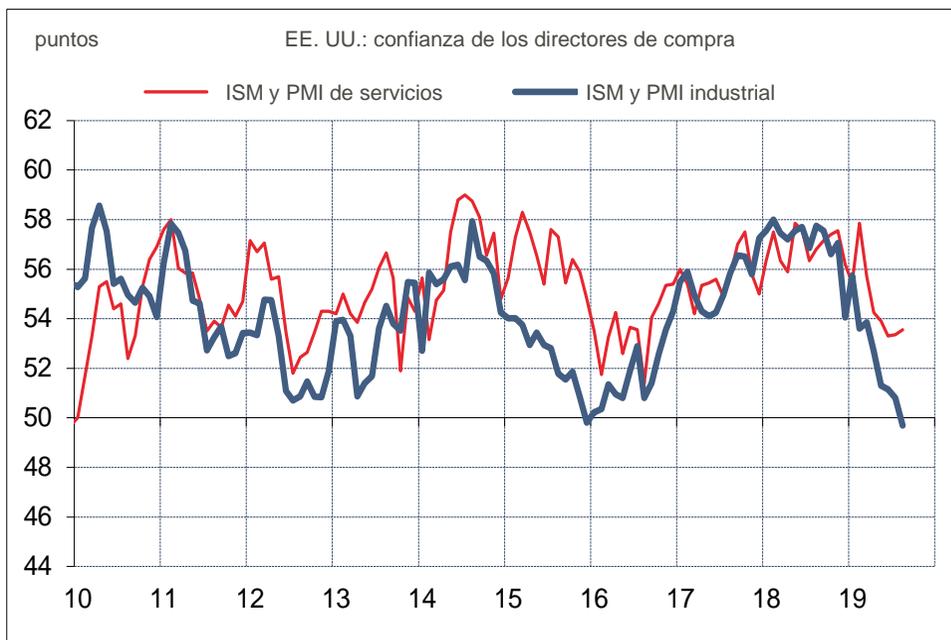
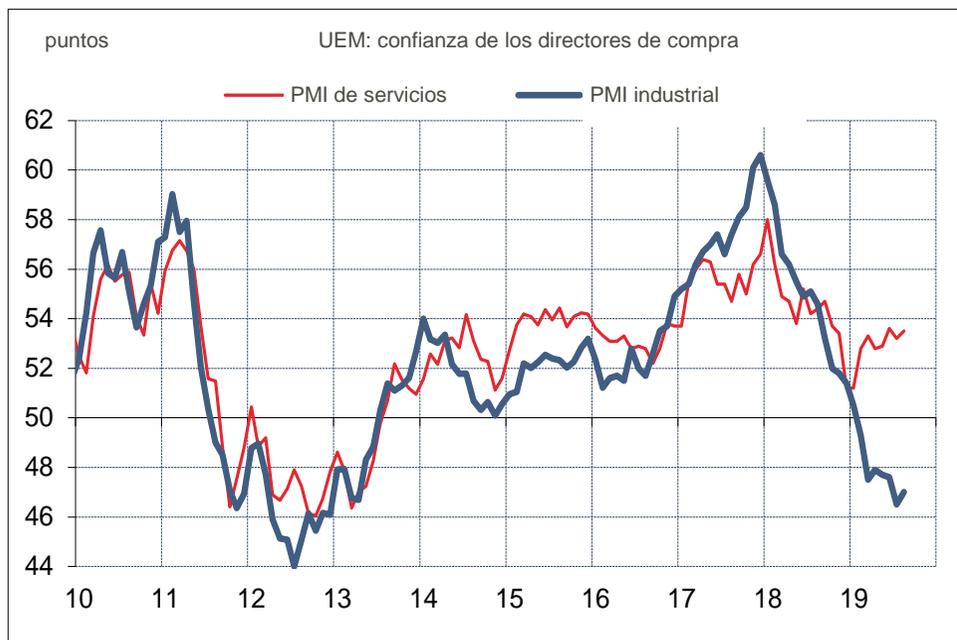
Crecimiento global – Estabilizado (en el 3% anual), con riesgos bajistas



El crecimiento global se mantuvo estable en el segundo trimestre con respecto al primero, en el 3,2% intertr. anualizado 4% en T1 2018, 2,8% en el T4 2018)

Contracción del PIB en el Reino Unido (-0,2% intertr., *Brexit*), en Alemania (-0,1% intertr., recesión industrial), Hong Kong (-0,4% intertr., crisis política)

Las revisiones de crecimiento futuro vuelven a tender a la baja.

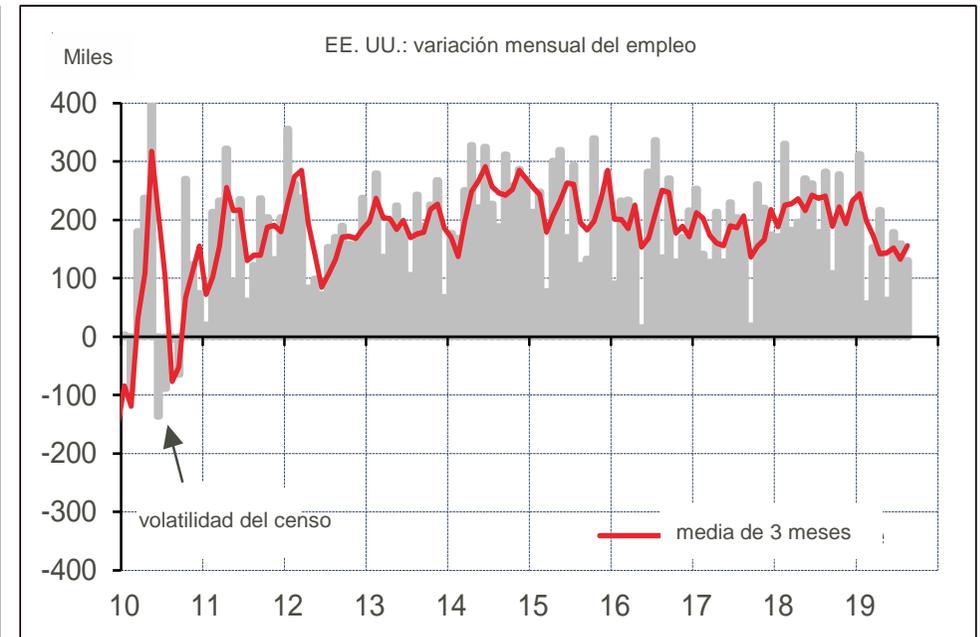
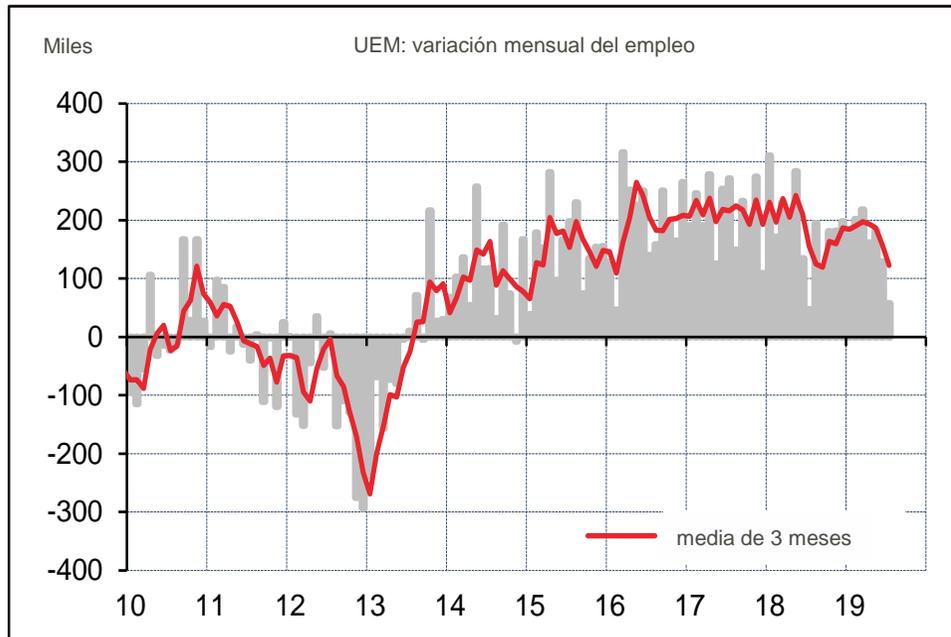


Economía dual (industria/no industria), que refleja la divergencia de los componentes de la demanda (externa/doméstica)

En general, los sectores no industriales están resistiendo bien y están en territorio de expansión.

El riesgo de contagio depende del peso de la industria en el PIB y el estado de la demanda interna (condiciones de empleo).

Situación del empleo – Ralentización de la creación de empleo



El empleo sigue en una tendencia alcista (Europa/EE. UU.). El ritmo de aumento se ha moderado o normalizado, en sintonía con la revisión de las perspectivas de crecimiento (demanda) o con dificultades de reclutamiento (oferta).

No hay una ola de destrucción de empleo en la economía, pero sí ajustes en los sectores más expuestos (p. ej., caída del trabajo temporal en la industria).



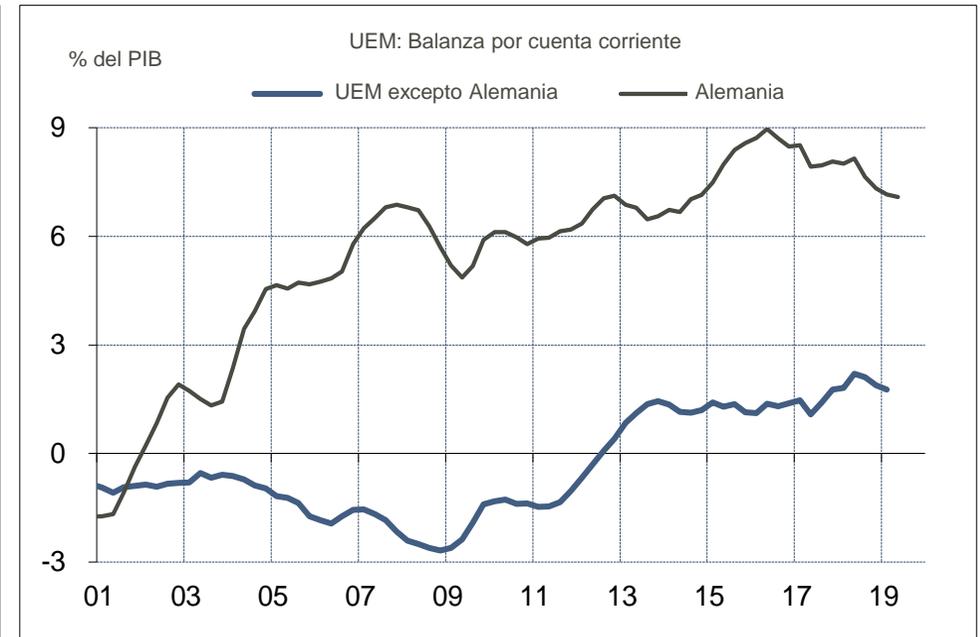
Probabilidades recesión en EE. UU.								
	Recesión de 2001 (media)	Recesión de 2008	mediados de 2015	mediados de 2016	mediados de 2017	mediados de 2018	mediados de 2019	mediados de 2020
Modelos coincidentes								
- tasa de desempleo	65	80	0	0	0	0	0	-
- reclamaciones de empleo	44	58	1	3	3	2	2	-
- bolsa	39	51	7	3	4	15	2	-
- permisos de obra	0	83	0	0	0	0	1	-
Media	37	68	2	2	2	4	1	-
Modelos a futuro								
- curva de tipos	42	28	0	1	2	3	6	59
- índice de difusión	15	53	7	7	16	5	4	37
- prima de renta fija	61	28	9	19	25	12	11	14
- precio del petróleo	38	34	18	4	3	3	20	12
- beneficios empresariales	68	34	9	14	27	20	17	15
Media	45	35	9	9	14	9	11	27
Índice de referencia								
- duración del ciclo económico	36	27	16	20	26	30	37	40

La fobia a la recesión ha explotado tras la revisión de la curva de tipos (el tramo 10 años-3 meses es negativo desde mayo). Los otros «modelos de recesión» son mucho menos o nada alarmistas en absoluto.

¿Describe la curva de tipos los mismos síntomas que en el pasado? (inversión + bajada de tipos ≠ inversiones + subida de tipos, el papel de la política monetaria, etc.)

El riesgo es que los agentes económicos sean más pacientes (aplazamiento del gasto). Por lo tanto, el riesgo de recesión se convierte en una profecía autocumplida.

Alemania – Economía debilitada, Gobierno apático



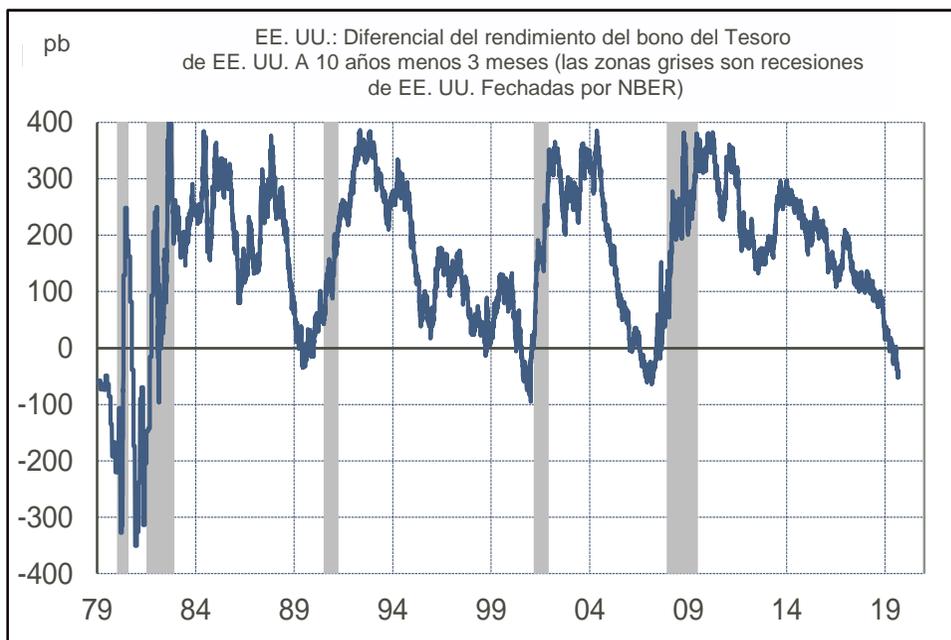
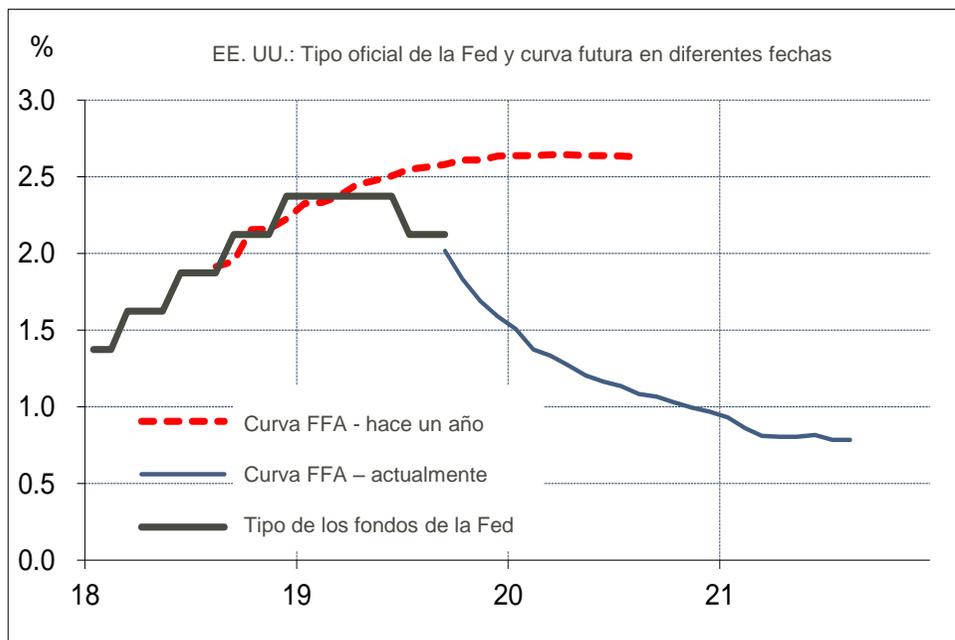
Por primera vez en más de una década, la economía alemana es más débil que sus vecinos desde el punto de vista cíclico.

