



## **ODDO BHF AM - strategia d'investimento**

### **Gennaio 2020 – Resilienza e fragilità**

**Bruno Cavalier**, Direttore economista, ODDO BHF SCA

**Laurent Denize**, Co-CIO globale

**Nicolas Jacob**, Responsabile ricerca ESG



ODDO BHF AM è la divisione di asset management del gruppo ODDO BHF. ODDO BHF AM è il marchio comune di quattro società di gestione giuridicamente distinte: ODDO BHF AM SAS (Francia), ODDO BHF AM GmbH (Germania), ODDO BHF Private Equity SAS (Francia) e ODDO BHF Asset Management Lux (Lussemburgo).

Il presente documento, a carattere promozionale, è stato redatto da ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. La responsabilità della sua diffusione ad eventuali investitori è di ogni promotore, distributore o consulente.

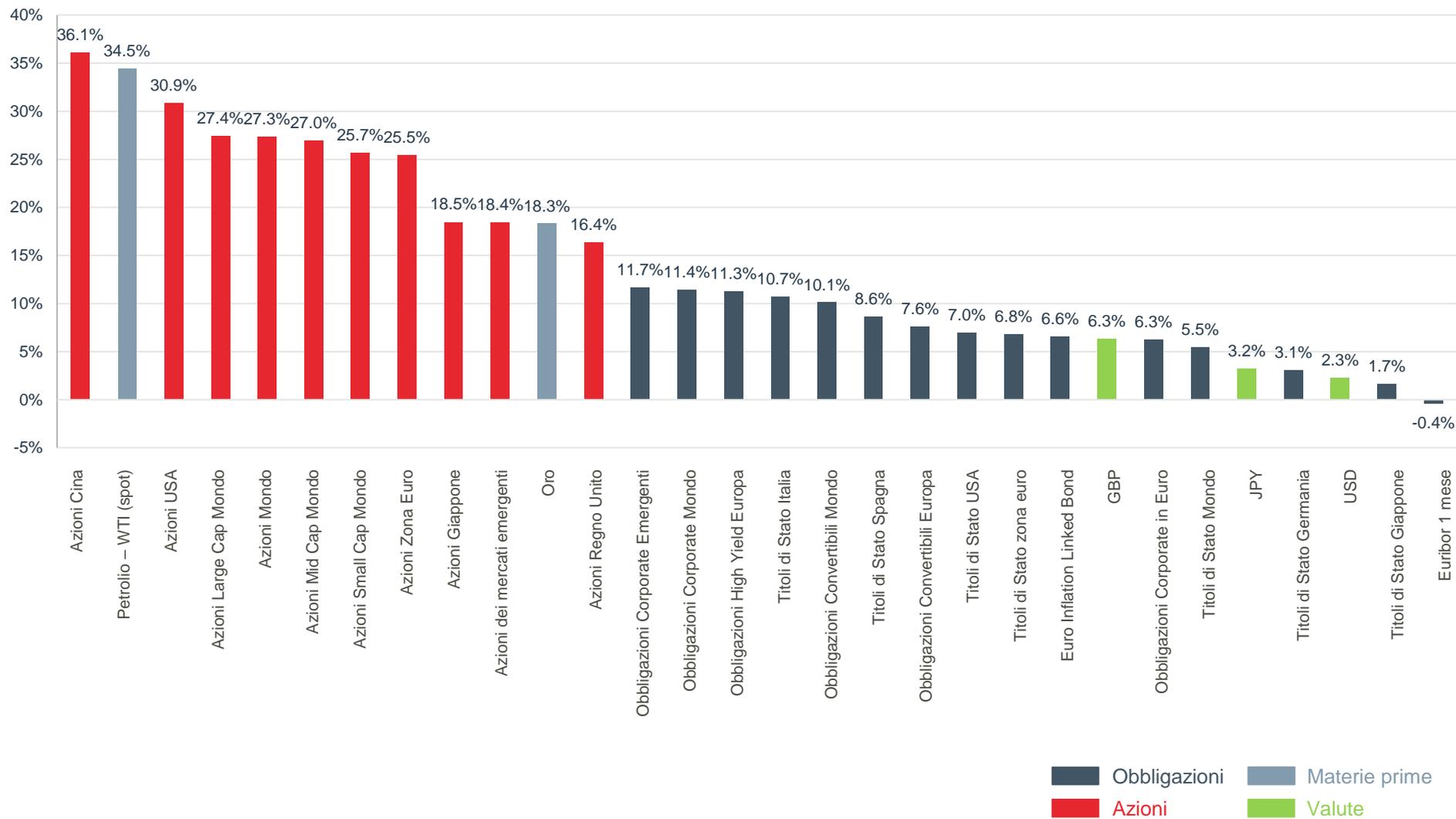
**Si invita il potenziale investitore a rivolgersi ad un consulente d'investimento prima di sottoscrivere il fondo regolamentato dall'Autorité des Marchés Financiers (AMF) o dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Si ricorda all'investitore che i fondi presentano un rischio di perdita del capitale, oltre che un certo numero di rischi legati agli strumenti/alle strategie in portafoglio. In caso di sottoscrizione l'investitore è tenuto obbligatoriamente a consultare il Documento di informazioni chiave per gli investitori (KIID) o il prospetto dell'OIC per essere pienamente consapevole dei rischi potenziali.** Il valore dell'investimento è soggetto a variazioni sia positive che negative e potrebbe non essere interamente restituito. L'investimento deve avvenire in base agli obiettivi d'investimento, all'orizzonte d'investimento e alla capacità di far fronte ai rischi legati all'operazione. ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS non sarà inoltre ritenuta responsabile per eventuali danni diretti o indiretti causati dall'utilizzo del presente documento o delle informazioni in esso contenute. Tali informazioni sono fornite unicamente a scopo indicativo e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento, senza preavviso.

Si ricorda agli investitori che i risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo. Essi vengono presentati al netto delle spese, oltre alle spese eventuali di sottoscrizione addebitate dal distributore e oltre alle imposte locali. Le opinioni contenute nel presente documento esprimono le nostre previsioni di mercato al momento della sua pubblicazione, possono variare in funzione delle condizioni di mercato e non comportano in alcun caso la responsabilità contrattuale di ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. I valori di liquidazione indicati nel presente documento sono forniti unicamente a scopo indicativo. Fa fede soltanto il valore di liquidazione presente sul fissato bollato e sugli estratti conto dei titoli. La sottoscrizione e il riscatto degli OIC si effettuano a valore di liquidazione ignoto.

I KIID e i prospetti sono disponibili gratuitamente presso ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o sui siti [am.oddo-bhf.com](http://am.oddo-bhf.com) nonché presso i distributori autorizzati. La relazione annuale e quelle semestrali sono disponibili gratuitamente presso ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS o sul suo sito Internet [am.oddo-bhf.com](http://am.oddo-bhf.com), oppure su semplice richiesta presso ODDO BHF Asset Management GmbH.

**Si prega di notare che, a partire dal 3 gennaio 2018, ogni volta che ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS fornirà servizi di consulenza all'investimento, tali servizi saranno offerti su base non indipendente, in linea con la direttiva europea 2014/65/UE (la cosiddetta "direttiva MIFID II"). Si prega inoltre di notare che tutte le raccomandazioni espresse da ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS sono fornite sempre a scopo di diversificazione.**

# Ottime performance dei mercati nel 2019



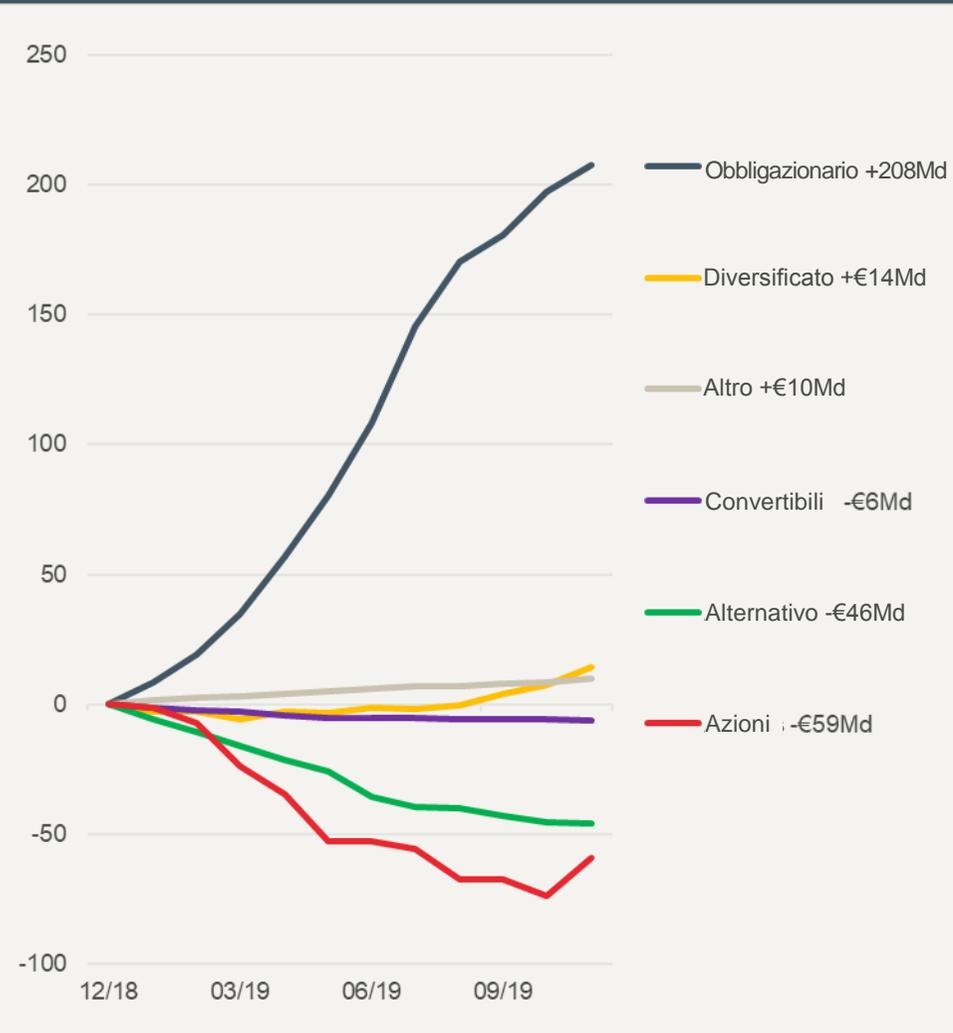
**I risultati ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile di quelli futuri e non sono costanti nel tempo.**

Fonti: Bloomberg e BoA ML dati al 31/12/2019; performance espresse in valuta locale

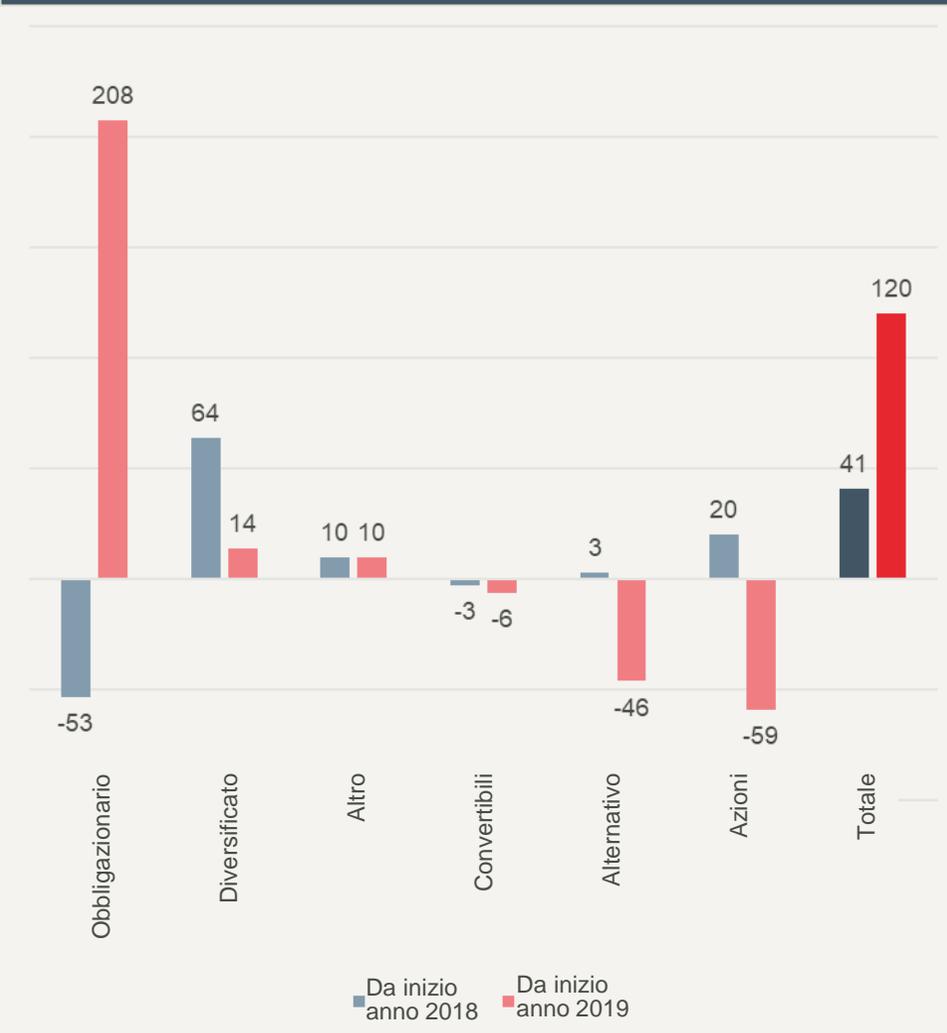
# Un paradosso: nel 2019 gli investitori hanno abbandonato in massa le azioni



Flussi dei fondi aperti da inizio anno 2019 (ETF esclusi):  
totale +€120mld



Flussi da inizio anno 2018 +€41mld contro quelli da inizio anno 2019 +€120mld



Fonti: ODDO BHF AM SAS, Morningstar Europe OE ex MM ex ETFs | Dati al 30/11/2019



**01** Contesto macroeconomico

**02** Valorizzazioni

**03** Il nostro posizionamento

**04** Nuovi modi d'investire



# 01

## CONTESTO MACROECONOMICO

Lezioni del 2019 – Prospettive per il 2020

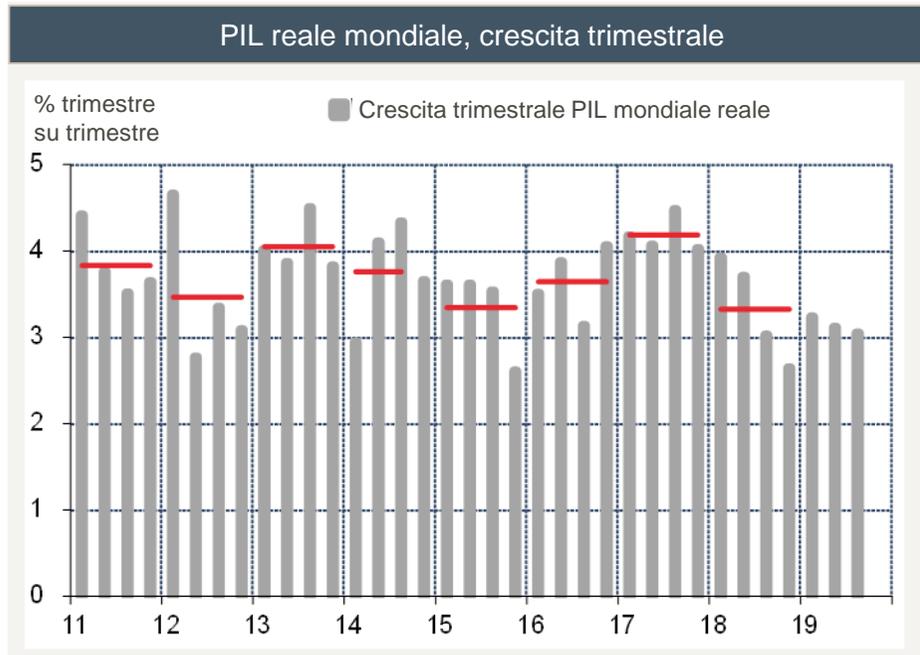
Bruno Cavalier, Direttore economista, ODDO BHF

# La grande domanda: recessione/espansione?

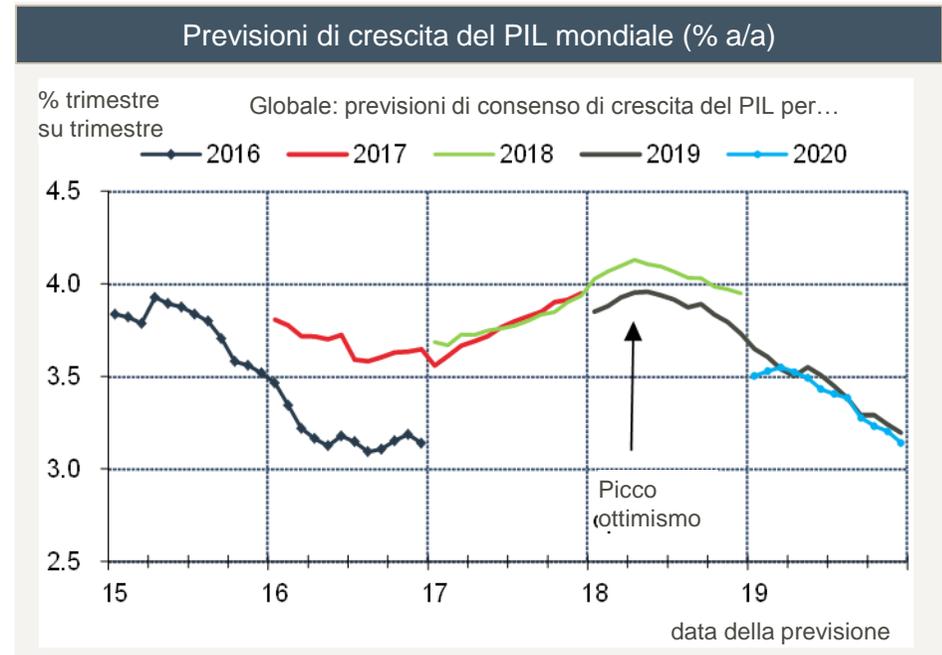
## La crescita mondiale conferma la sua stabilizzazione intorno al 3% l'anno



①



②



Con i dati finali del terzo trimestre, la crescita del PIL mondiale si attesta al 3,1% trimestre su trimestre annuo (contro il 3% in media sui quattro trimestri precedenti) ①. Insomma, la tendenza si è stabilizzata ma sotto il livello medio post crisi.

Le prospettive di consenso non parlano di un miglioramento degno di nota nel 2020 rispetto al 2019 ②. Il processo di revisioni al ribasso che osserviamo già da due anni a questa parte non s'intensifica e sembra invece in fase di stabilizzazione.

- È consuetudine confrontare la crescita annua, ma ciò può celare il *momentum* di breve termine. La zona euro concluderà il 2019 con una "esperienza di crescita" debole ma la previsione di crescita media implica una leggera accelerazione sequenziale nel 2020.



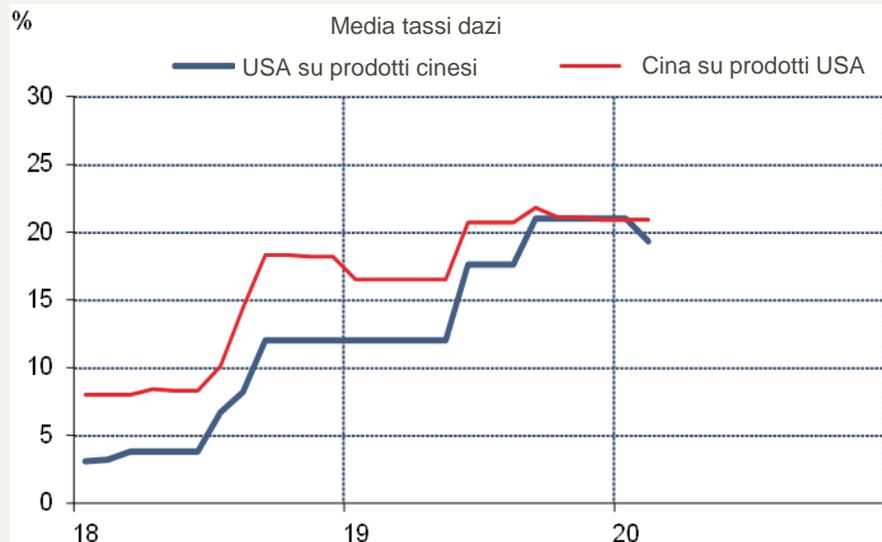
①

Indice d'incertezza del commercio mondiale



②

Tassi medi dei dazi doganali



La Casa Bianca fa il bello e il cattivo tempo su tutte le questioni relative al commercio internazionale. Ultimamente, il bello (accordo di “fase 1” con la Cina, ratifica dell’USMCA) l’ha fatta da padrone, ma non basta a correggere i danni che da due anni vengono inflitti alle regole di libero scambio.

- Il FMI calcola un indice d'incertezza commerciale in base ai rapporti economici di 143 paesi. Malgrado una certa moderazione nel terzo trimestre (ripresa dei negoziati con la Cina), il suo livello non trova precedenti negli ultimi decenni ①. Lo stesso vale per gli indicatori che si basano solo sugli Stati Uniti. Il livello dei dazi doganali tra i due paesi resta molto alto ②.
- La recente decisione dell'amministrazione USA di rendere inoperativa la "corte d'appello" dell'OMC illustra un'inversione strutturale di politica commerciale, con un abbandono del multilateralismo a favore di rapporti di forza bilaterali.