La crisis en el sector del automóvil (con múltiples causas) se ha extendido por toda la industria, expuesta a todos los riesgos externos imaginables (*Brexit*, crecimiento chino, aranceles).

Por ahora, la construcción aguanta, hay signos de un debilitamiento de los servicios y el mercado laboral.

Bancos centrales y política

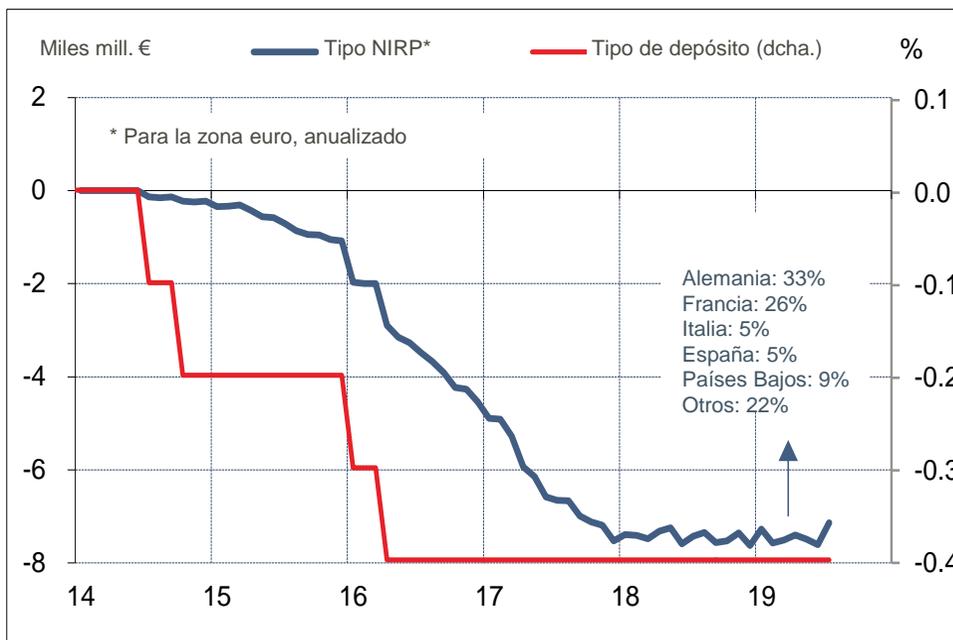
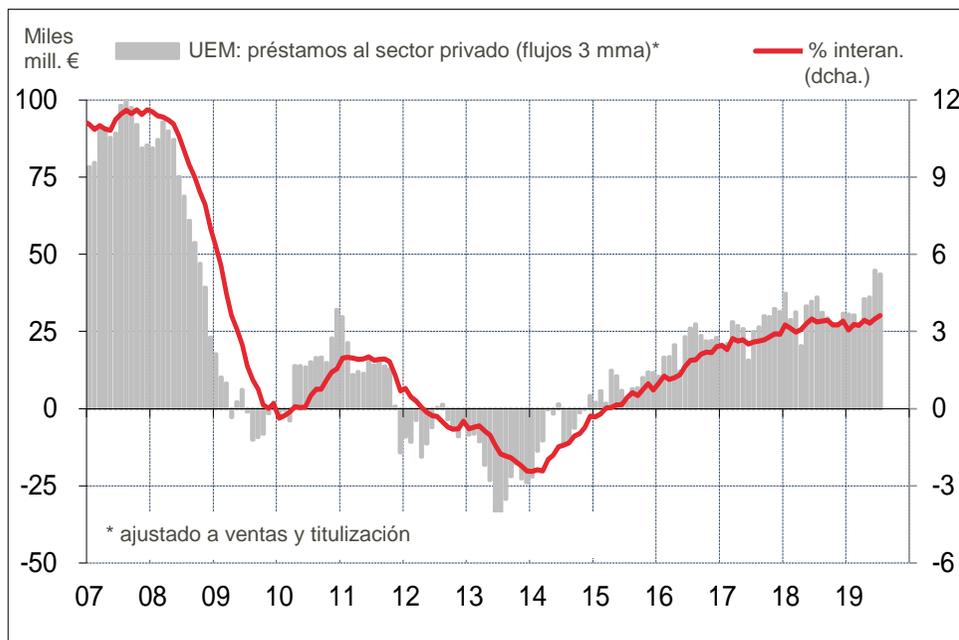
La Fed puede ignorar la presión de Trump, pero no la de los mercados



El aumento del riesgo (*shock* de incertidumbre) puede justificar un «ajuste de mitad de ciclo» (-50-75 pb), como en 1995 o 1998.

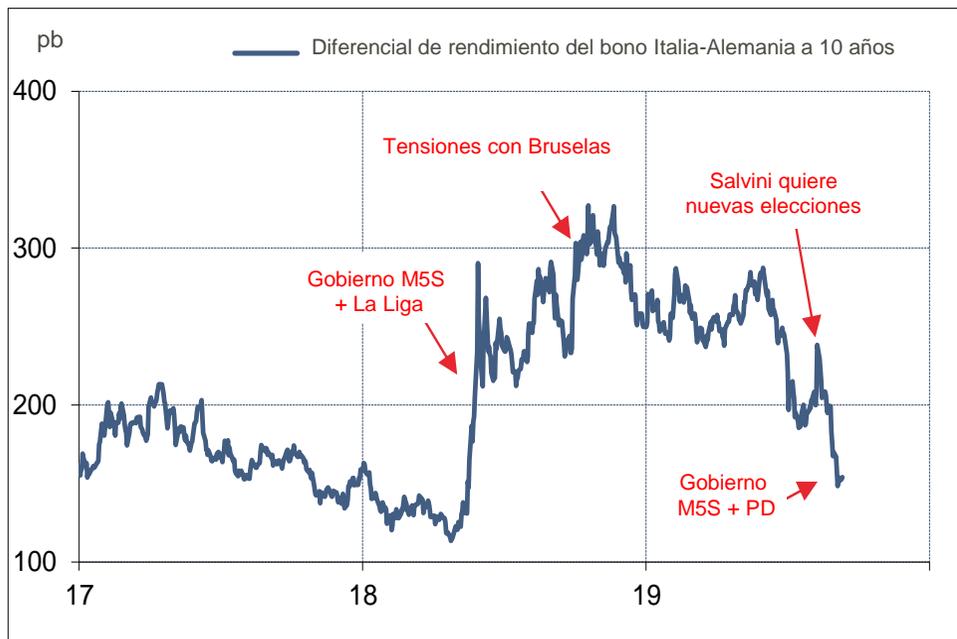
En las condiciones actuales (desempleo, inflación, mercados), no es preciso una mayor relajación.

La Fed admite (Powell en Jackson Hole 2019) que no tiene precedentes para orientar su acción contra la inestabilidad de la situación del comercio mundial. Esto está creando riesgo de andar a tientas en la oscuridad y mensajes confusos.



Una relajación considerable y duradera de la política monetaria se justifica por: 1) el mandato del BCE, 2) las condiciones económicas actuales, 3) el contexto externo, 4) el movimiento general de relajación.

El BCE parece dispuesto a corregir los efectos secundarios negativos de su política en el sector bancario.



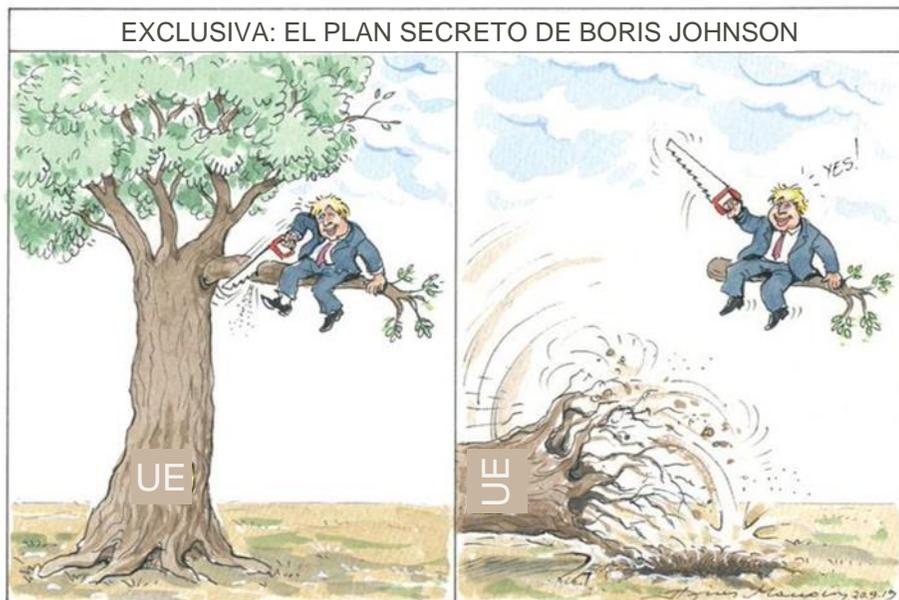
Deuda Estabilizando la balanza presupuestaria primaria	Crecimiento nominal del PIB (%)										
	-1	-0.5	0	0.5	1	1.5	2	2.5	3	3.5	
	<i>menos: 1% de inflación tendencial igual: Crecimiento del PIB real (%)</i>										
	-2.5	-2	-1.5	-1	-0.5	0	0.5	1	1.5	2	2.5
1	3.3	2.7	2.0	1.3	0.7	0.0	-0.7	-1.3	-2.0	-2.7	-3.3
1.5	4.0	3.3	2.7	2.0	1.3	0.7	0.0	-0.7	-1.3	-2.0	-2.7
2	4.7	4.0	3.3	2.7	2.0	1.3	0.7	0.0	-0.7	-1.3	-2.0
2.5	5.3	4.7	4.0	3.3	2.7	2.0	1.3	0.7	0.0	-0.7	-1.3
3	6.0	5.3	4.7	4.0	3.3	2.7	2.0	1.3	0.7	0.0	-0.7
3.5	6.7	6.0	5.3	4.7	4.0	3.3	2.7	2.0	1.3	0.7	0.0
4	7.4	6.7	6.0	5.3	4.7	4.0	3.3	2.7	2.0	1.3	0.7
4.5	8.0	7.4	6.7	6.0	5.3	4.7	4.0	3.3	2.7	2.0	1.3
5	8.7	8.0	7.4	6.7	6.0	5.3	4.7	4.0	3.3	2.7	2.0
5.5	9.4	8.7	8.0	7.4	6.7	6.0	5.3	4.7	4.0	3.3	2.7
6	10.0	9.4	8.7	8.0	7.4	6.7	6.0	5.3	4.7	4.0	3.3

Dado el superávit primario (1,2% ejerc. 2019), los puntos por encima de la línea roja coinciden con un ratio de deuda estable

El Gobierno de coalición entre el M5S y La Liga dio paso a otra alianza, entre el M5S y PD, igual de sorprendente, pero mucho menos hostil con Europa (¡el próximo comisario de Asuntos Económicos de la CE van der Leyen será un italiano!)

La disminución del riesgo político y presupuestario es bienvenida, pero no resuelve los problemas de fondo (crecimiento).

La caída de los tipos a largo plazo sitúa a Italia fuera de la zona donde la solvencia de la deuda es un problema real.



Institución/ <i>Think tank</i>	Fecha	Impacto a largo plazo sobre el PIB británico (%)*
- Economists for Brexit	2016	4.0
- Bertelsmann	2015	-2.3
- Open Europe	2015	-2.8
- Center for Eco.Performance/ LSE	2016	-2.9
- IFO	2015	-2.9
- CEPII	2018	-2.9
- PwC/CBI	2016	-3.5
- Central Planning Bureau	2016	-4.1
- CEPR	2017	-4.5
- NIESR	2018	-5.5
- IMF	2016	-5.6
- Banco de Inglaterra	2018	-6.3
- Hacienda del Reino Unido	2018	-7.7
- OCDE	2016	-7.7
- Hacienda del Reino Unido (cero migración)	2018	-9.3
MEDIA (Brexit sin acuerdo)		-4.9

Brexit sin acuerdo con respecto a un escenario de permanencia. Si hay una horquilla de previsiones, se indica el valor medio

Para evitar la (1) salida sin acuerdo el 31 de octubre, hay que (2) anular el *Brexit*, o (3) aplazar la salida o (4) llegar a un «acuerdo»

El gobierno ha rechazado (2-3-4). La mayoría del parlamento ha rechazado (1-2-4). Pero, ¿qué quiere exactamente la gente?

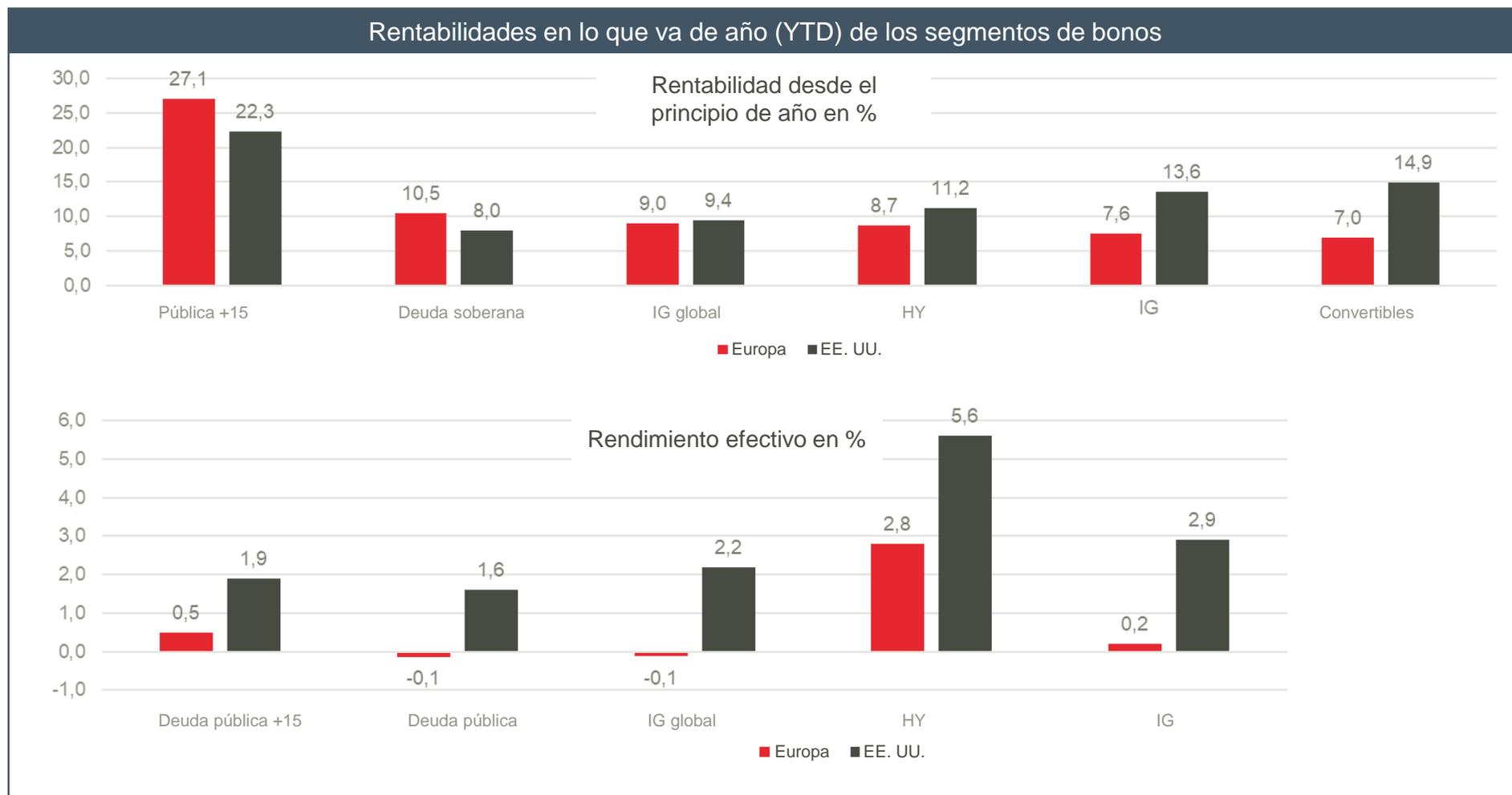
Dado el grado de polarización y el sistema electoral (uninominal), es imposible decir qué mayoría saldrá de las próximas elecciones (ahora casi inevitables a corto plazo) o incluso si habrá una mayoría.

VALORACIONES

02

TIPOS Y CRÉDITO

Una búsqueda de rendimiento a cualquier precio que impulsa la rentabilidad de los bonos a los máximos de 2014

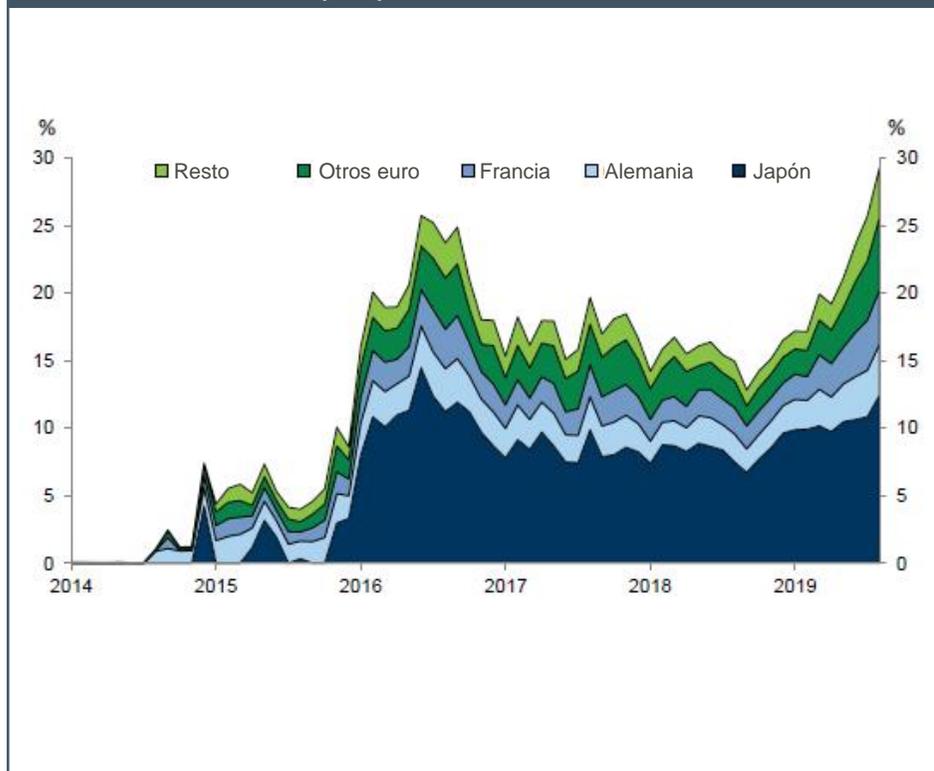


Fuentes: ODDO BHF GmbH, Bloomberg, datos a 31/7/2019

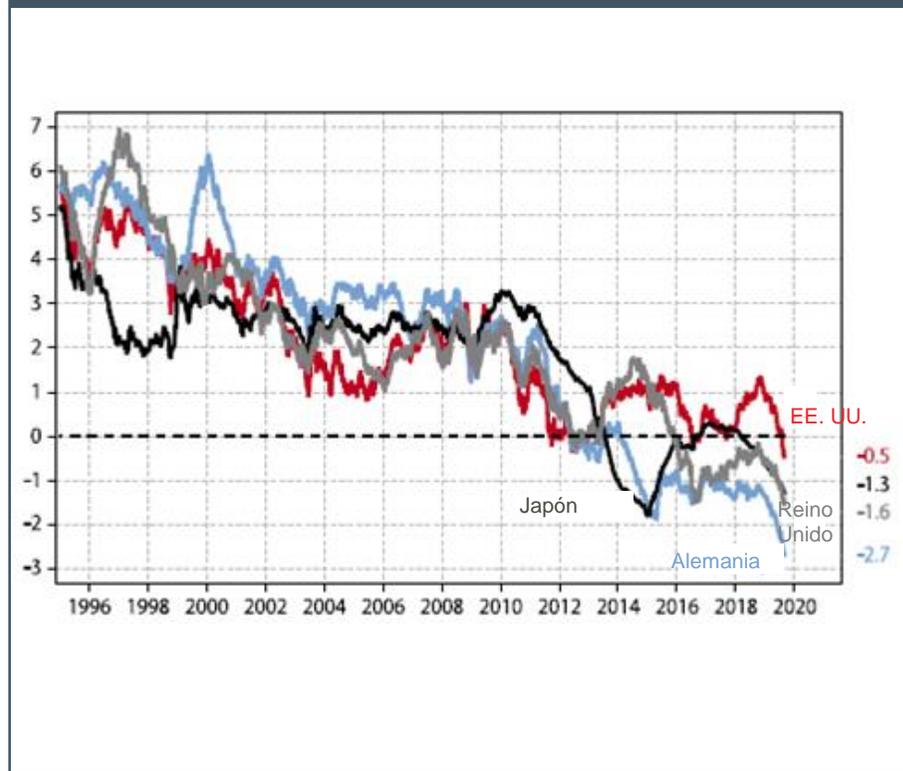
Tipos de endeudamiento extraordinariamente bajos



Porcentaje de bonos en todo el mundo con rendimiento negativo, por país: 17 bill. USD



Rendimiento de la deuda pública a 10 años (tipos reales)

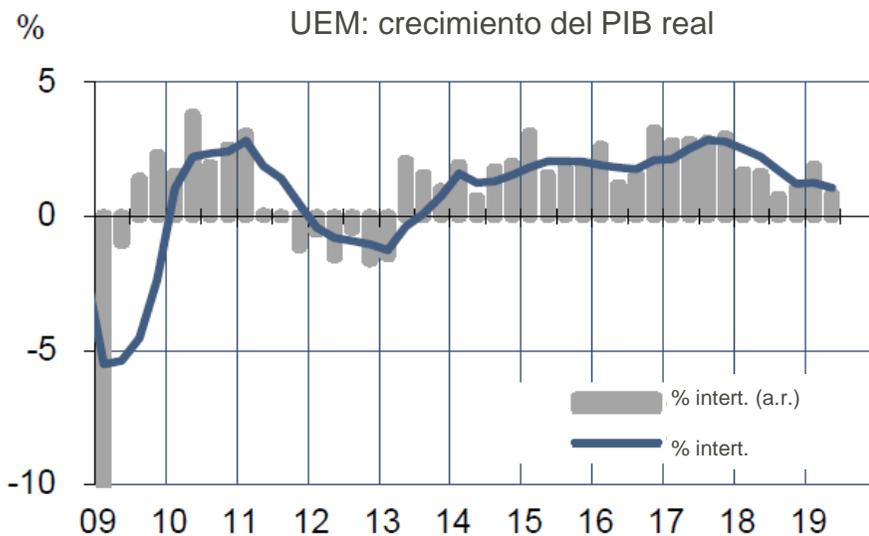


NIRP: siglas en inglés de política de tipos de interés negativos

Fuentes: Bloomberg, ODDO BHF AM SAS, Goldman Sachs Investment Research | Gavekal Data / Macrobond



Un crecimiento bajo presión



Un nuevo programa de recompra del BCE



Rebaja del tipo de depósito: rebaja prevista de 10 puntos básicos a 0.5%

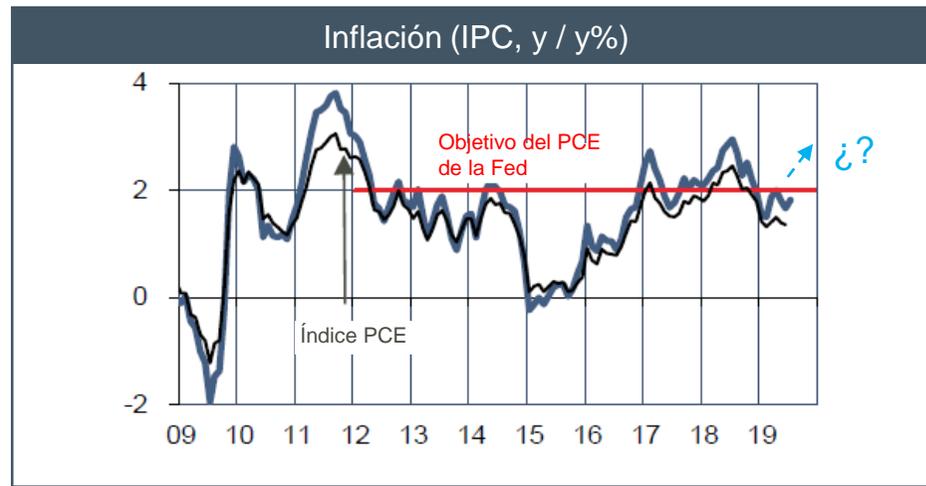
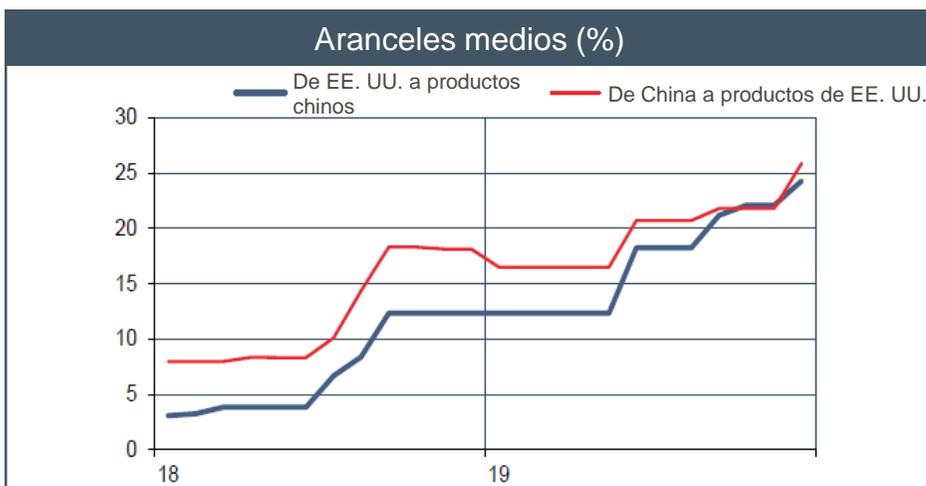
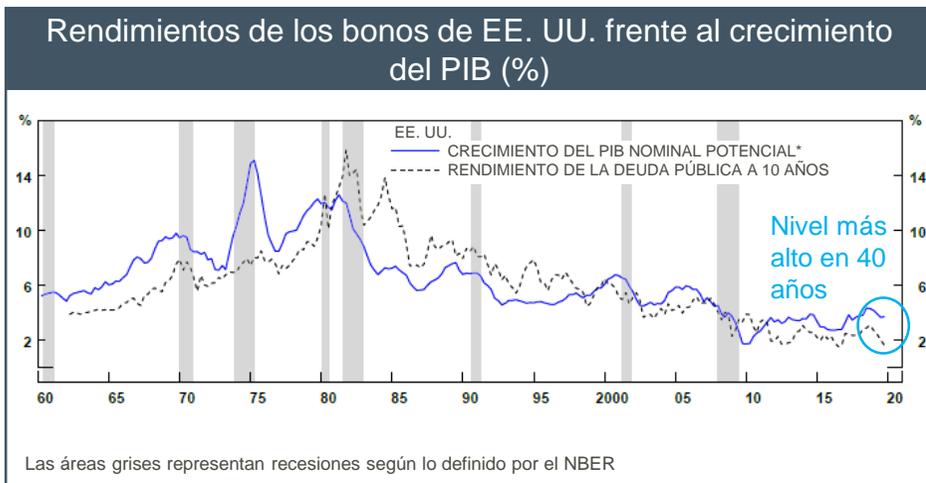
Sistema de niveles implementado: las reservas de nivel extentas equivalen a 6 veces las reservas mínimas.

QE: 20.000 millones de euros al mes, de duración indefinida y con una distribución acorde con el programa de compra de activos anterior.

Cambios en el TLTRO: eliminación de 10 puntos básicos en las operaciones principales de financiación y ampliación del plazo de vencimiento a 3 años

Cambio en la guía de futuro: la expansión monetaria cuantitativa continuará hasta que la inflación converja sustancialmente hacia el objetivo del BCE

Factores a los que debemos prestar atención en EE. UU. que podrían afectar a los tipos en Europa



Fuentes: Thomson Reuter, ODDO BHF Securities | Congressional budget office CBO, BCA research Inc., datos a agosto de 2019

En este contexto, no hay otra alternativa que el crédito para encontrar rendimientos positivos



Evolución de los diferenciales de crédito* IG e IH (en dos años)



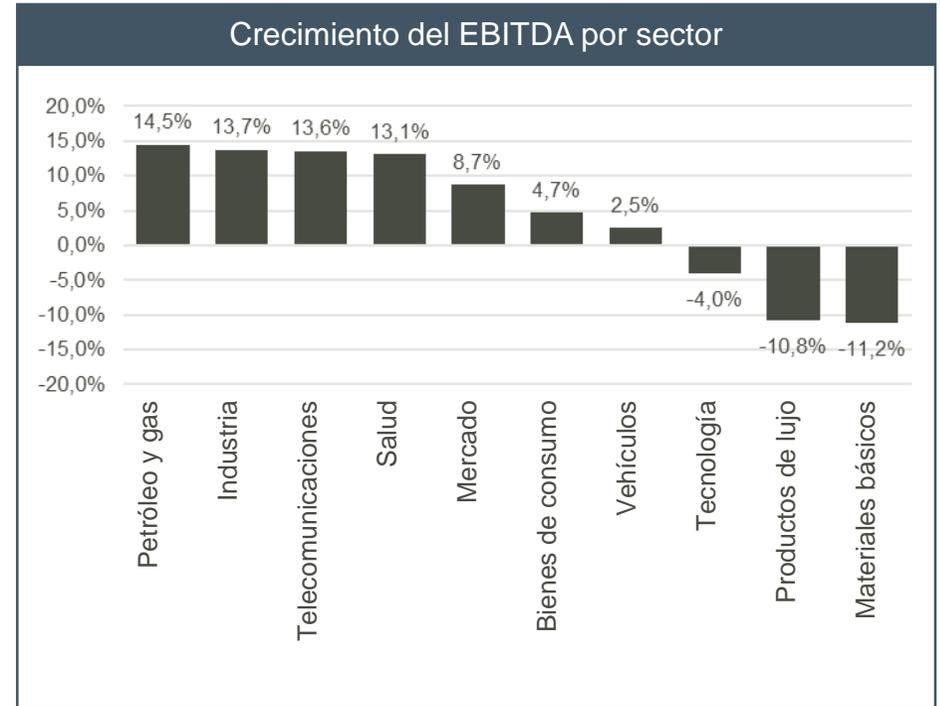
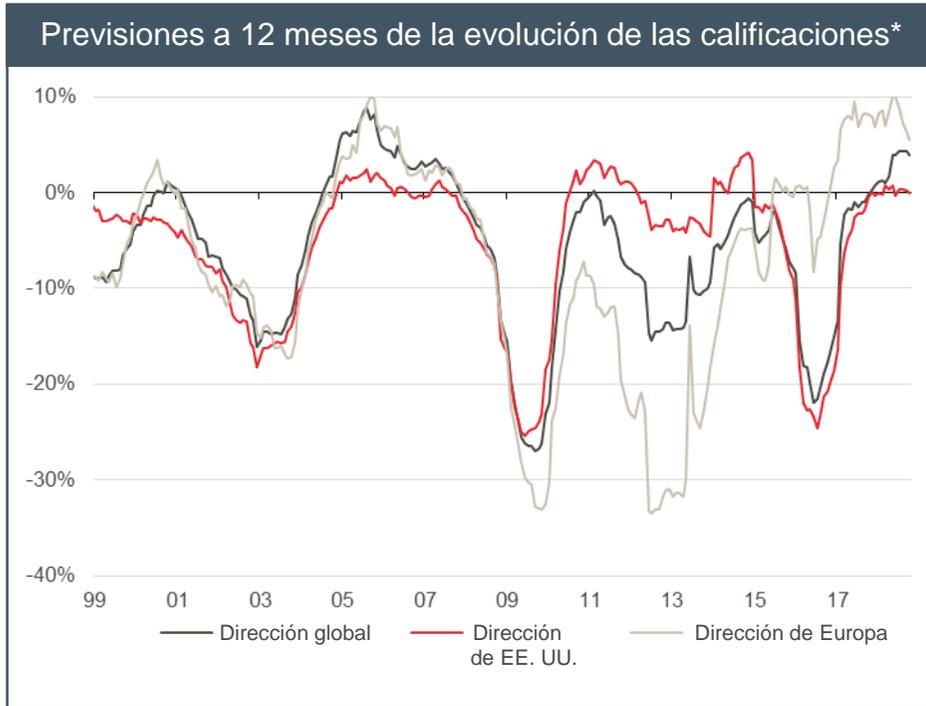
(1) BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index (ER00)