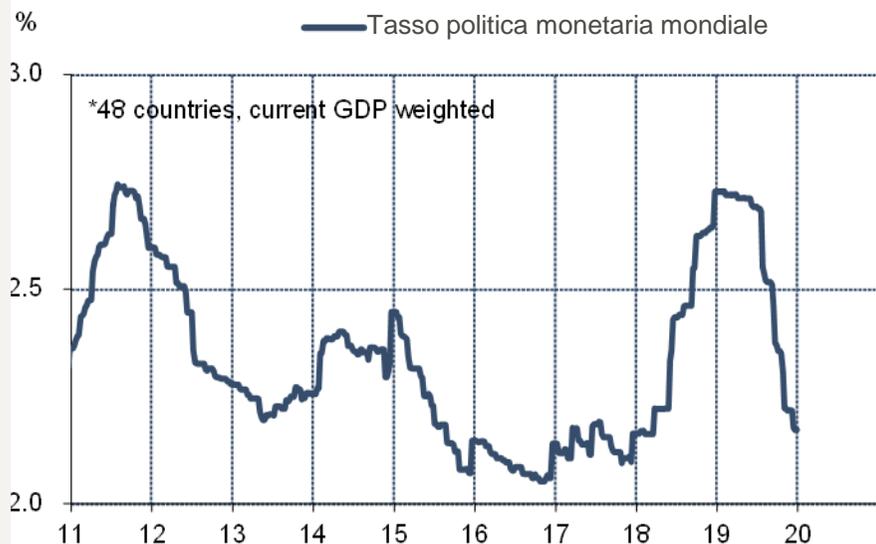
# Lezione del 2019 (2)

## Virata a 180° delle politiche monetarie



①

### Politica monetaria mondiale



②

### Variazione netta degli attivi delle banche centrali



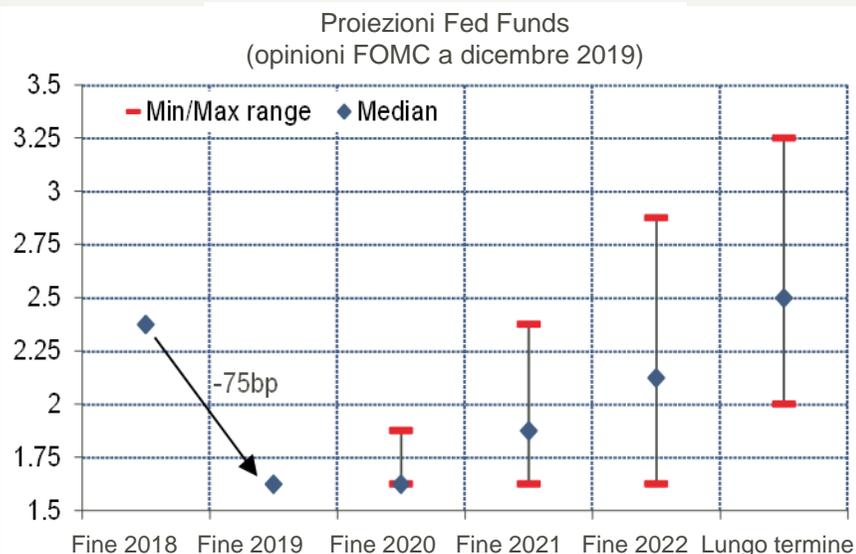
L'orientamento globale delle politiche monetarie ha cambiato direzione durante l'anno, mentre le condizioni economiche non sono concretamente cambiate. Nella funzione di reazione delle banche centrali, il rischio recessione è decisamente superiore al rischio inflazione

- L'allentamento monetario verte sul livello dei tassi principali ① ma riguarda anche la politica di acquisto di attivi ②.
- La Fed ha lasciato perdere il suo programma di normalizzazione previsto fino al 2021 (3 cali contro 3 rialzi previsti nel 2019) ed ha gonfiato il proprio bilancio di circa 250 mld di \$, in risposta alla crisi di liquidità del mercato dei pronti contro termine dallo scorso settembre
- La BCE ha messo da parte le sue (vaghe) intenzioni di abbandonare la NIRP nel 2020 per intensificare/prolungare questa politica, rilanciando inoltre il suo programma d'acquisto di attivi per 20 mld di € al mese (la quota di titoli pubblici è del 55% contro il 75% del QE precedente).



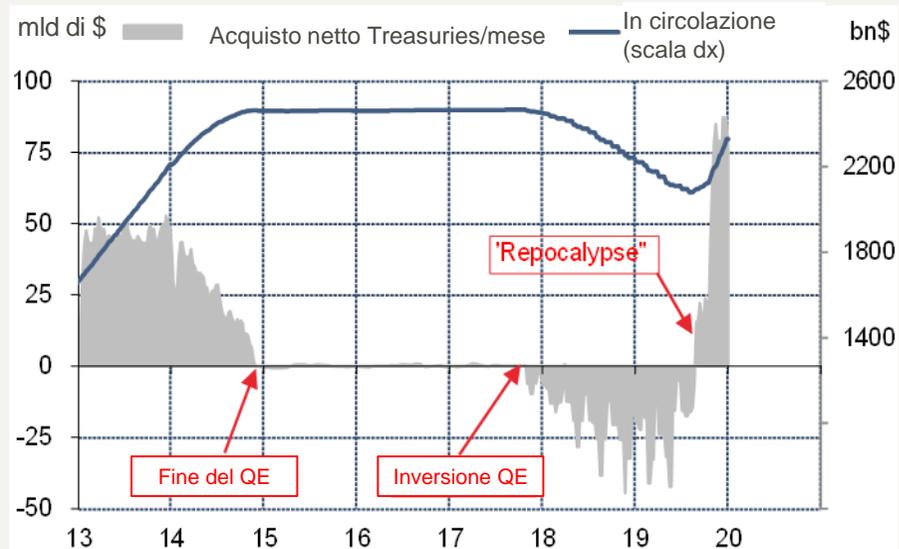
①

## Proiezioni della FED



②

## Acquisti netti di buoni del tesoro e possesso da parte della FED

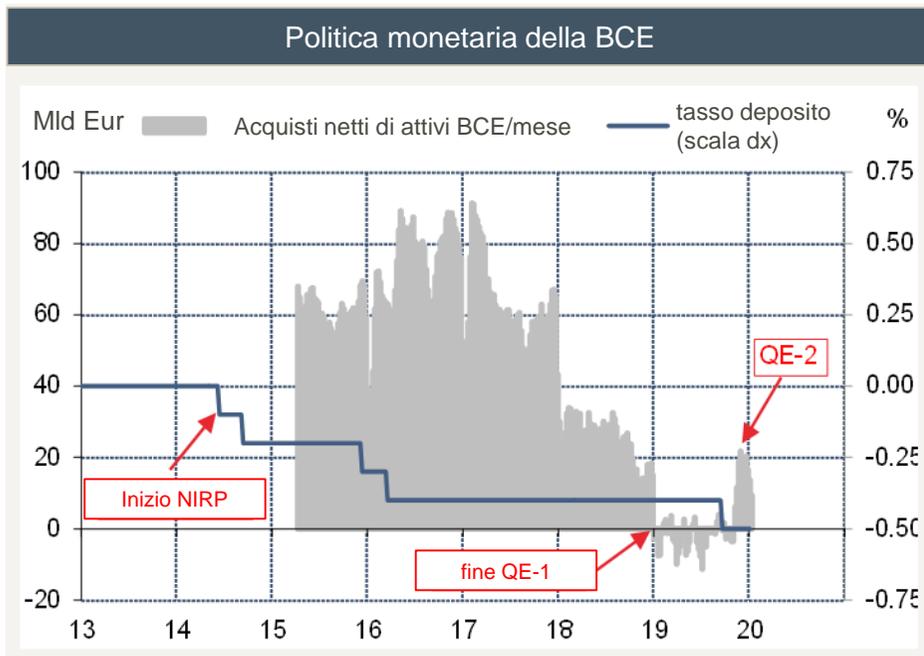


Dopo un cambiamento radicale di orientamento quest'anno (tre tagli dei tassi, acquisto di titoli short), la Fed è oggi posizionata per non cambiare nulla nella propria politica monetaria durante l'anno elettorale, se non addirittura oltre ①.

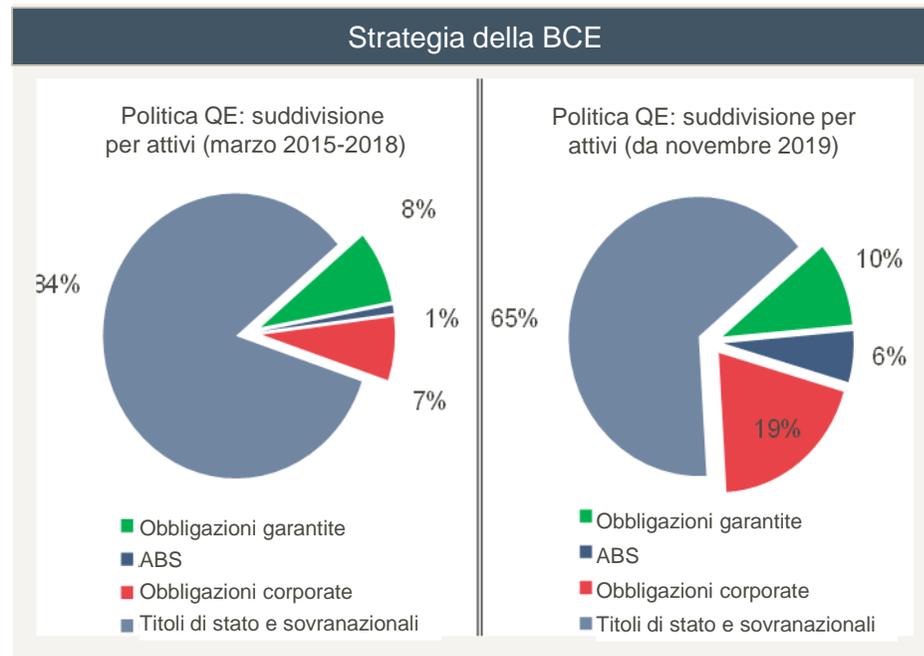
- Esistono rischi al ribasso sull'attività, ma di minore intensità rispetto a qualche mese fa (stabilizzazione del ciclo industriale, ripresa del dialogo USA-Cina, Brexit), insufficienti quindi a prolungare il ciclo di allentamento. D'altro canto, la Fed non vede nessun rischio d'inflazione all'orizzonte di previsione e ritiene che la disoccupazione possa restare contenuta (molto inferiore al NAIRU) senza provocare reali tensioni sugli stipendi. Se ciò succedesse, sarebbe sempre opportuno inasprire la politica. La Fed è disposta a tollerare l'*overshooting* del suo target d'inflazione, dopo anni di *undershooting*.
- Dopo le turbolenze del mercato dei pronti contro termine a settembre, la Fed affronta il problema in modo molto pragmatico, offrendo più liquidità a scadenze più lunghe. Nel breve termine l'espansione del bilancio è significativa ②, ma si tratta di un adattamento ad hoc, non della ripresa sostenibile di una politica d'acquisto di attivi.