(2) BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Index (HP00)

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

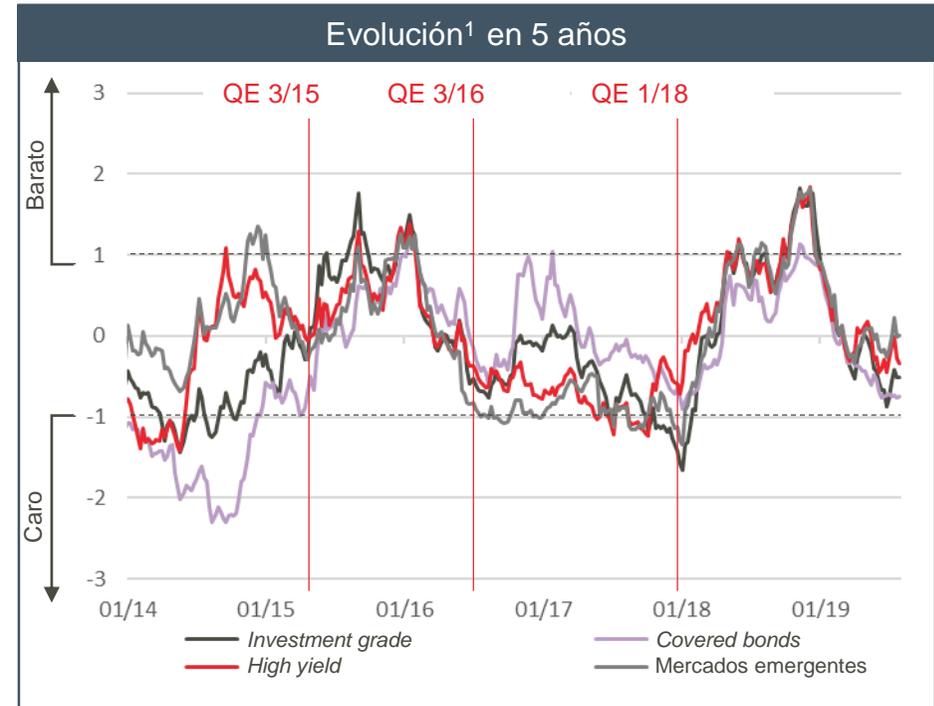
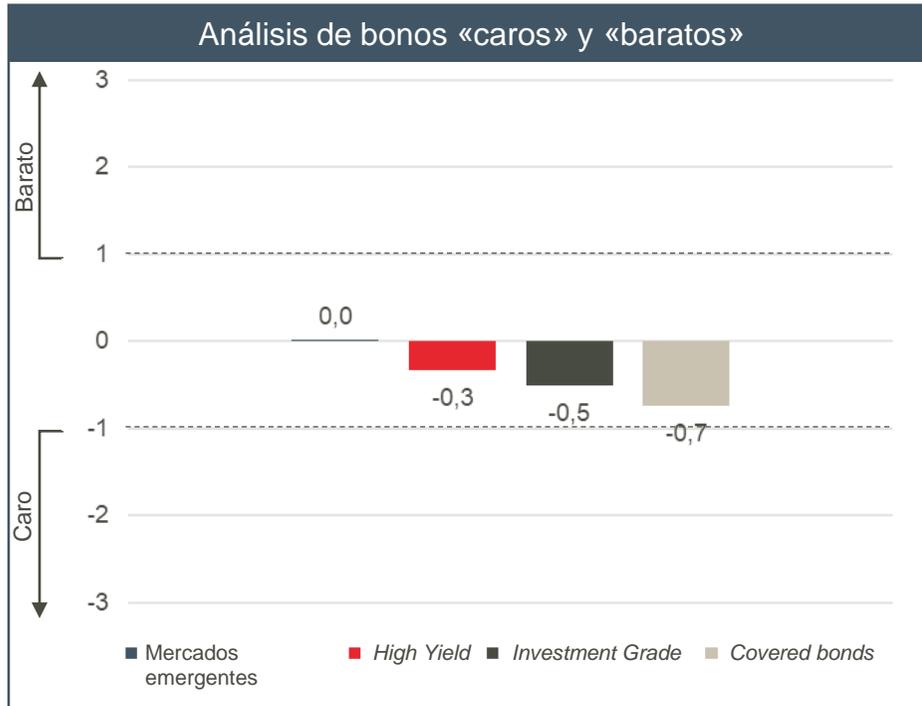
Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg | Datos a 31/8/2019

En Europa, aunque los fundamentales de crédito siguen sólidos, atención a la disparidad entre sectores



* (Revisiones al alza de emisores - revisiones a la baja de emisores)/Emisores calificados. Fuentes: J.P. Morgan (izda.); Société Générale, Moody's (dcha.) | Datos a 31/3/2019

Diferenciales caros en términos absolutos, pero lejos de extremos

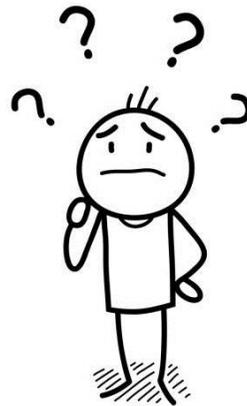
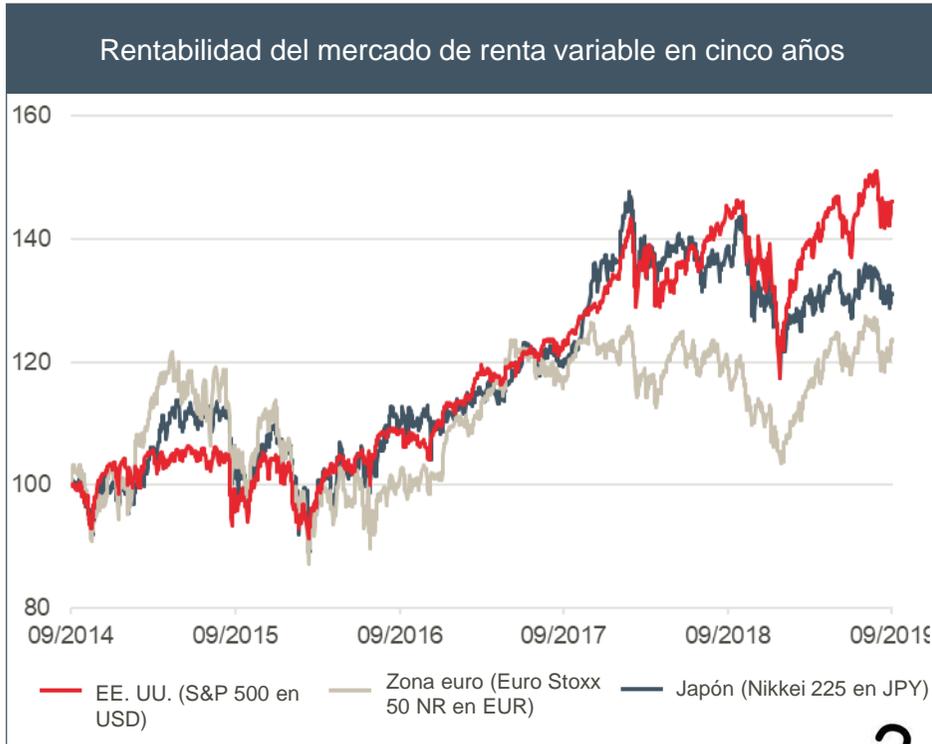


¹ Índice BofA Merrill Lynch Currency High Yield (HP00), índice BofA Merrill Lynch Euro Emerging Markets Corporate Plus (EMEB), índice BofA Merrill Lynch Euro Corporate (ER00), índice BofA Merrill Lynch Euro Covered Bonds (ECV0). * Z-score: Diferencial menos el diferencial medio en 52 semanas, dividido por la volatilidad del diferencial.

Fuentes: BofA Merrill Lynch; ODDO BHF AM SAS y ODDO BHF AM GmbH | Datos a 31/8/2019

RENTA VARIABLE

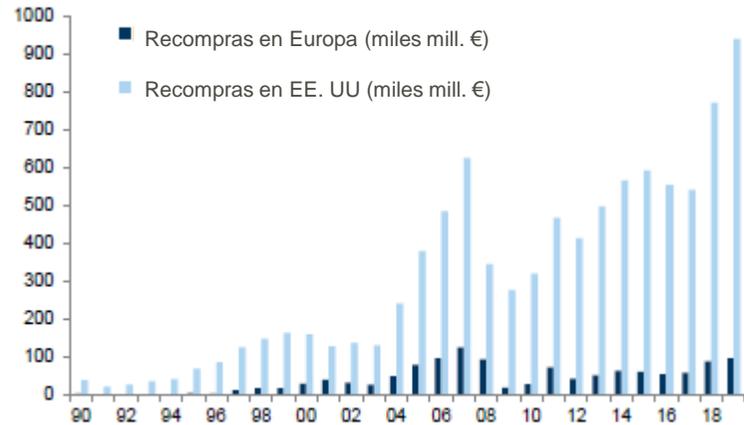
Subida en los mercados sin compradores naturales.



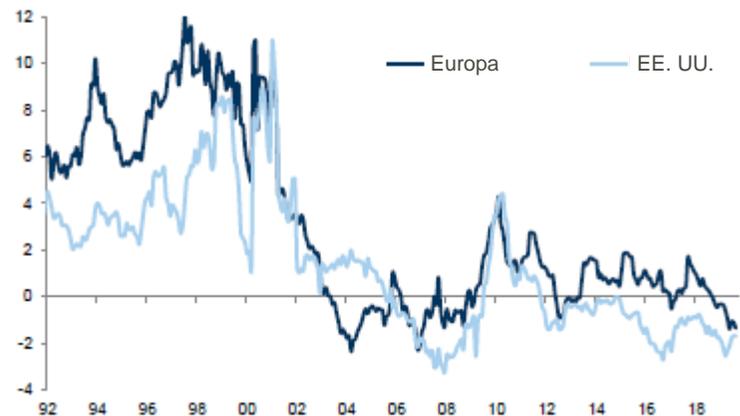
Rentabilidad impulsada por la recompra de acciones, menos empresas cotizadas y una rotación diversificada de fondos a acciones



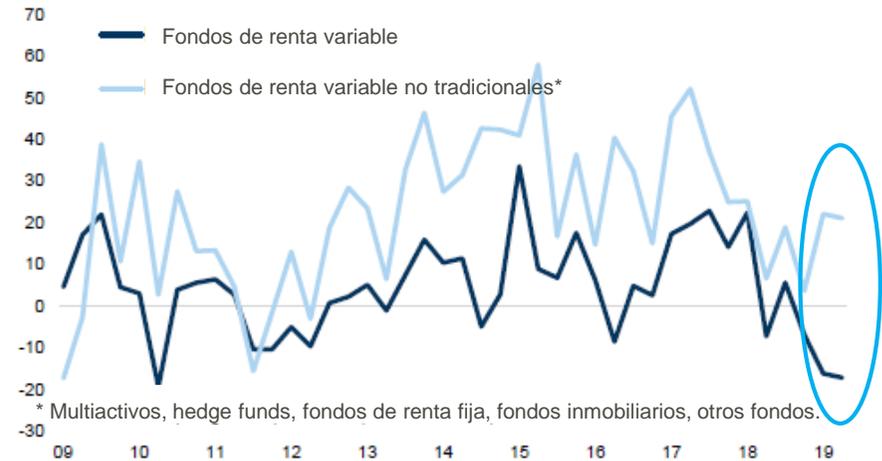
Cantidades de recompras de acciones previstas para 2019



Oferta neta de acciones (%)

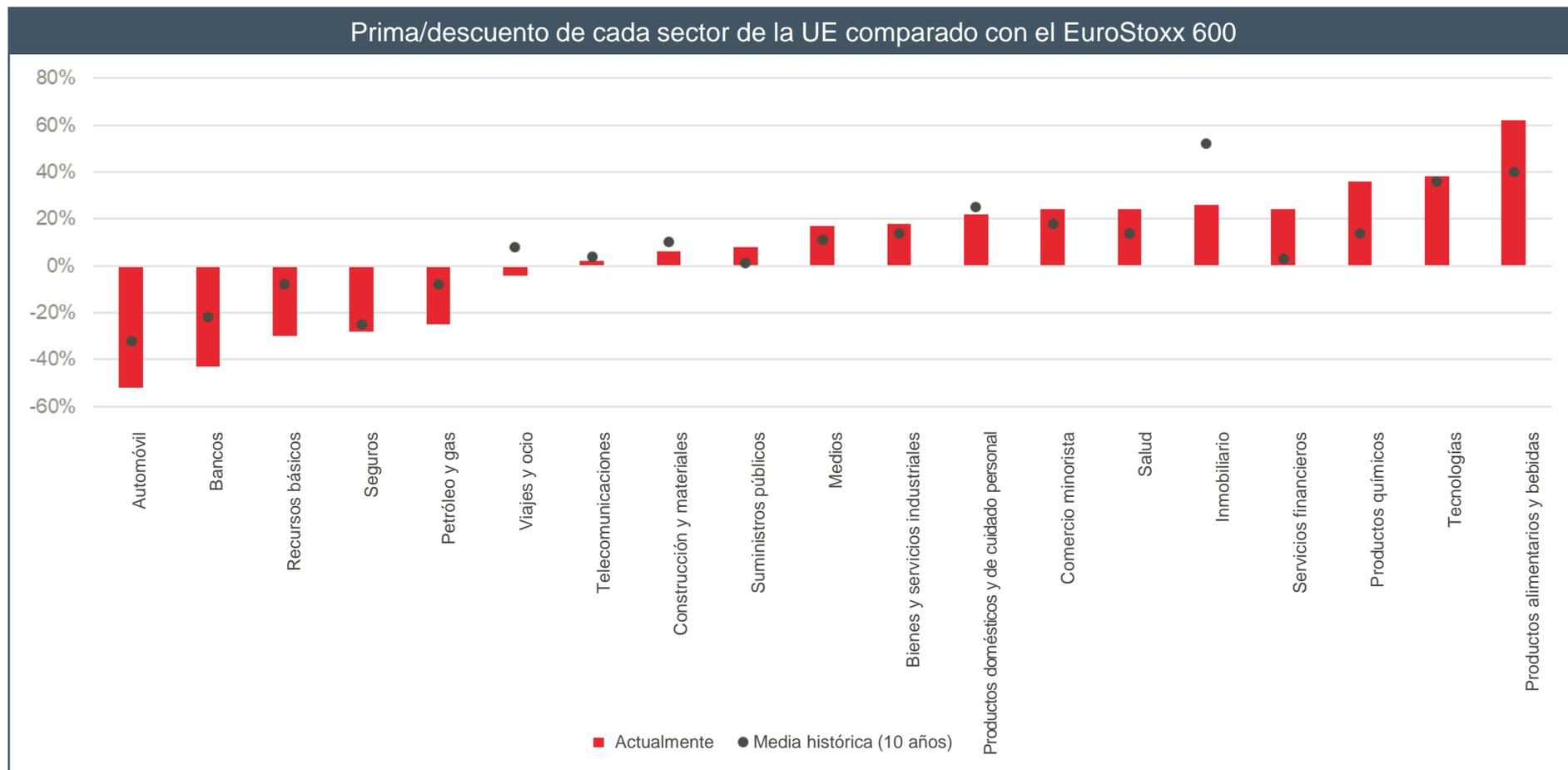


Flujos hacia la renta variable de la zona del euro (miles mill. de euros)

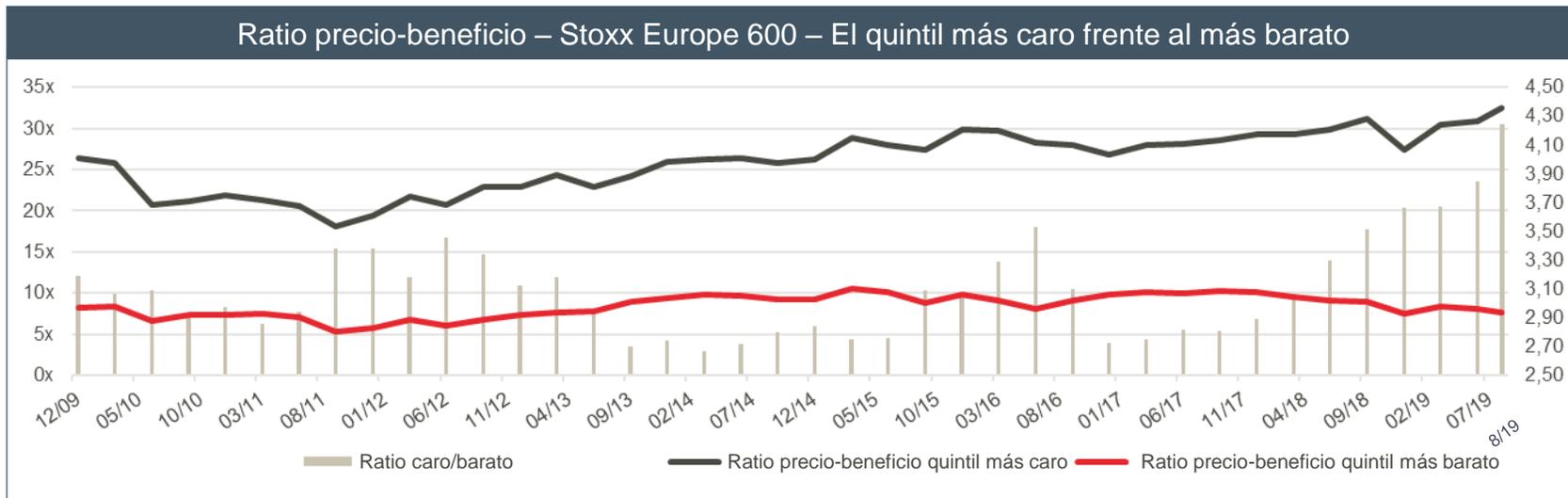
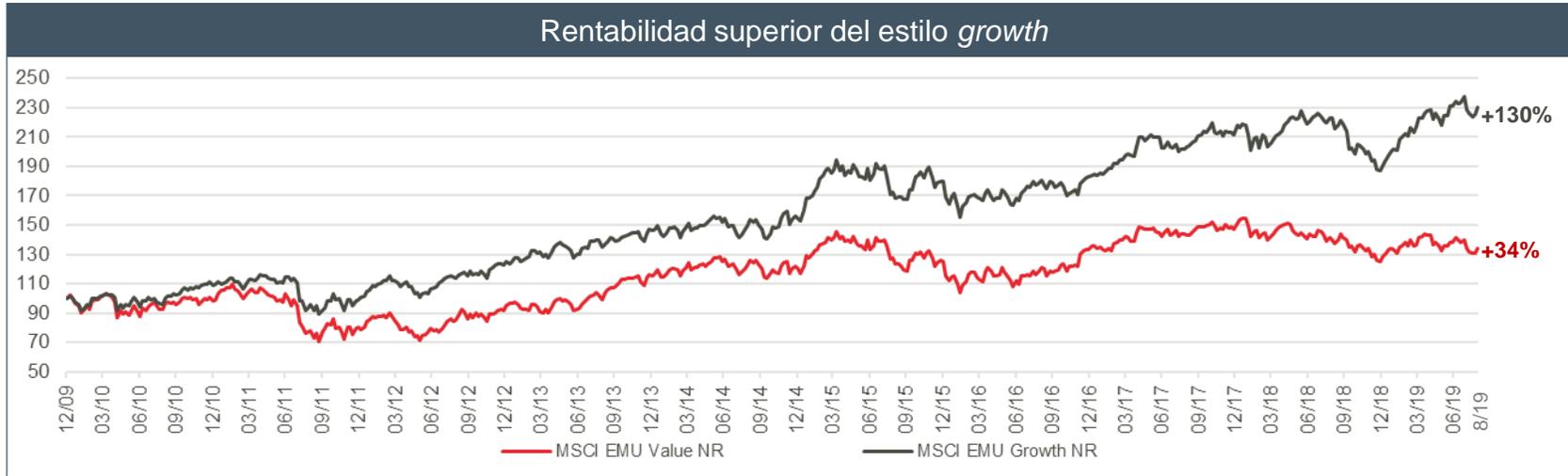


Por ejemplo, a pesar de tener 200.000 millones en efectivo, Apple emitió bonos en los mercados por valor de 7.000 millones para satisfacer diversas necesidades, incluidas las recompras de acciones.

En Europa, grandes disparidades entre sectores desde principios de año.



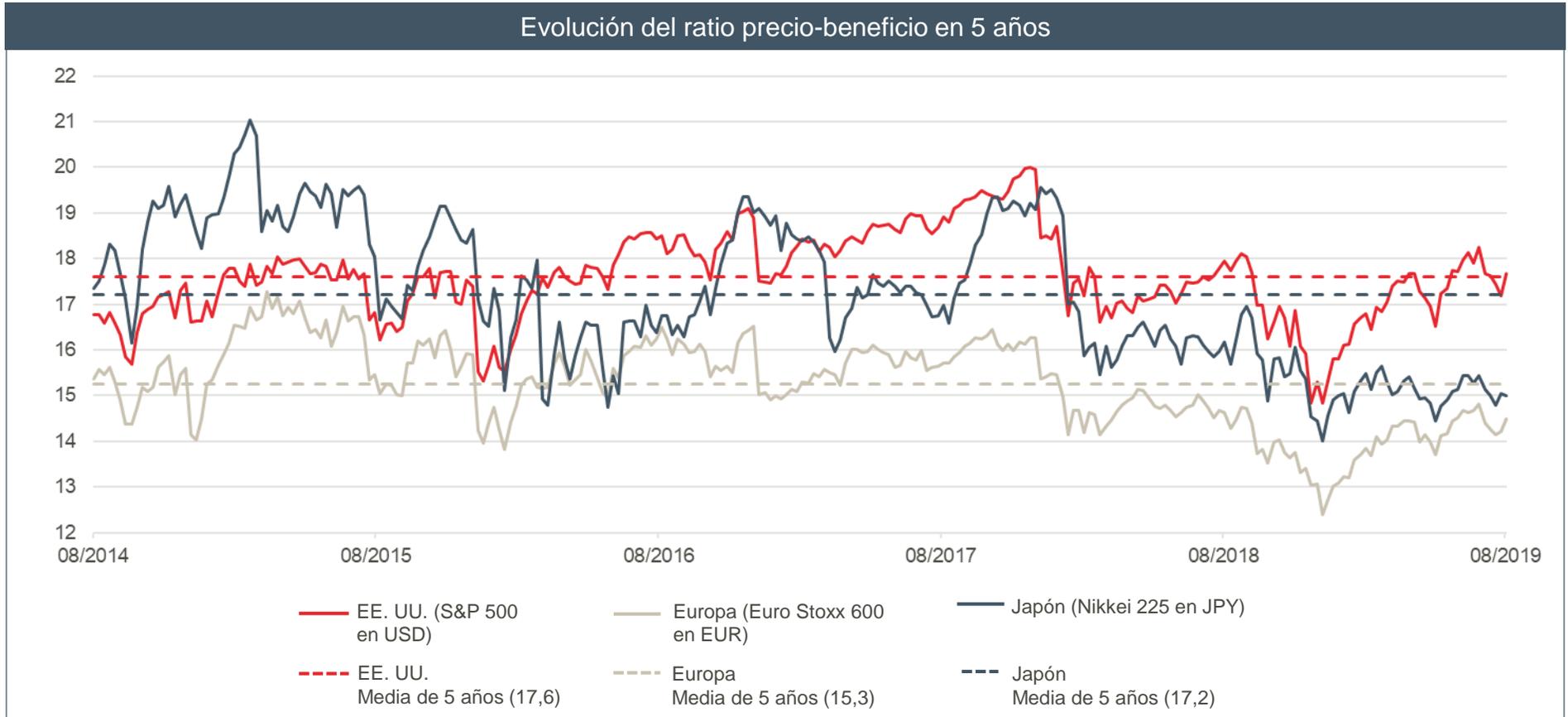
¿Qué precio hay que pagar por la calidad? Una brecha de rentabilidad de estilo que se volvió a acentuar en 2019



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

Fuentes: ODDO BHF AM, FactSet, datos a 30/8/2019

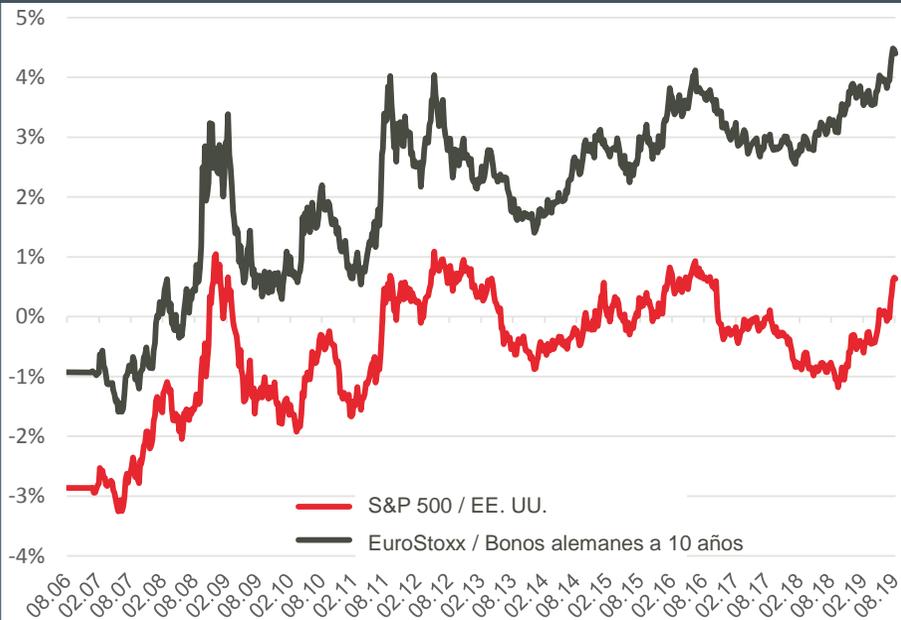
¿Qué nos depara el futuro? Las acciones no son caras en términos relativos, estamos lejos de ser una burbuja



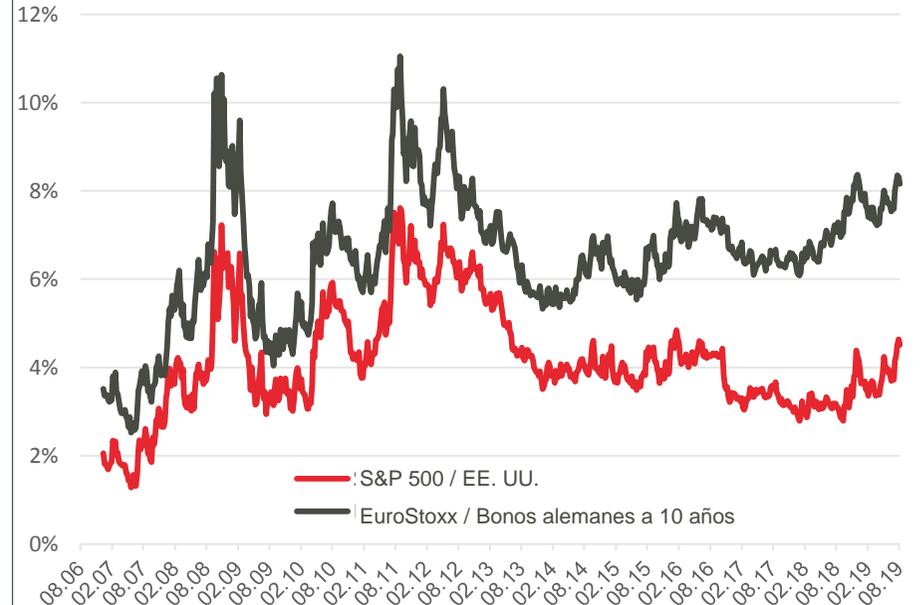
Primas de riesgo nuevamente en máximos



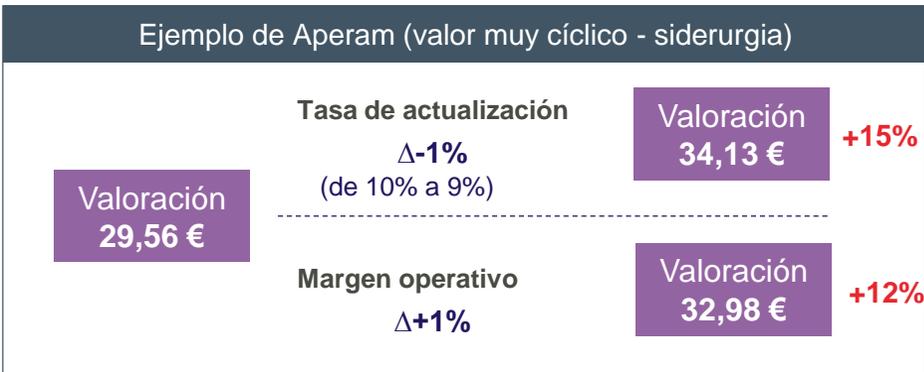
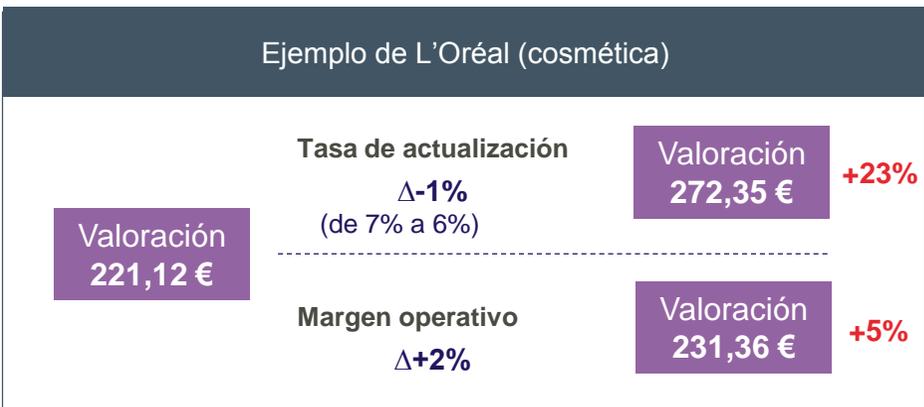
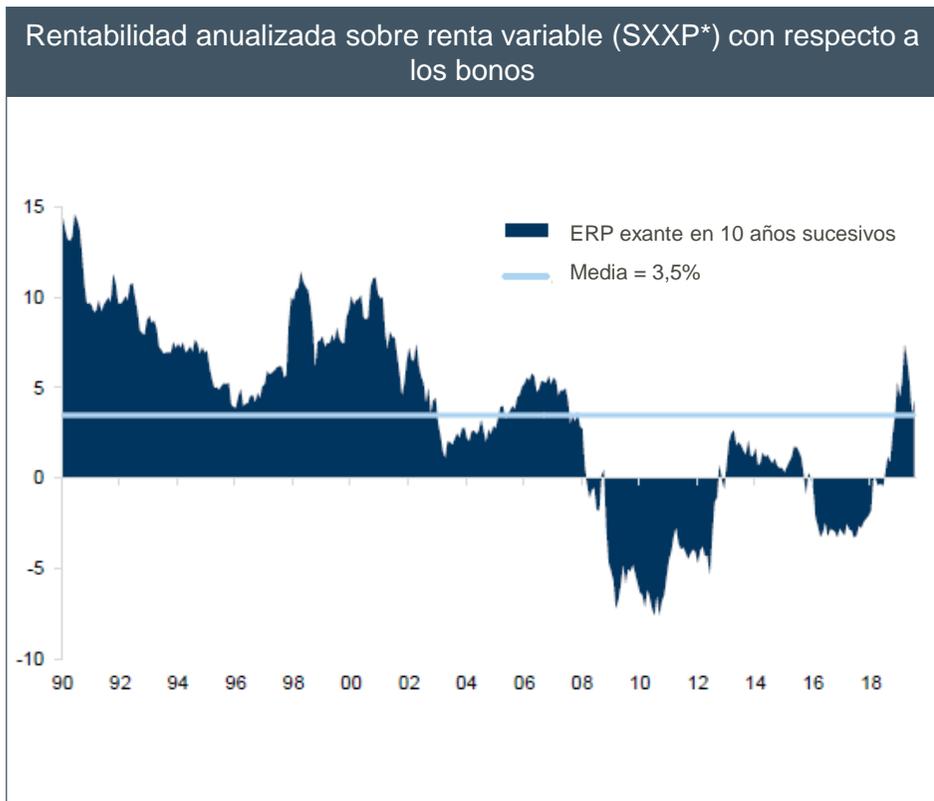
Dividendos - Tipo de deuda pública (nominal a 10 años nominal)



Rentabilidad de la renta variable (1 / PE) - Tipo de deuda pública (nominal a 10 años nominal)



¿Tiene sentido utilizar primas de riesgo tan altas para descontar flujos de caja?