①



②



Con il suo stile più consensuale di quello di Mario Draghi e l'annuncio di una revisione della strategia per il 2020, la nuova presidentessa Christine Lagarde ha attenuato gli apparenti dissensi in seno al Consiglio. Il "pacchetto di misure" annunciato a settembre è messo in atto in linea con gli annunci.

- La BCE ha rilanciato, da inizio novembre, un programma di acquisti per 20mld di € al mese, senza limiti di durata prestabiliti ①. In questa fase, la suddivisione dei titoli acquistati differisce dal precedente programma (calo della quota titoli di stato ②).
- La revisione della strategia deve consentire di valutare i pro e i contro delle politiche passate (QE, NIRP, TLTRO) senza inutili polemiche. Tutto sommato, gli sforzi di valutazione effettuati concludono che queste politiche hanno stimolato la crescita economica, interrotto il rischio di deflazione (senza rilancio dell'inflazione), spronato il credito bancario e che non sono la causa principale della debole redditività delle banche. D'altro canto, questa revisione di strategia potrebbe gettare le basi di una più stretta collaborazione con le altre politiche decise dall'UE, in particolare sul tema chiave del momento, ovvero la decarbonizzazione dell'economia a lungo termine.

# Lezione del 2019 (3)

## Separazione dei settori industriali e non industriali



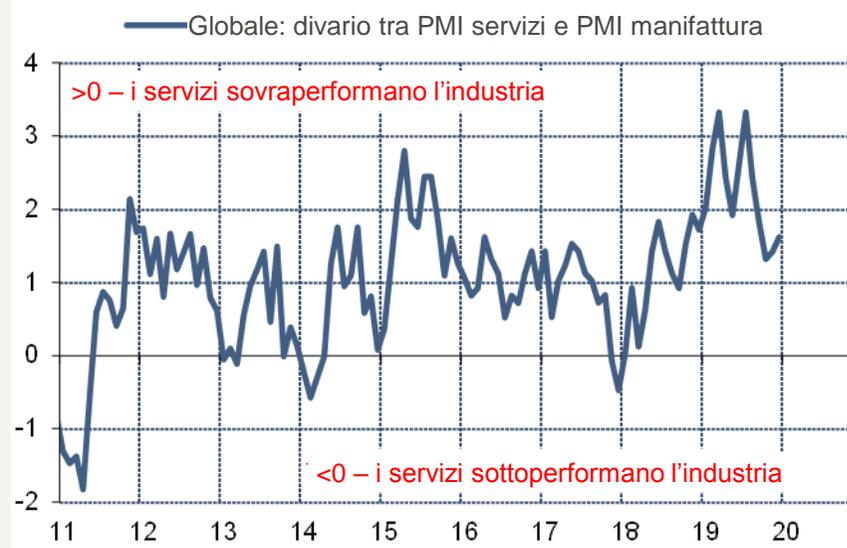
①

### Indice PMI manifatturiero globale



②

### Scarto tra gli indici PMI dei servizi e del settore manifatturiero



A novembre, l'indice PMI-manifatturiero globale è tornato timidamente al di sopra della soglia critica dei 50 punti (50,3), per la prima volta da aprile, guadagnando un punto rispetto al minimo di luglio ①.

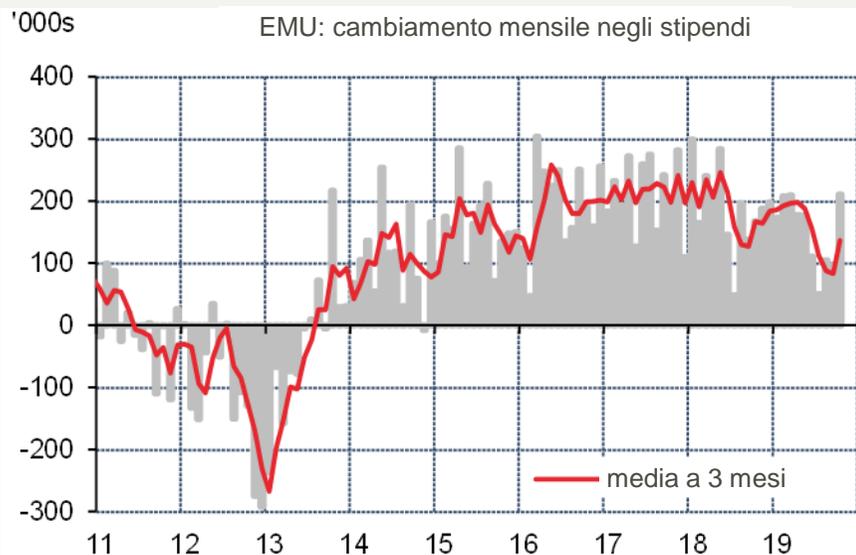
- Il livello assoluto resta debole. Da un punto di vista economico, essere leggermente sopra o leggermente sotto questa soglia non cambia molto il messaggio: ovvero un'attività industriale quasi stagnante (-1% in un anno a settembre su scala globale).
- Nella zona euro (46,9) e ancora di più in Germania (44,1), la stabilizzazione del sentiment degli industriali si attesta a un livello molto basso, e il settore manifatturiero continua a contrarsi fortemente (-5% in un anno in Germania).

Gli altri settori tutto sommato continuano a mostrare ritmi di crescita positivi da due anni a questa parte. Il sentiment delle società di servizi resta decisamente superiore a quello che si osserva nell'industria ②.



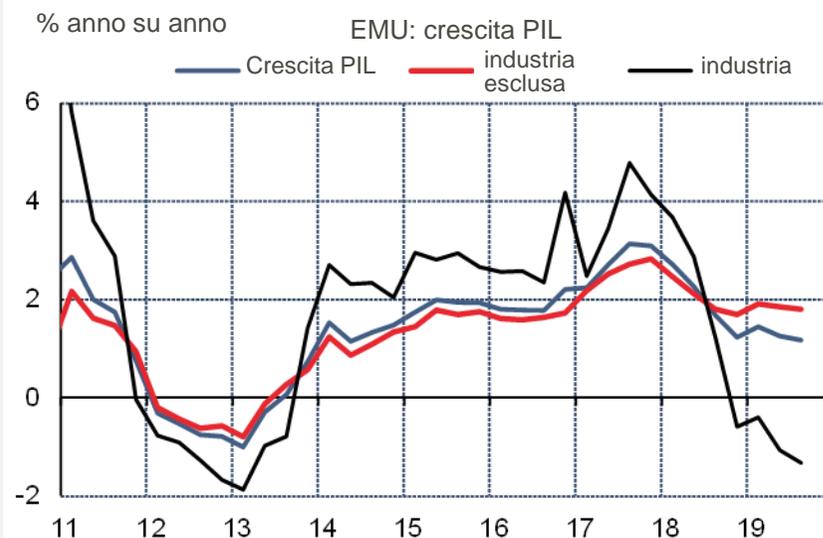
①

## Condizioni d'impiego zona euro



②

## Crescita del PIL in zona euro



La domanda interna ha goduto del sostegno di tre fattori positivi: il miglioramento delle condizioni d'impiego, la crescita del credito e lo stimolo del *policy-mix*. Nessuno di questi fattori è sul punto di scomparire o di affievolirsi.

- La ripercussione della recessione industriale si nota soprattutto nel settore dei servizi alle imprese (ad es. lavoratori interinali) ma l'impatto totale è limitato. Secondo le nostre stime, il ritmo mensile di creazione di posti di lavoro nella zona Euro ha subito una doccia fredda quest'estate, scendendo sotto quota +100.000, ovvero ai minimi dal 2014, tornando però a una tendenza più favorevole (circa 150.000) ①.
- Il rallentamento del ritmo della crescita economica nella zona Euro (dal 3% in un anno a fine 2017 all'1,2% di oggi) è fondamentalmente dovuto al settore industriale (il valore aggiunto passa da +4,1% a -1,3%). Al contempo, i settori non industriali segnano solo un debole rallentamento (il valore aggiunto passa da +2,8% a +1,8%) e progrediscono secondo una tendenza stabile dalla fine del 2018 ②.

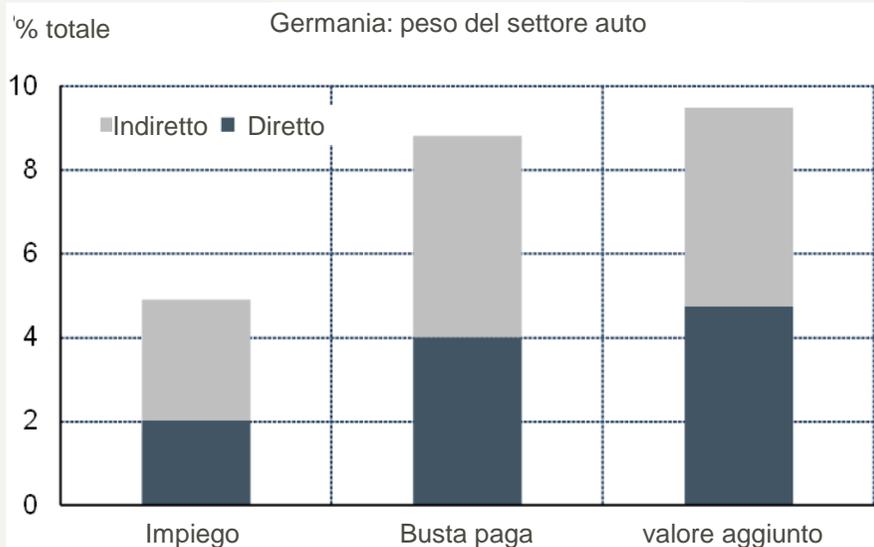
# Lezione del 2019 (4)