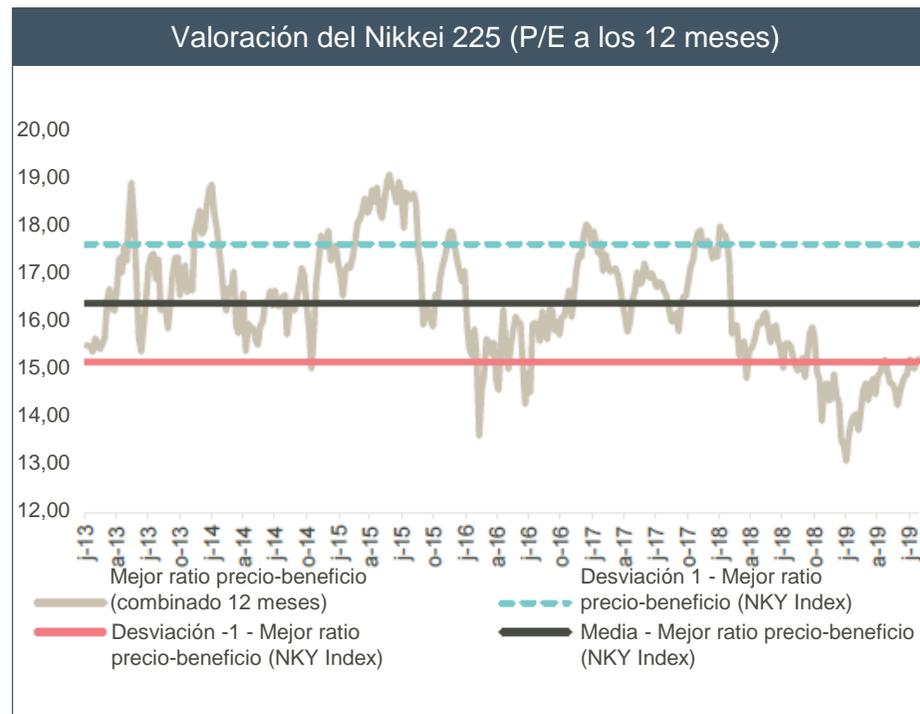
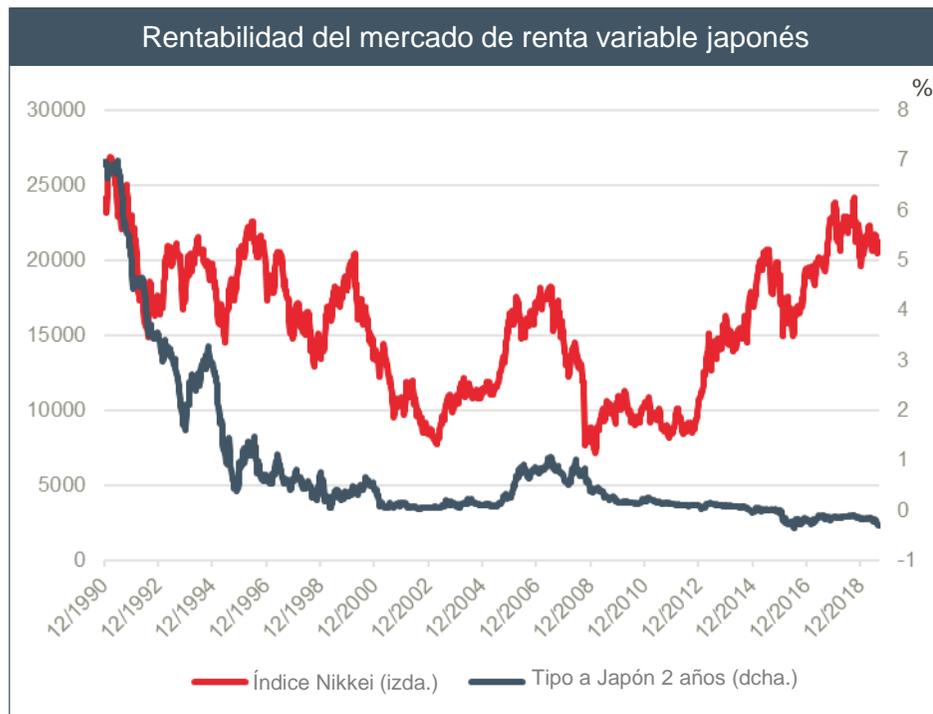


* SXXP: Stoxx Europe 600

ERP: prima de riesgo de renta variable

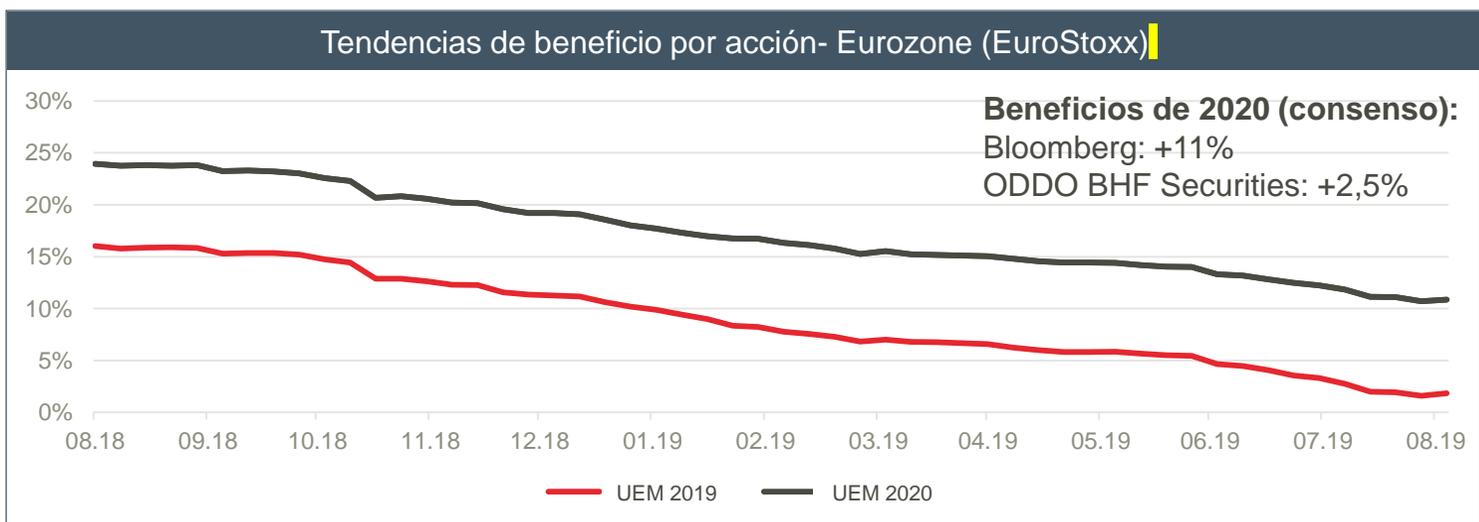
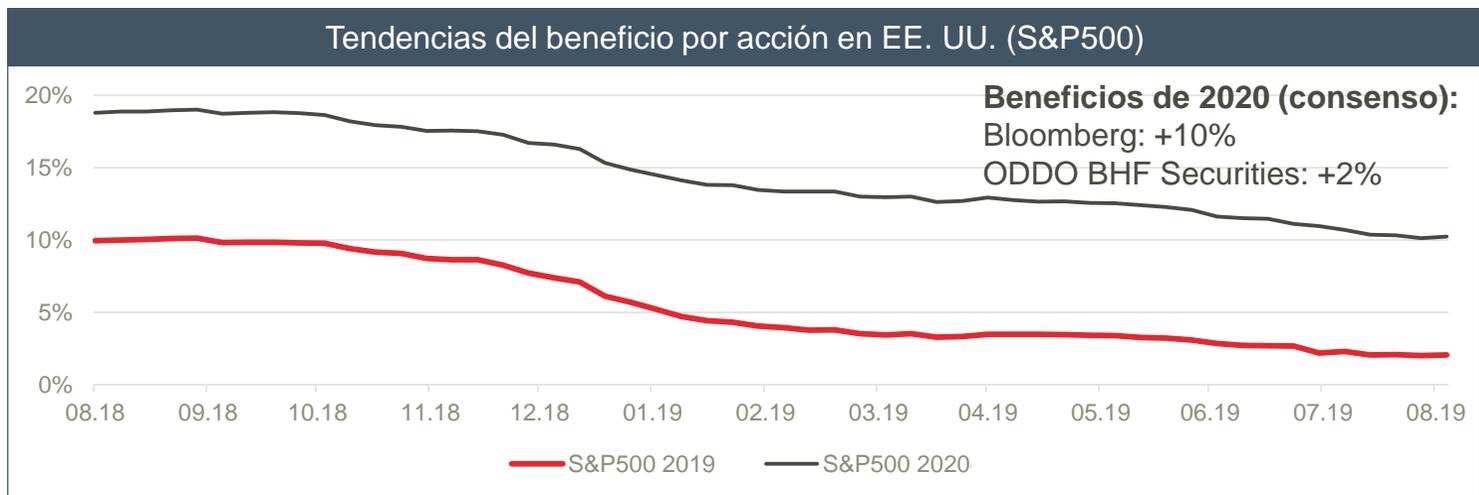
Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Datastream, Goldman Sachs Investment Research | Datos a agosto de 2019

Rebajar la tasa de descuento no es suficiente, como demuestra el ejemplo de Japón



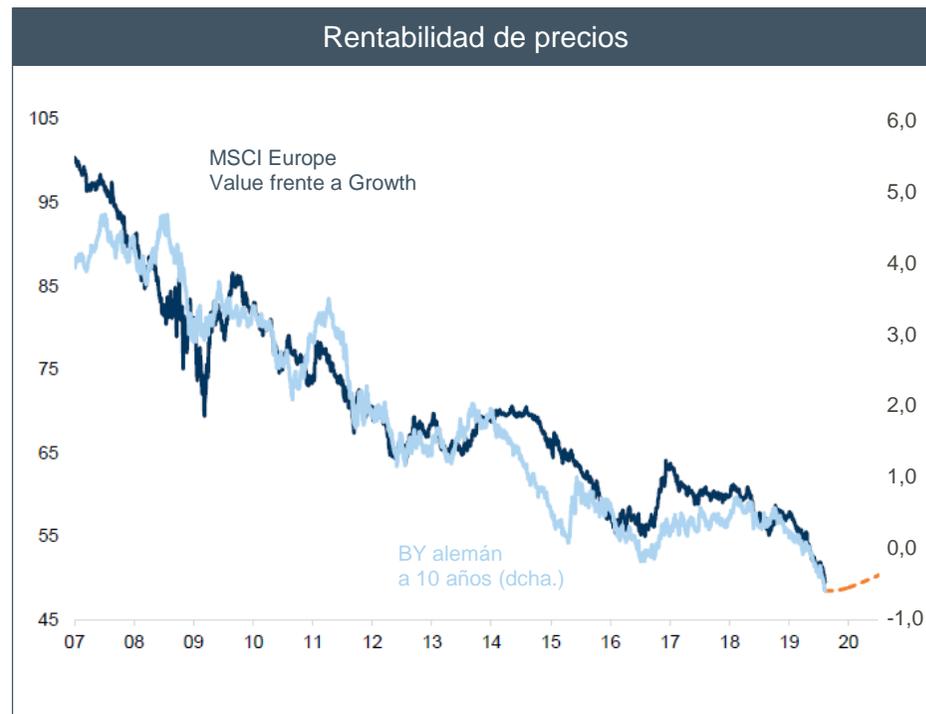
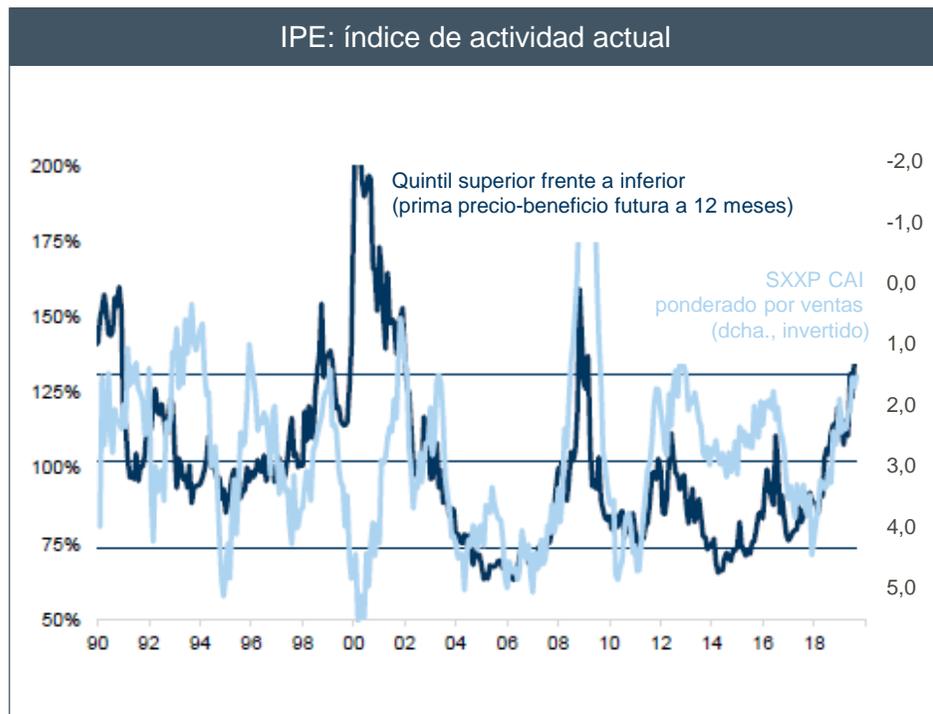
Fuentes: ODDO BHF AM, ODDO BHF Securities, Bloomberg, datos a 30/8/2019