## I limiti del "modello" di crescita tedesco



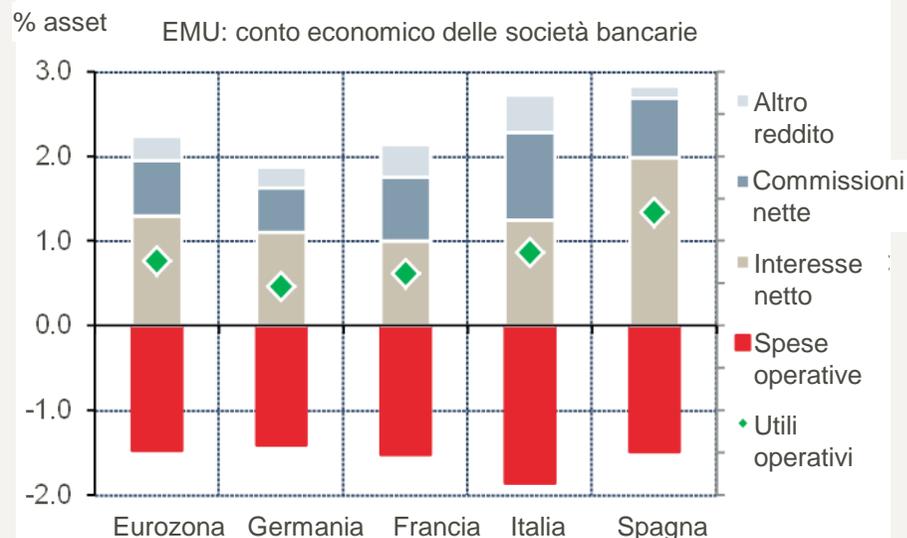
①

### Importanza del settore dell'automobile in Germania



②

### Conti economici delle banche nella zona euro



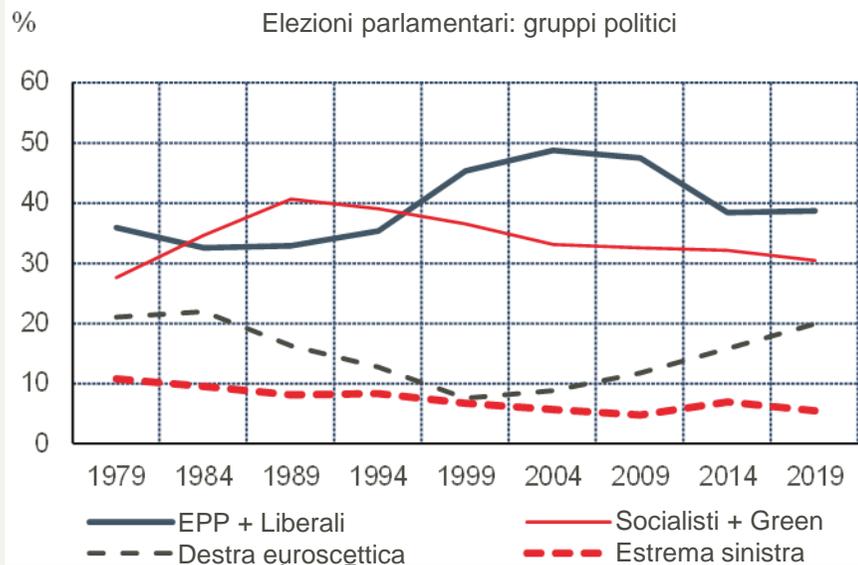
L'indebolimento ciclico della Germania dal 2017 – dovuto in larga parte alla crisi del settore dell'automobile, il cui peso è sovradimensionato ①, e all'evoluzione del commercio estero – ha messo in luce alcune debolezze che possono avere ripercussioni strutturali: insufficienza delle spese per investimenti, debole redditività del settore bancario ②.

- La Germania conserva numerosi vantaggi rispetto ad altri paesi europei (competitività, piena occupazione, debito pubblico basso) ma il suo "modello di crescita" tanto millantato da vent'anni a questa parte (in parole povere, esportazione di prodotti industriali ad elevato valore aggiunto verso l'Asia) sembra meno idoneo in un mondo dominato dall'ascesa dei concorrenti, dalla frenata dell'economia cinese, dalla viscosità degli scambi internazionali (barriere tariffarie e non), dalla sempre maggiore importanza delle sfide ambientali (mix energetico, elettrificazione/ibridazione dei veicoli).
- L'attaccamento, a volte dogmatico, all'ortodossia di bilancio, è fonte d'incomprensione per molti (anche per noi).



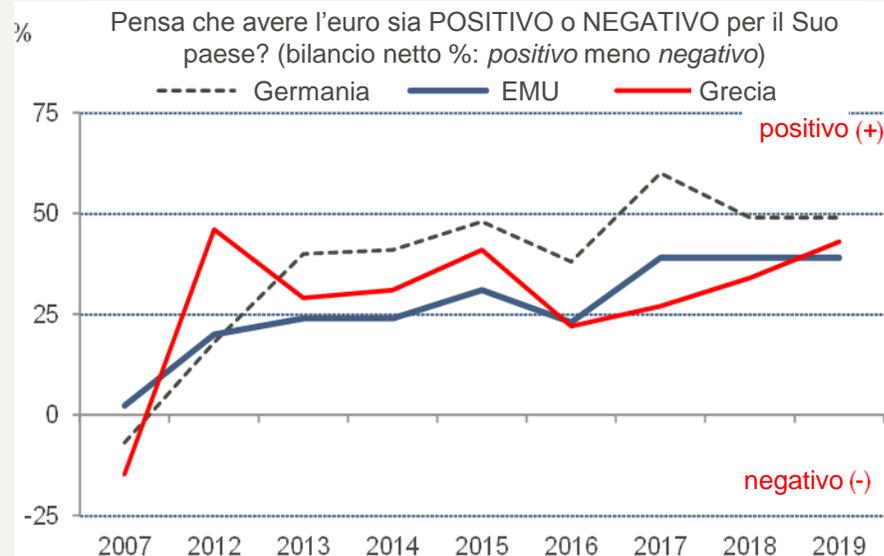
①

### Elezioni del Parlamento europeo



②

### Sostegno all'Euro



La divisione destra/sinistra, un tempo comune nella maggioranza dei paesi europei, ha ceduto il posto ad una frammentazione delle forze politiche. Le elezioni del Parlamento europeo, lo scorso mese di maggio, ne sono state la dimostrazione più lampante ①.

- Tranne in rari casi (Italia 2018), la frammentazione politica non giova ai partiti populistici o euroscettici che restano relegati ad un ruolo d'opposizione. Gli altri partiti (conservatori, liberali, socialdemocratici, green) sono costretti a formare alleanze. Effetto negativo: ciò rischia di rallentare il processo decisionale (tempi di formazione delle coalizioni, negoziazione di compromessi accettabili). Effetto positivo: freno alle forze che spingono per la disintegrazione dell'Europa (tentativi senza successo dopo la crisi greca del 2015 e il referendum sulla Brexit del 2016).
- Il sostegno all'Euro in effetti non è mai stato così forte dalla sua creazione, poiché è evidente che nessuna alternativa credibile si stia delineando all'orizzonte ②. Sono d'accordo anche i politici ostili all'euro (come Matteo Salvini e Marine Le Pen).

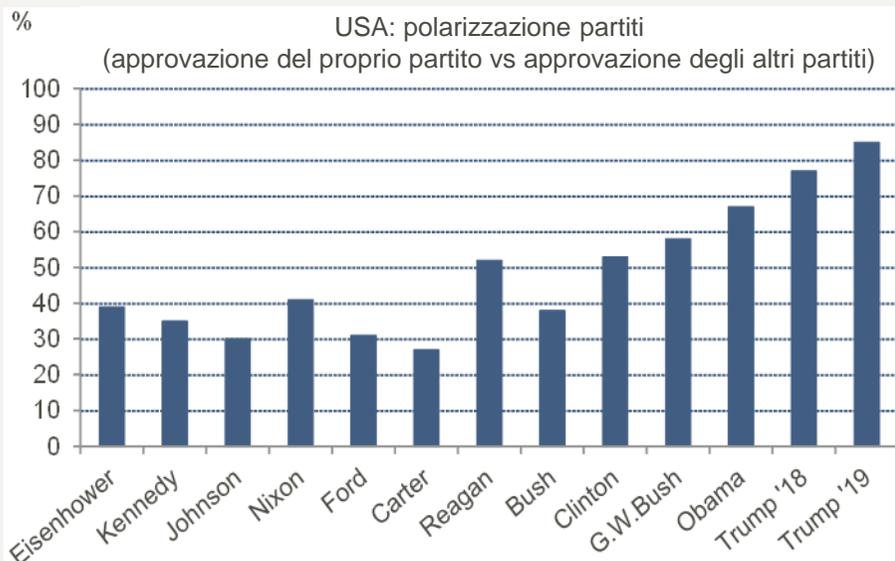
# Rischio per il 2020

Basta una sola parola (Cina, petrolio, mercati, dollaro, ecc.): T-R-U-M-P



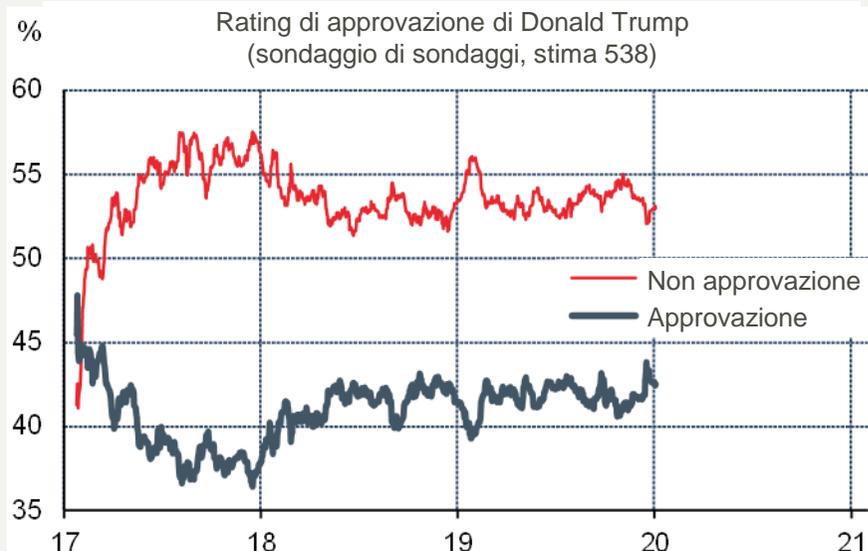
①

## Polarizzazione dei partiti negli Stati Uniti



②

## Sondaggi di popolarità di Trump



Trump è e rimarrà un'incognita. Non solo ha la capacità di destabilizzare praticamente tutto, ma è anche il primo a voler a tutti i costi prolungare il ciclo d'espansione, poiché ne va della sua rielezione nel 2020.

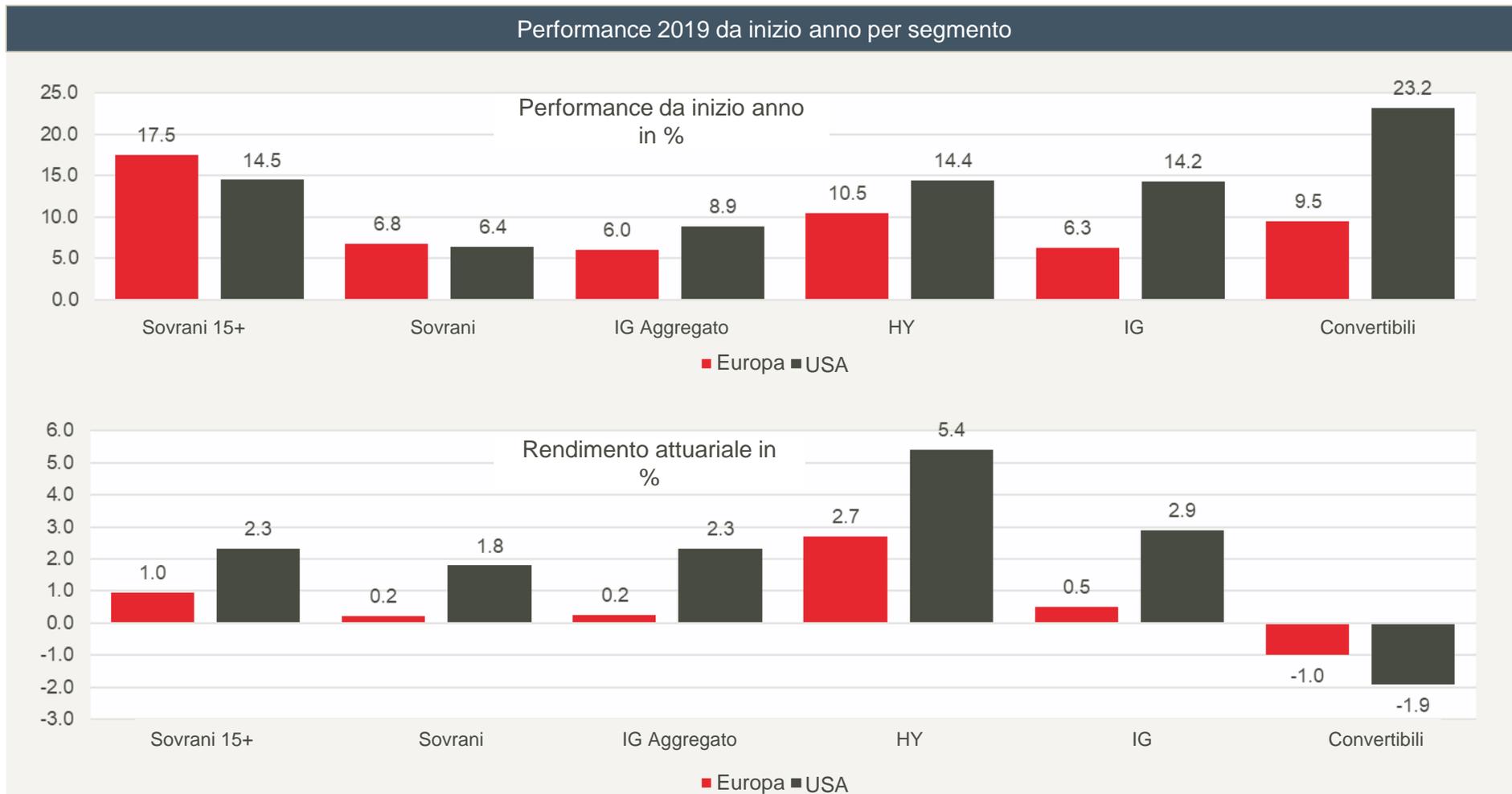
- La polarizzazione dei partiti, fenomeno che aumenta dagli anni '80, ha raggiunto un livello senza precedenti con Donald Trump ①. Per questo motivo, i sondaggi di popolarità sono molto stabili ②. Qualsiasi cosa faccia, o quasi, Trump suscita l'adulazione dei suoi sostenitori e la totale condanna da parte dei suoi avversari. Le prossime elezioni rischiano, come nel 2016, di giocarsi sul risultato di alcuni *swing states*.
- Trump affronta la scadenza elettorale con numerosi assi nella manica. È già presidente in carica. Non ha rivali nel proprio partito, mentre le primarie democratiche rischiano di dividere l'opposizione. L'economia americana è solida, con un tasso di disoccupazione ai livelli più bassi da 50 anni a questa parte. Trump ha realizzato una serie delle promesse fatte durante la campagna del 2016. Il suo *fundraising* non ha eguali nell'opposizione.



# 02

## VALORIZZAZIONI TASSI E CREDITO

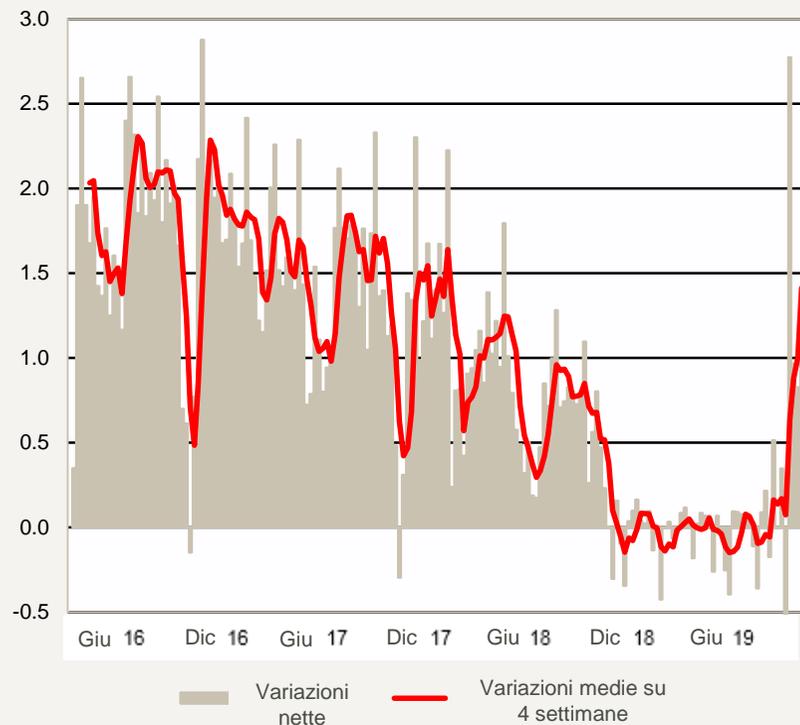
# Una performance notevole degli attivi obbligazionari nel 2019



Fonti: ODDO BHF AM GmbH, Bloomberg, Dati al 31/12/2019 | performance degli indici rappresentativi espressa in valuta locale



## CSPP\* acquisti netti (€m)



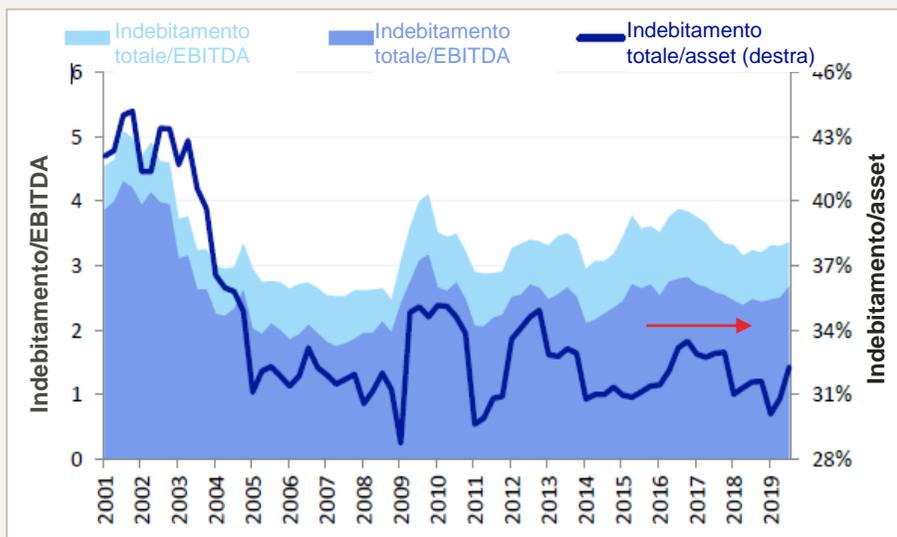
## Offerta di titoli di stato nella zona euro al netto del QE

Titoli di stato	2019 entrate nette al netto del PSPP (€mld)	2020 entrate nette compresi €240mld APP (€mld)
Francia	63,7	32,6
Germania	6,7	-29,8
Italia	50,3	7,0
Spagna	26,2	8,2
<b>Totale</b>	<b>146,9</b>	<b>18,0</b>

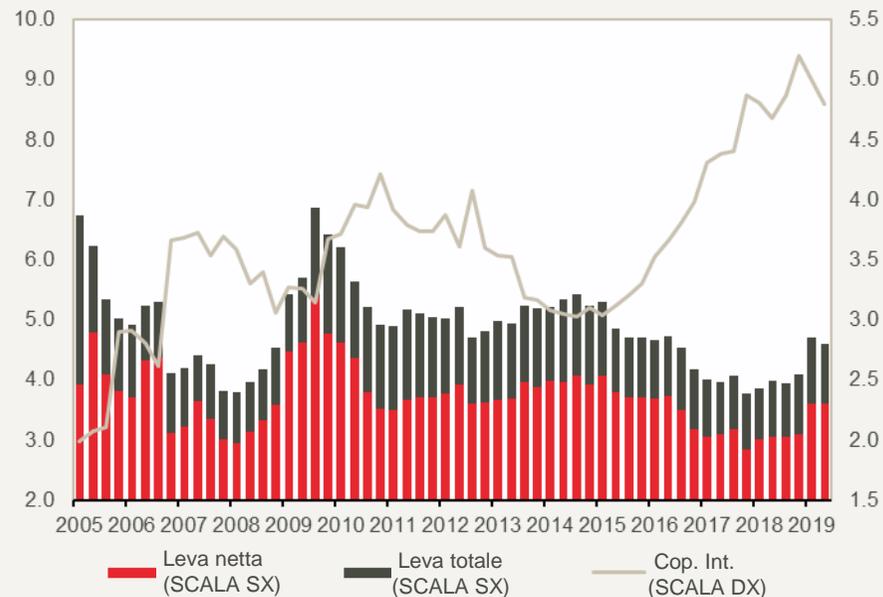
\* CSPP: Corporate sector purchase programme (ECB)  
 Fonti: ODDO BHF AM | Unicredit, BNP Paribas dati al 03/12/2019



## Titoli aziendali europei BBB



## Leva e copertura degli interessi - HY eurozona

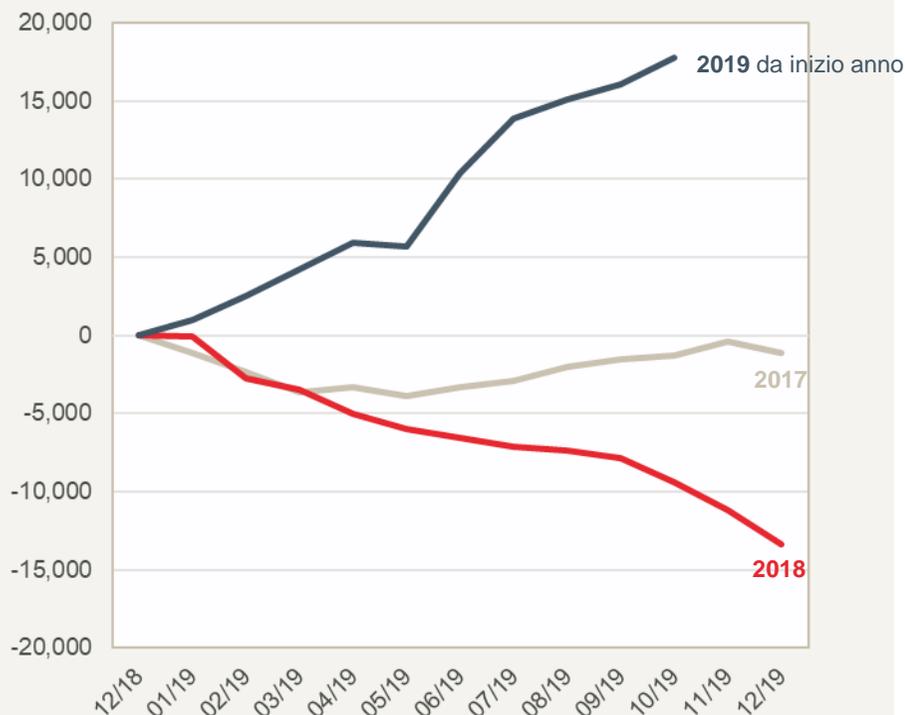


\* Aumento recente dovuto principalmente all'IFRS 16  
 Fonti: ODDO BHF AM GmbH, JP Morgan, agenzie di Rating; 11/2019