Especialmente cuando el crecimiento de los beneficios es lento



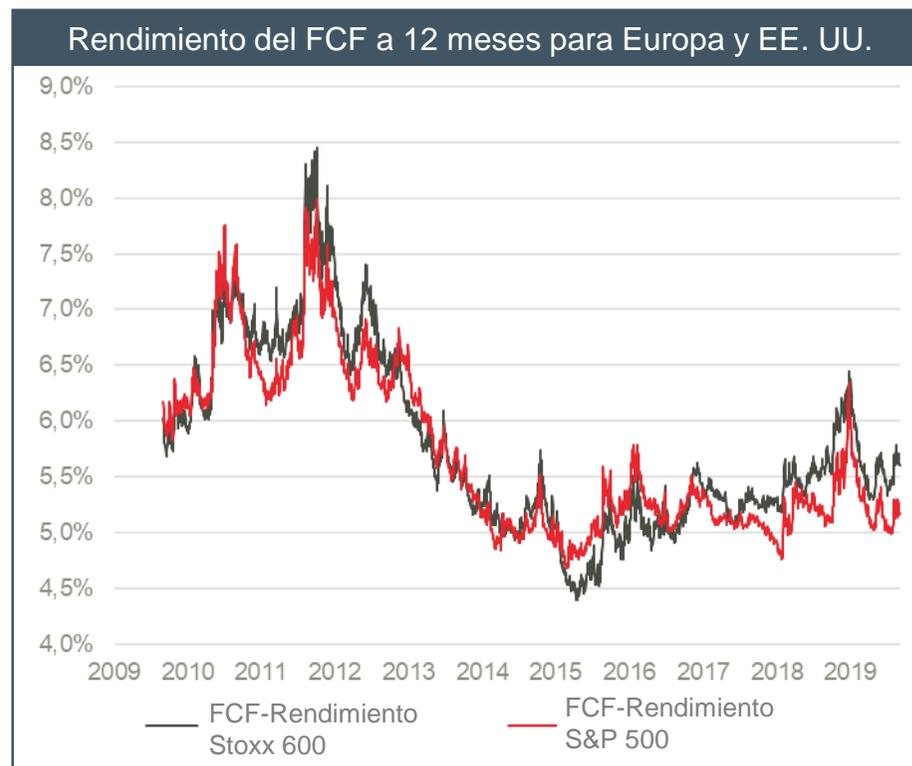
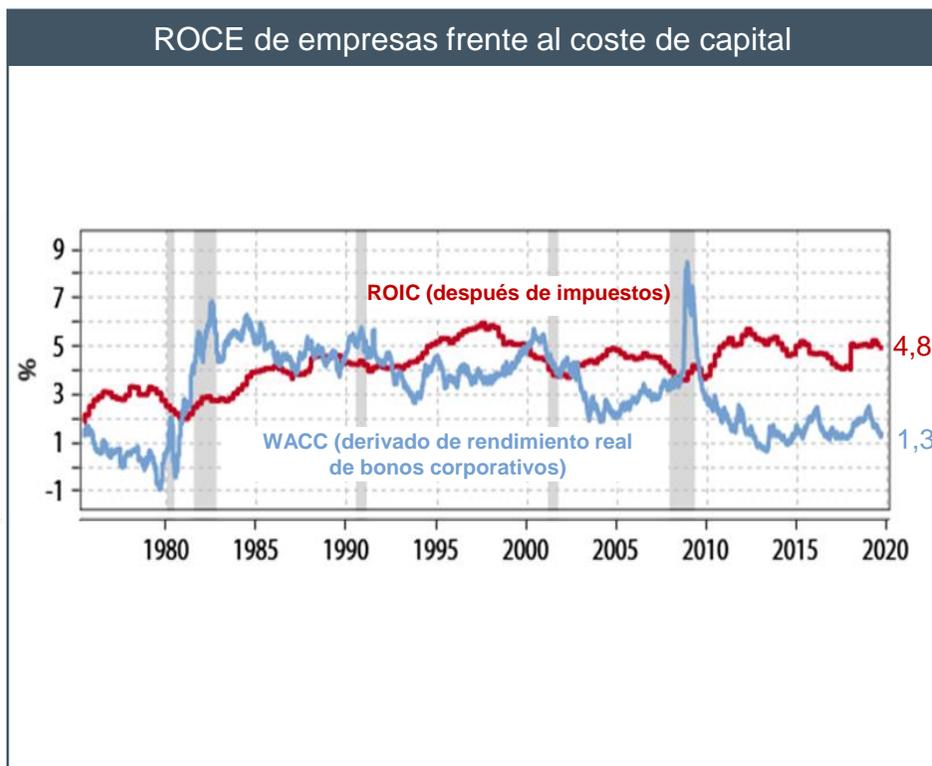
Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Deutsche Bank AG/London. Datos a 31/8/2019 | ODDO BHF Securities

No prevemos una aceleración del crecimiento o movimientos importantes en los tipos que provoquen una rotación cíclica a largo plazo



SXXP CAI: Stoxx Europe 600, Current Activity Index
Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Datastream, I/B/E/S, Goldman Sachs Investment Research | Datos a agosto de 2019

¿Qué hay que hacer entonces para valorar las acciones en este contexto? La combinación ganadora: rendimiento marginal y rendimiento del flujo de caja libre



ROIC: Return On Invested Capital (ROCE)
WACC: coste del capital
FCF: flujo de caja libre

Fuentes: Gavekal Data / Macrobond | * IC a coste de sustitución | ODDO BHF AM GmbH, datos a 31/8/2019

Ejemplos de valores considerados «caros» en nuestras carteras



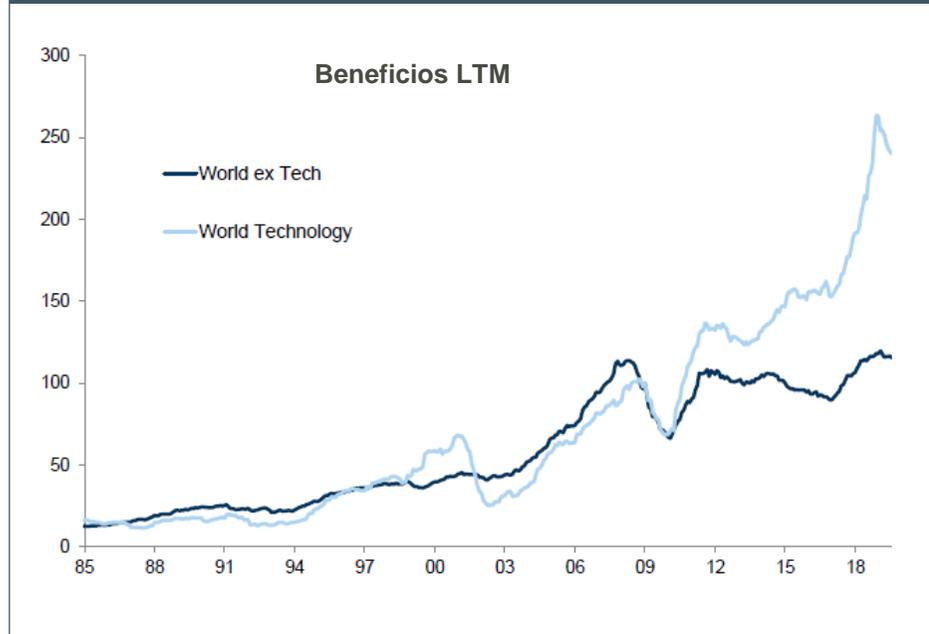
Valor	País	Posicionamiento
		<p>MTU Aero Engines es uno de los líderes mundiales en el diseño y producción de componentes de propulsión aeroespacial.</p> <p>Las ventas aumentaron un 4% durante los primeros seis meses de 2019</p>
		<p>LVMH es el primer grupo de lujo líder en el mundo.</p> <p>Una valoración próxima a su máximo histórico y una de las mayores capitalizaciones de Europa</p>
		<p>Yandex es el buscador de Internet líder en Rusia (56% de cuota de mercado), por delante de Google. Por tanto, capta una gran cuota del mercado de publicidad en Internet.</p>

Estos ejemplos no son recomendaciones de inversiones
Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg.

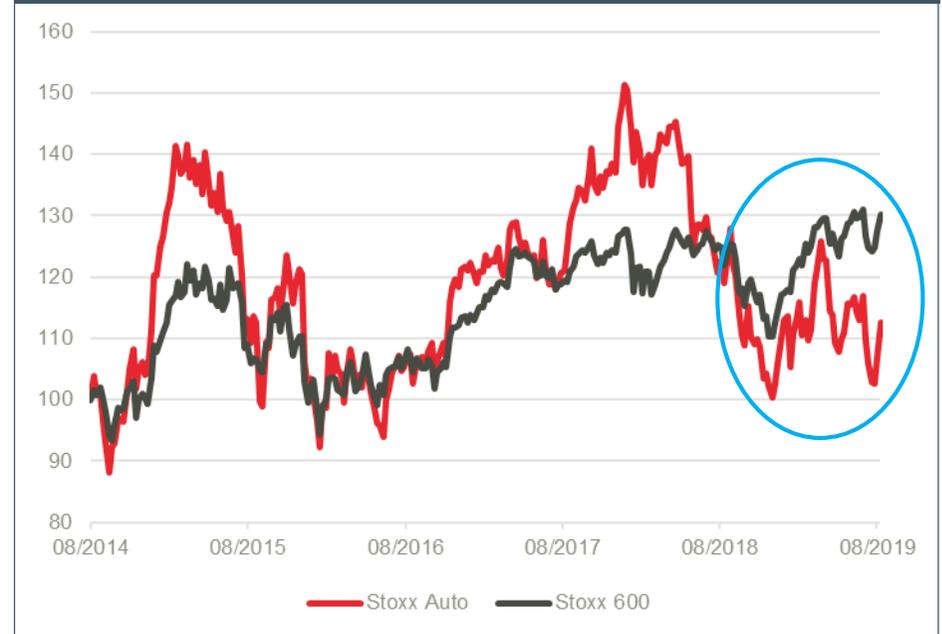
El entorno global ha cambiado. Estos cambios deben incorporarse a los modelos de negocio de las empresas.



Beneficios de la tecnología



Rentabilidad del mercado del automóvil frente al Stoxx 600



* Revisiones en lo que va de año BPS 2019

Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg, Datastream, Worldscope, I/B/E/S, FactSet, Goldman Sachs Investment Research | Datos a agosto de 2019

Históricamente, los valores de mayor capitalización actuales no serán necesariamente los ganadores del futuro.



1980		1990		2000		2010		2019 - Junio	
	IBM	●	NTT		Microsoft		Exxon Mobil		Microsoft (US\$1.035trn)
	AT&T	●	Bank of Tokyo-Mitsubishi*		General Electric		PetroChina		Amazon (US\$936bn)
	Exxon	●	Industrial Bank of Japan	●	NTT DoCoMo		Apple Inc.		Apple (US\$913bn)
	Standard Oil	●	Sumitomo Mitsui Banking*		Cisco Systems		BHP Billiton		Google (US\$766bn)
	Schlumberger	●	Toyota Motor		Wal-Mart		Microsoft		Facebook (US\$538bn)
	Royal Dutch	●	Fuji Bank		Intel		ICBC		Alibaba (US\$421bn)
	Mobil	●	Dai-ichi Kangyo Bank	●	NTT		Petrobras		Tencent (US\$412bn)
	Atlantic Richfield		IBM		Exxon Mobil		China Construction Bank		Johnson & Johnson (US\$371bn)
	General Electric	●	UFJ Bank*		Lucent Technologies		Royal Dutch Shell		JP Morgan Chase (US\$360bn)
	Eastman Kodak		Exxon		Deutsche Telekom		Nestlé		Exxon Mobil (US\$320bn)

* Entidades fusionadas

El petróleo, en máximos
Las empresas estadounidenses son las mejores gestionadas

Japón va a dominar el mundo

Los grandes ganadores estadounidenses del auge de los sectores TMT

China pasará a ser la primera potencia

Los monopolios de la tecnología generarán un crecimiento infinito

ALGUNAS TENDENCIAS LARGO PLAZO

04

Grandes tendencias futuras: los cambios que van a afectar a los modelos económicos en todos los sectores



Cambio climático

Green Planet



Cambio demográfico

Auge de los millennials



Cambio tecnológico

Inteligencia artificial

Green Planet - ¡No es posible poner a cero el contador del clima!



El 12% del planeta está ahora expuesto a unas condiciones climáticas extremas comparado con el 0,2% entre 1951 y 1980.



La temperatura media mundial en 2018 es de aprox. **1 °C superior** a la temperatura de referencia preindustrial.



2.000 millones de personas **sin acceso** a servicios de **recogida de residuos**



El deterioro del suelo afecta a una quinta parte de la superficie terrestre del planeta y a la vida de 1.000 millones de personas



De aquí a 2030, **700 millones** de personas podrían verse desplazadas en caso de **grave escasez de agua**.



+41 millones de personas afectadas por las **inundaciones en el sudeste asiático**

Energías limpias

Eficacia energética

Biodiversidad

Economía circular

Movilidad sostenible

Green Planet - Invertir en sectores clave



Brecha de inversión global = 1.500 millones de euros por año hasta 2050 para mantenerse por debajo de 1,5 °C, incluidos 270 millones de euros en Europa



Transporte

Modernizar el transporte urbano para cumplir con los criterios de referencia mundiales

Garantizar una capacidad suficiente en el transporte interurbano

~ 80.000 mill. €

Brecha de inversión*

Agua y residuos

Seguridad del agua, incluida la gestión del riesgo de inundación

Restablecimiento del cumplimiento de la infraestructura hídrica

Mejorar la gestión de residuos y la recuperación de materiales

Necesidad adicional de infraestructuras urbanas resistentes y eficaces

~ 90.000 mill. €

Brecha de inversión*

Energía

Modernización de redes energéticas (gas y electricidad)

Eficiencia energética en edificios e industria

Generación de electricidad, incluidas las energías renovables

~ 100.000 mill. €

Brecha de inversión*

Fuentes: ODDO BHF AM, UE | * Brecha de inversión europea (270.000 mill. €)

Millennials: un cambio demográfico radical



1.700 millones de *millennials* en todo el mundo (Gen. Y, 25-38 años). Suponen el 23% de la población mundial (7.400 millones)



- En EE. UU., los *millennials* son la generación viva más grande de la historia.
- Gen. Y > Gen. X por primera vez en 2019.
- Un potente motor para el crecimiento del PIB de EE. UU.



- Los *millennials* chinos (327 mill.) igualan casi en número a la población de EE. UU. (331 mill.)

- El 86% de los *millennials* viven en los países emergentes

Un mundo sin barreras ni fronteras

Comportamientos radicalmente diferentes de los de generaciones anteriores que favorecerán a las empresas capaces de aprovechar estos nuevos hábitos de consumo



MILLENNIALS «CARE AND WANT A BETTER WORLD»

- El **87%** de los *millennials* cree que el éxito no se limita a los aspectos financieros.
- El **93%** de los *millennials* considera importante la «inversión de impacto» al elegir una inversión

«TECHNOLOGY IS THE NEW NORMAL»

- Todos «nativos digitales»

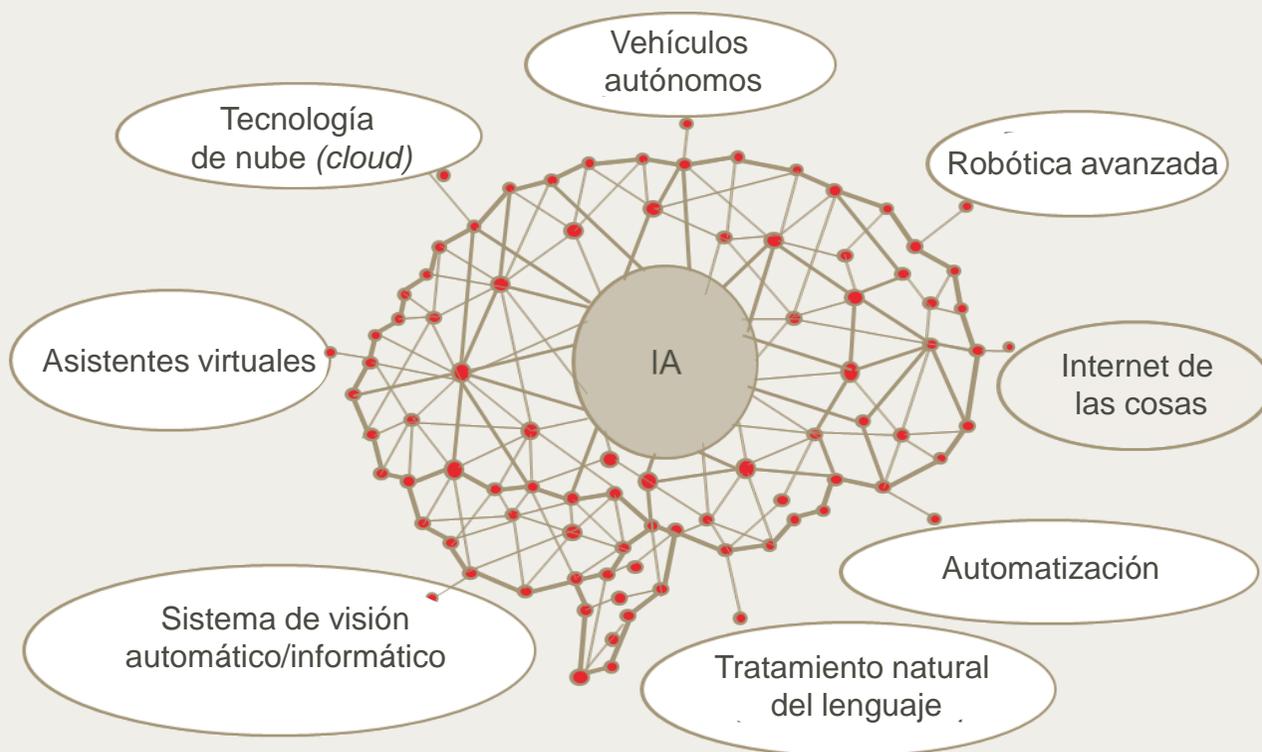
LAS TEMÁTICAS CLAVE

- *Smarthomes* – Amazon Prime
- Redes sociales – monetización de todo
- Aplicaciones – experiencia omnicanal
- Música: Pasatiempo n.º 1 / Vídeo bajo demanda
- *E-sport*, videojuegos, entretenimiento interactivo
- Primera generación en consumo sostenible



Inteligencia artificial (IA)

Una revolución silenciosa que va a redefinir todos los sectores.



Definición

La inteligencia artificial es la capacidad de un programa o máquina para pensar y aprender de forma similar a la de un ser humano. Las máquinas son entrenadas para ver, escuchar, orientar e interactuar en tiempo real.

Crecimiento

La inteligencia artificial crecerá a un ritmo del 23% anual según Gartner entre 2018 y 2025, cuando tecnología global será inferior al 10%.

Ejemplos

Los algoritmos de búsqueda en Google, Alexa, Siri; Netflix y Spotify; reconocimiento facial, vocal, etc.

Numerosos sectores de aplicación para la inteligencia artificial



Domicilio



iRobot y Roomba, su robot de limpieza totalmente autónomo

Ocio



AMD y su tarjeta gráfica Radeon

Salud



Elekta colabora con IBM Watson Health para ofrecer una combinación de capacidades de Watson y soluciones Elekta en oncología.

Asesoramiento



Ping An y sus avances en inteligencia artificial (seguros, finanzas, salud)

Automóvil



General Motors y Cruise, su empresa que desarrolla coches autónomos

Industria



Fortive suministra equipos innovadores para construir fábricas inteligentes con la inteligencia artificial

NUESTRO POSICIONAMIENTO

04





Escenario central: Debilitamiento del crecimiento mundial. Las tensiones comerciales entre EE.UU. y China siguen siendo el centro de atención

Europa

- Persistente divergencia macroeconómica entre la fortaleza de la demanda interna y la persistente debilidad/recesión del sector industrial en algunos países, como Alemania.
- Los riesgos políticos siguen estando presentes (*Brexit*, Irán, Hong Kong/China, etc.)
- Se mantienen políticas monetarias adecuadas hasta al menos 2020

EE. UU.

- La economía sigue siendo sólida a pesar de algunos obstáculos. Impacto negativo en el consumo esperado con el nuevo ciclo de tarifas
- La Fed sigue siendo flexible y extiende la fase de expansión, pero cuestiona la independencia del banco central
- El aumento del proteccionismo y la regulación y los riesgos geopolíticos genera incertidumbres

55%

Activos para sobreponderar



- Renta variable (neutral)
- Crédito

Activos para infraponderar



- Deuda pública

Estrategia



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

Escenario alternativo: riesgo de tipos de interés alentado por una aceleración imprevista de la inflación estadounidense y del crecimiento del déficit de EE. UU.

- Aceleración de salarios
- Aumento de los precios del petróleo, alentado por una intensificación de las tensiones políticas en Oriente Medio
- Menor potencial de crecimiento

5%

Activos para sobreponderar



- Bonos ligados a la inflación
- Estrategias alternativas
- Liquidez

Activos para infraponderar



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

Escenario alternativo: mayor proteccionismo y contagio desde los mercados emergentes

- Impacto de la guerra comercial entre China y EE. UU. en las cadenas de suministro internacionales
- Materialización de los riesgos geopolíticos (mercados emergentes, Oriente Medio, etc.)
- China: riesgos de reequilibrio económico
- *Brexit*: falta de acuerdo

40%

Activos para sobreponderar



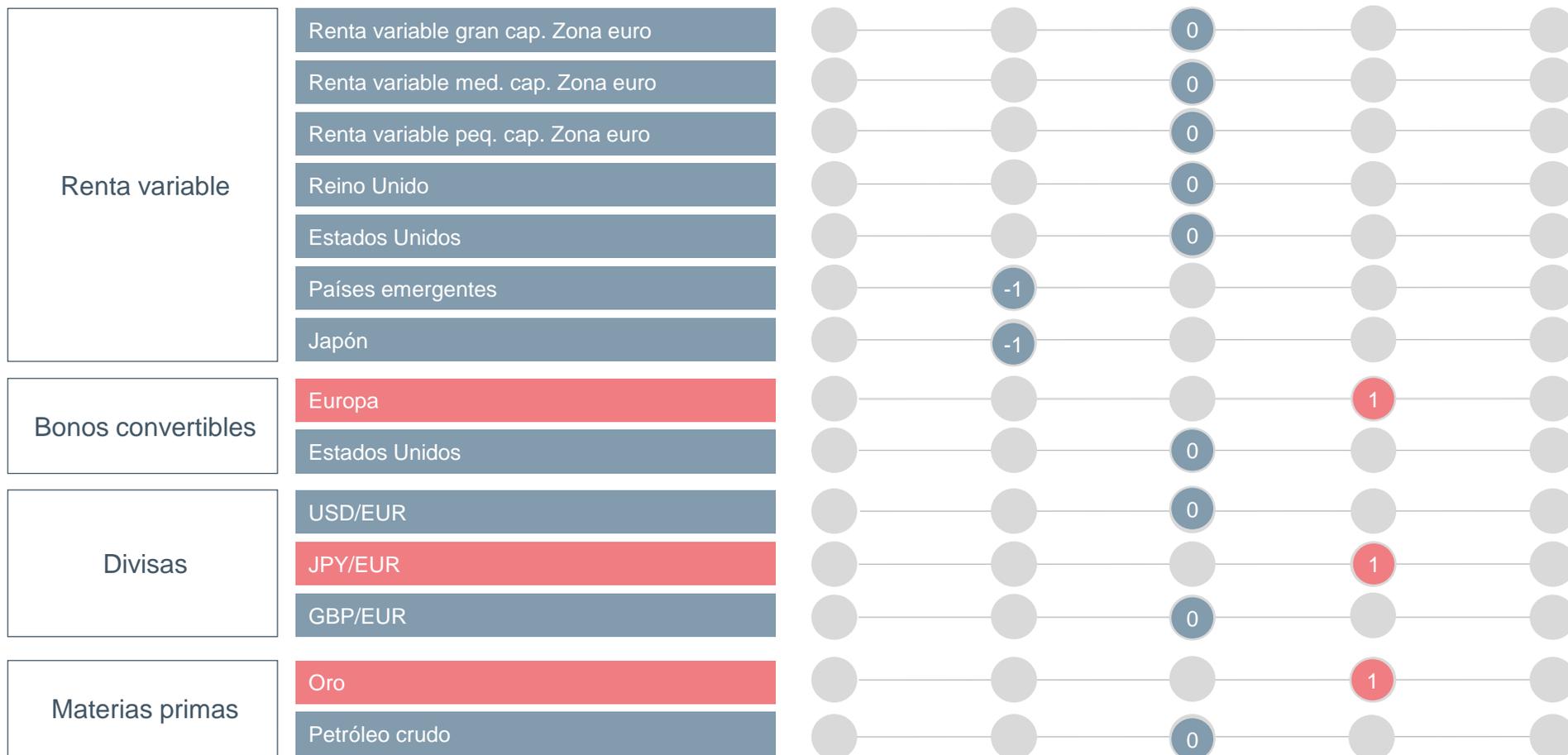
- Mercado monetario en CHF y JPY
- Volatilidad
- Deuda pública *core*

Activos para infraponderar



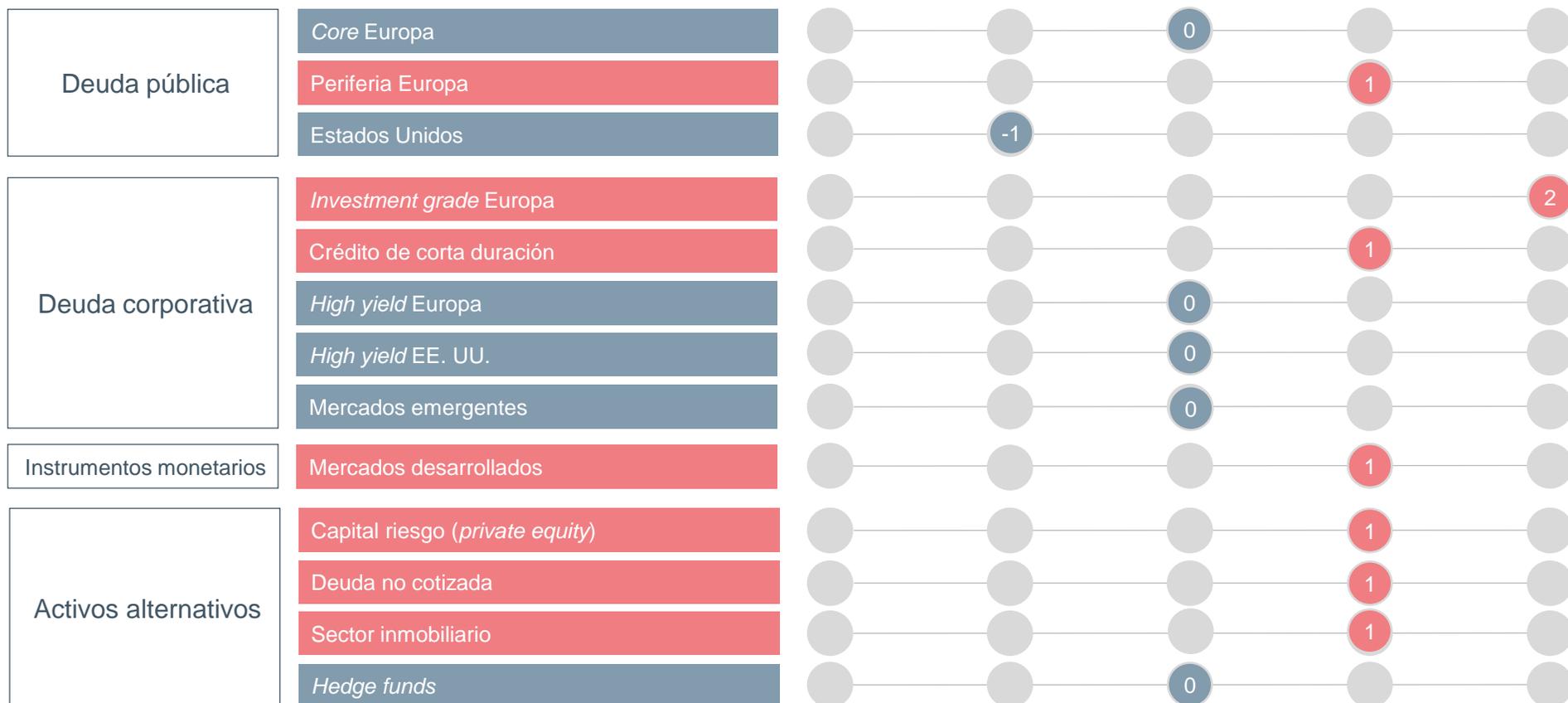
- Renta variable
- Crédito *high yield*

Nuestras convicciones para los próximos seis meses



Datos a 4/9/2019.

Nuestras convicciones para los próximos seis meses



Anexo - Tablas de previsiones

Tabla de previsiones (1)



PREVISIONES - CRECIMIENTO DEL PIB REAL*													
	Media			2019				2020				Consenso** **	
	2018	2019	2020	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2019	2020
Mundo	3.7	3.1	2.9										
EE. UU.	2.9	2.2	1.6	3.1	2.0	1.5	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8	2.3	1.9
UEM	1.9	1.2	1.5	1.7	0.8	1.1	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.1	1.2
Alemania	1.5	0.6	1.1	1.5	-0.3	0.0	1.0	1.4	1.5	1.6	1.6	0.6	1.2
Francia	1.7	1.4	1.7	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.3	1.2
Italia	0.7	0.1	0.7	0.5	0.1	0.4	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0	0.0	0.4
España	2.6	2.2	2.0	2.7	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	1.8
Reino Unido	1.4	1.1	0.9	2.0	-0.8	0.8	0.8	0.8	1.2	1.6	1.6	1.2	1.2
Japón	0.8	0.9	0.4	2.2	1.3	0.4	-2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.3
China (% interanual)	6.6	6.1	5.8	6.4	6.2	6.0	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	6.2	6.0

* tasa anualizada interan. o intertr.

** 12 de agosto de 2019

PREVISIONES - TIPOS Y DIVISAS*												
	Actual	Objetivo		Último 5 años*		Media						
	09/09/2019	3M	12M	alta	baja	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Tipo oficial												
Fondos de la Fed	2.25	1.75	1.75	2.50	0.25	0.27	0.52	1.13	1.96	2.31	1.75	
Tipo de depósito BCE	-0.40	-0.50	-0.50	-0.20	-0.40	-0.20	-0.38	-0.40	-0.40	-0.43	-0.50	
Tipo a 10 años												
Letra del Tesoro de EE. UU.	1.6	1.6	1.9	3.2	1.5	2.1	1.8	2.3	2.9	2.1	1.8	
Bund alemán	-0.6	-0.6	-0.3	0.8	-0.6	0.5	0.1	0.4	0.5	-0.3	-0.4	
OAT francés	-0.3	-0.3	0.0	1.3	-0.3	0.8	0.5	0.8	0.7	0.1	-0.1	
Divisas												
EUR/USD	1.11	-	1.16	1.27	1.05	1.11	1.11	1.13	1.18	1.12	1.15	
USD/JPY	107	-	105	124	101	121	109	112	110	108	106	
USD/RMB	7.13	-	7.50	7.13	6.13	6.28	6.64	6.76	6.61	6.95	7.39	

* media mensual

Fuente: previsiones de consenso, FMI, ODDO BHF

Tabla de previsiones (2)



PREVISIONES – DATOS MACROECONÓMICOS FUNDAMENTALES DE EE. UU., LA UEM Y FRANCIA*											
	Media			2019				2020			
	2018	2019	2020	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Estados Unidos											
PIB real	2.9	2.2	1.6	3.1	2.0	1.5	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8
Consumo privado	3.0	2.6	2.4	1.1	4.7	3.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Inversión no residencial	6.4	2.3	0.7	4.4	-0.6	-2.0	0.0	1.0	2.0	2.0	2.0
Inversión residencial	-1.5	-2.2	1.9	-1.0	-2.9	1.0	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
Demanda interna (contribución, %)	3.2	2.5	2.1	1.9	3.8	2.1	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2
Existencias (contribución, %)	0.1	0.2	-0.1	0.5	-1.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exportaciones netas (contribución, %)	-0.4	-0.4	-0.4	0.8	-0.8	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Inflación (IPC, %)	2.4	1.8	2.3	1.6	1.8	1.8	1.9	2.2	2.3	2.3	2.4
Tasa de desempleo (%)	3.9	3.7	3.6	3.9	3.6	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5
Zona euro											
PIB real	1.9	1.2	1.5	1.7	0.8	1.1	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
Consumo privado	1.4	1.3	1.6	1.6	0.8	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Inversión	2.3	2.8	2.2	0.8	2.2	1.8	2.2	2.2	2.3	2.5	2.5
Demanda interna (contribución, %)	1.4	1.5	1.6	1.4	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Existencias (contribución, %)	0.0	-0.3	0.0	-0.5	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exportaciones netas (contribución, %)	0.5	0.1	-0.1	1.2	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Inflación (IPC, %)	1.8	1.2	1.3	1.4	1.4	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
Tasa de desempleo (%)	8.2	7.6	7.1	7.8	7.6	7.5	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0
Francia											
PIB real	1.7	1.4	1.7	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Consumo privado	0.9	1.2	1.7	1.3	0.9	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Inversión	2.8	2.8	2.2	2.0	3.6	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0
Demanda interna (contribución, %)	1.3	1.5	1.7	1.2	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
Existencias (contribución, %)	-0.2	-0.1	0.0	1.3	-0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Exportaciones netas (contribución, %)	0.7	0.0	0.0	-1.3	0.3	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Inflación (IPC, %)	2.1	1.2	1.3	1.4	1.3	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
Tasa de desempleo (%)	8.8	8.2	7.7	8.4	8.2	8.1	8.0	7.9	7.8	7.7	7.6

* y/y or q/q annualised rate

Fuente: Thomson Reuters, ODDO BHF



ODDO BHF Asset Management SAS (France)

Sociedad gestora de carteras autorizada por la Autoridad de Mercados Financieros (AMF) con el n.º GP 99011. Constituida como sociedad anónima por acciones con un capital social de 9.500.000 euros. Inscrita en el Registro Mercantil de París con el número 340 902 857.

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