# Una carenza nell'offerta di titoli che dovrebbe continuare a giovare all'Investment Grade



Sottoscrizioni nette– Fondi europei Investment Grade\* (€m)

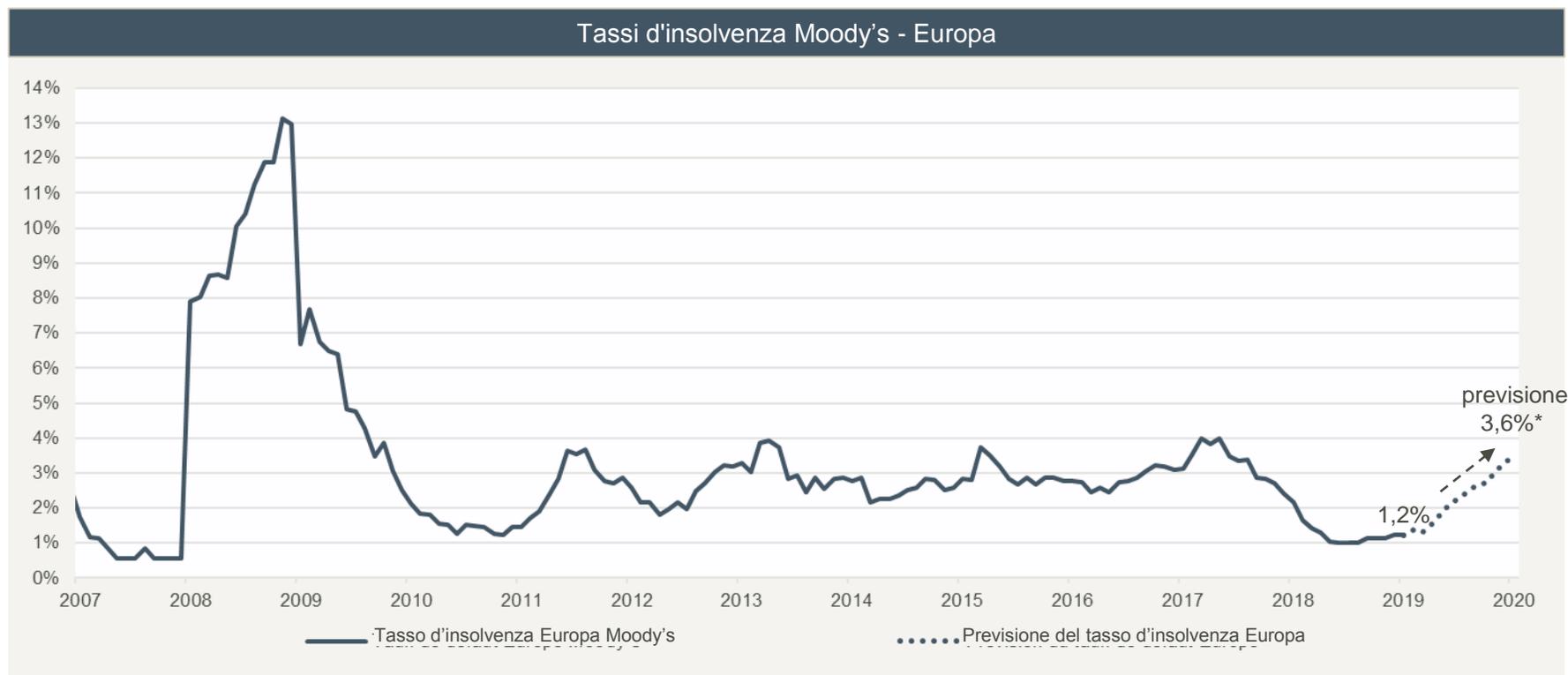


Offerta netta prevista EUR Investment Grade Bonds (€Md)

	2019e (€Md)	2020e (€Md)
Offerta lorda	540	470
Rimborsi	236	255
Cedole	40	40
CSPP netto	5	45
<b>Offerta netta</b>	<b>259</b>	<b>130</b>

Fonti: ODDO BHF AM | Morningstar, Dati al 30/11/2019 | \*Morningstar Category "EUR Corporate Bond".

# Sull'High Yield europeo, i tassi d'insolvenza tornato alla loro media degli ultimi 5 anni



Fonti: ODDO BHF AM GmbH | \*Previsioni Moody's al 31/10/2019 a 1 anno.

Tuttavia, dovrebbero restare contenuti

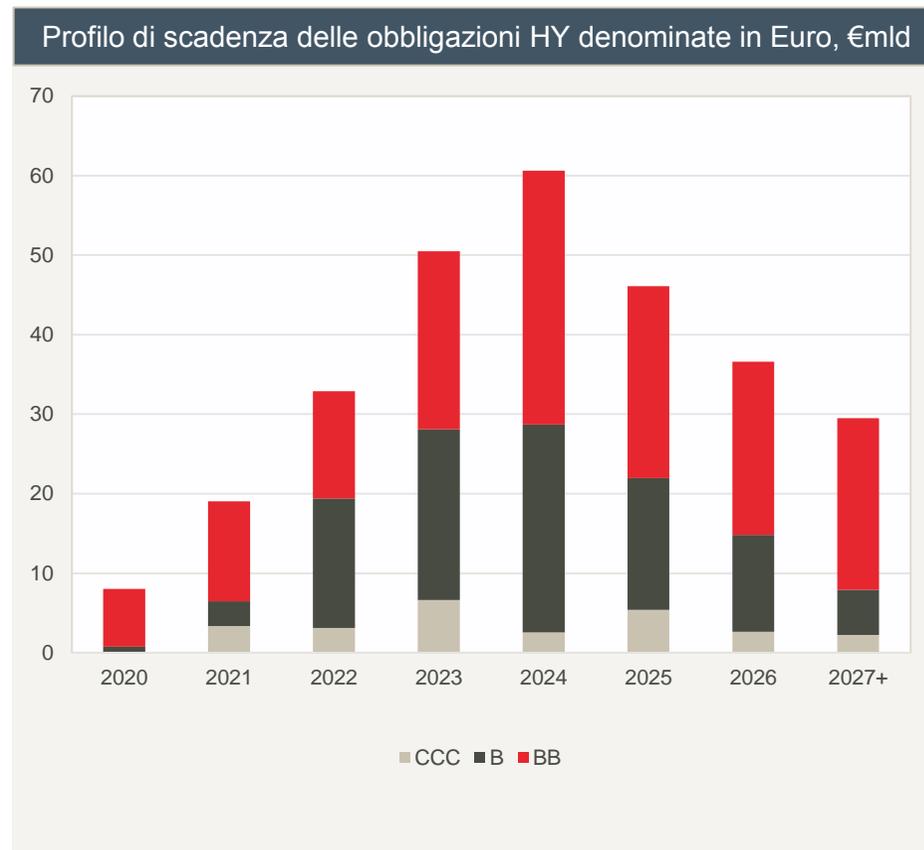
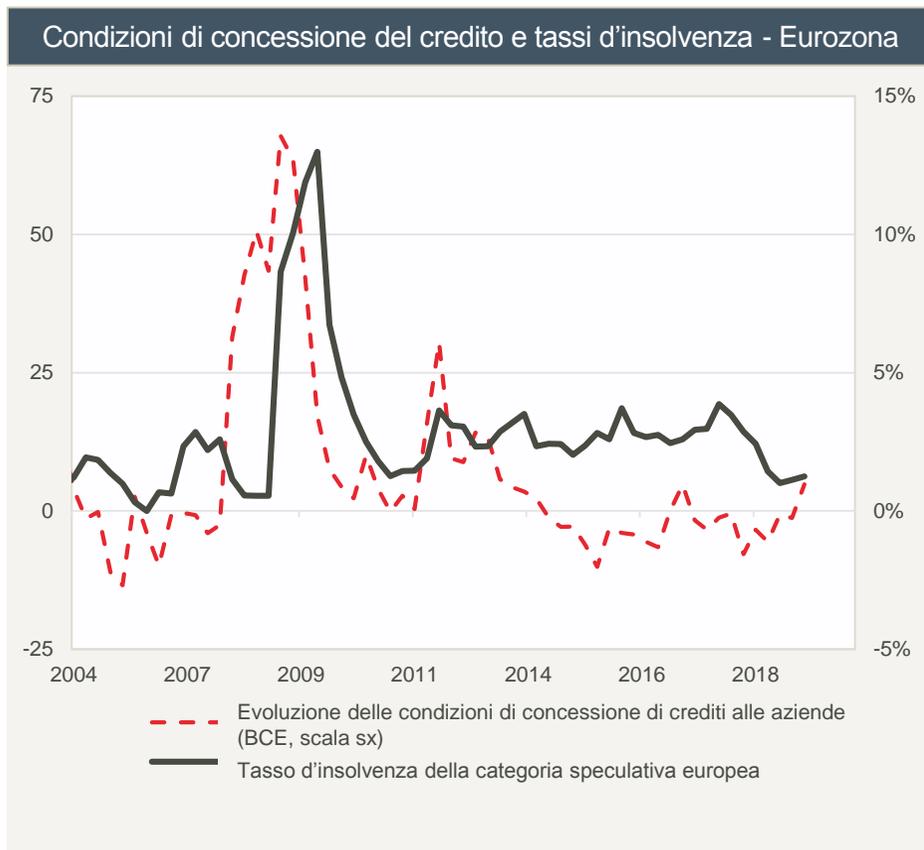


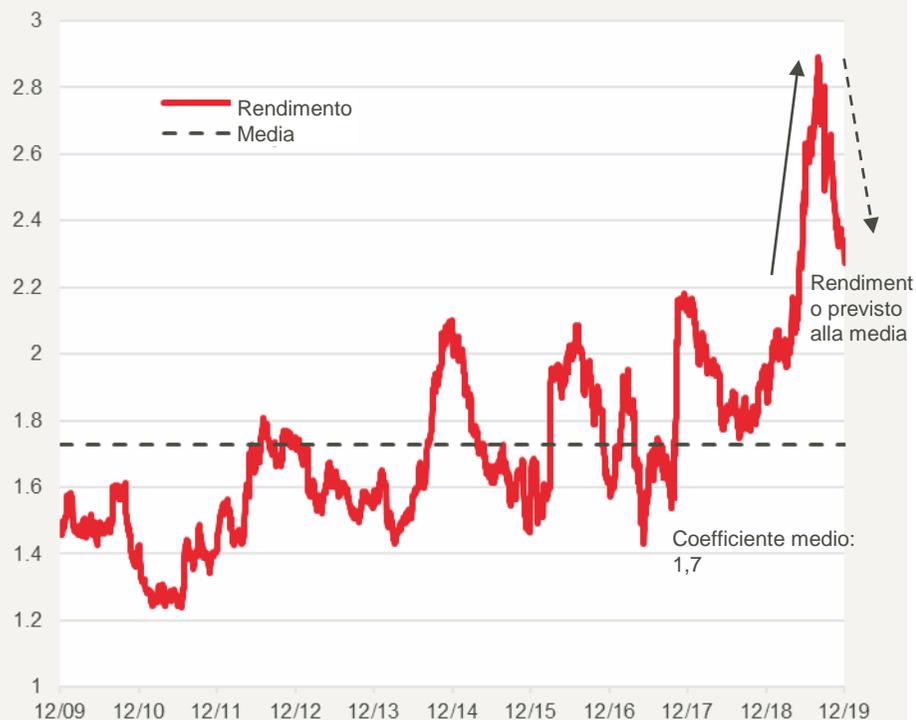
Grafico di sinistra: dati a 09/2019, grafico di destra: ibridi esclusi, dati a 11/2019

Fonti: ODDO BHF AM GmbH, JP Morgan

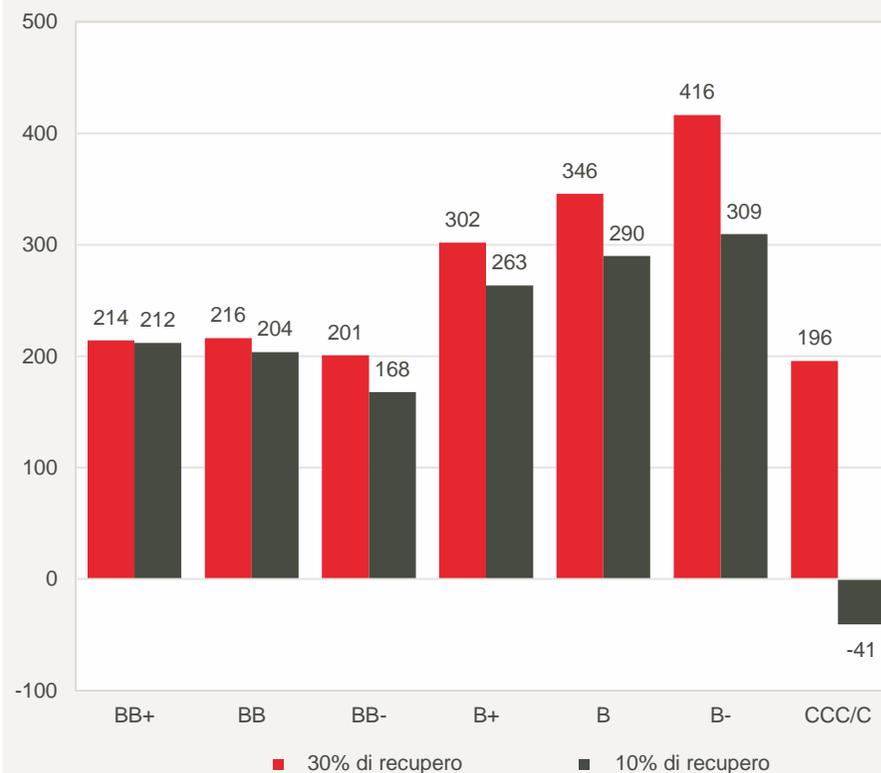
# Le obbligazioni B conservano un potenziale di recupero...



Coefficiente tra le obbligazioni B e BB su 10 anni



Scarto dello spread rispetto al tassi di insolvenza storici, per rating

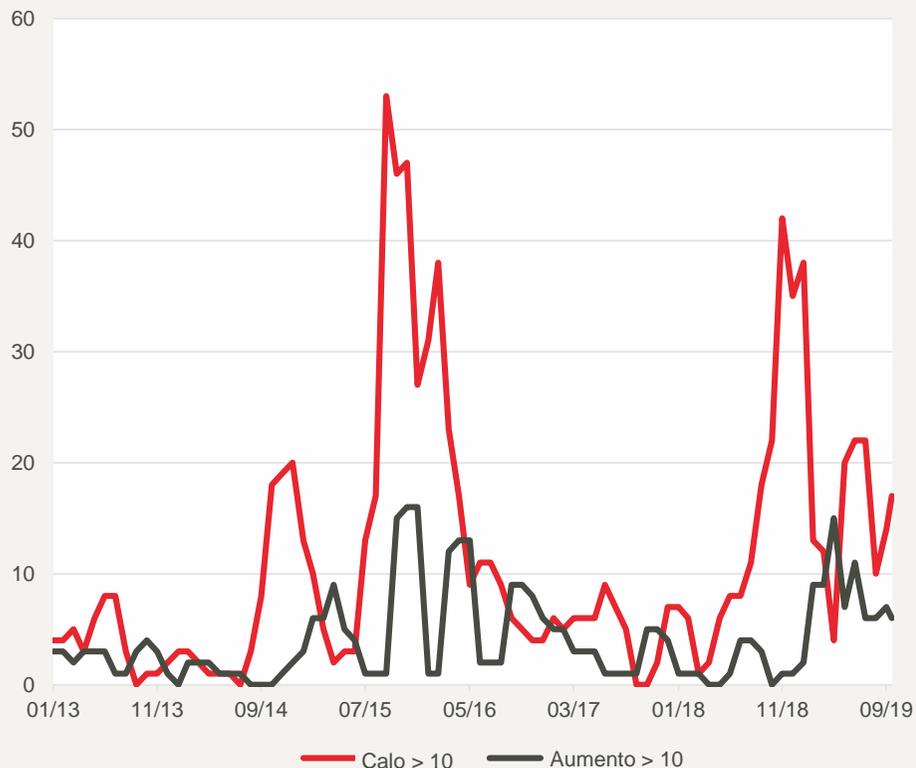


Fonti: ODDO BHF AM | ICE, BoAL ML indici | HE20 (EURO B rated bonds) e HE10 (EURO BB rated bonds) | dati al 31/12/2019 (scala sx) | dati al 30/11/2019 (scala dx)

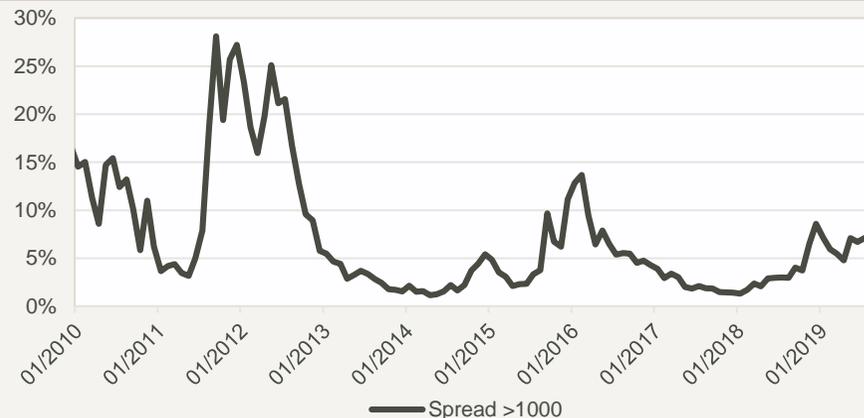
... ma la selettività è più che mai necessaria!



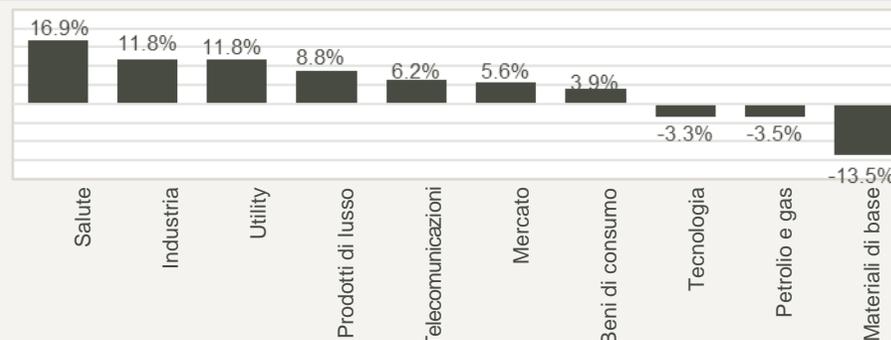
Numero di titoli HY che variano di >10 punti/mese



Coefficiente obbligazioni HY con spread > 1000pb

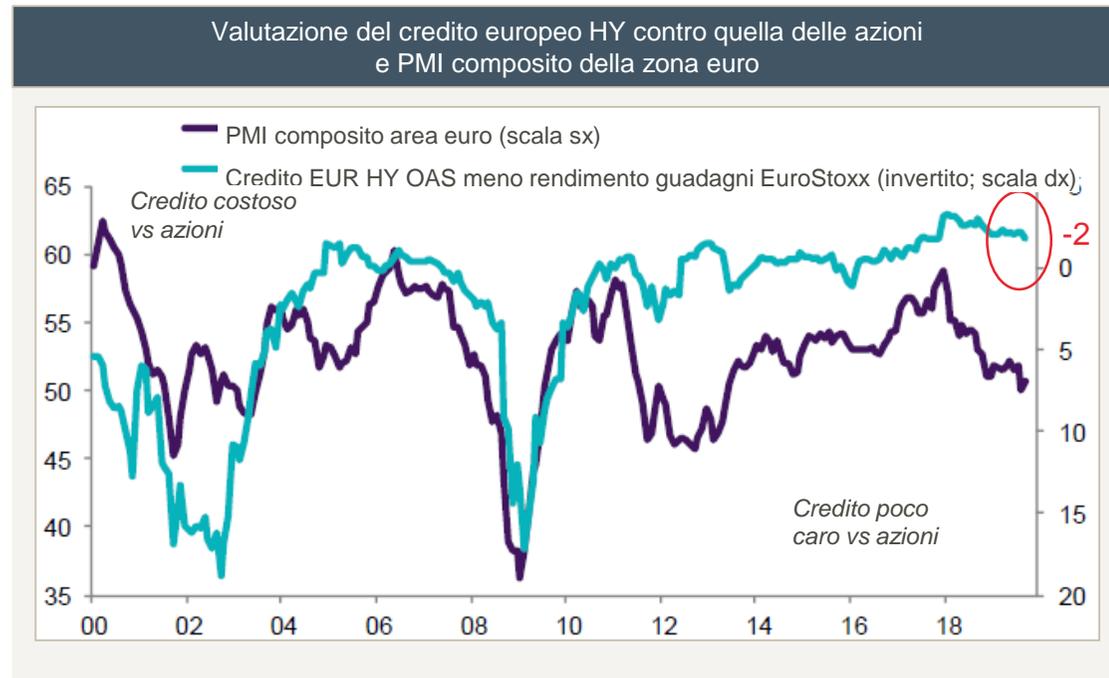


Crescita dell'EBITDA per settore da inizio anno



Fonti: ODDO BHF AM GmbH, JP Morgan; 11/2019 | Emittenti con rating. J.P. Morgan (in basso a destra) – 30/09/2019

# Il rapporto rischio/rendimento del credito resta comunque meno allettante rispetto a quello delle azioni, almeno in Europa

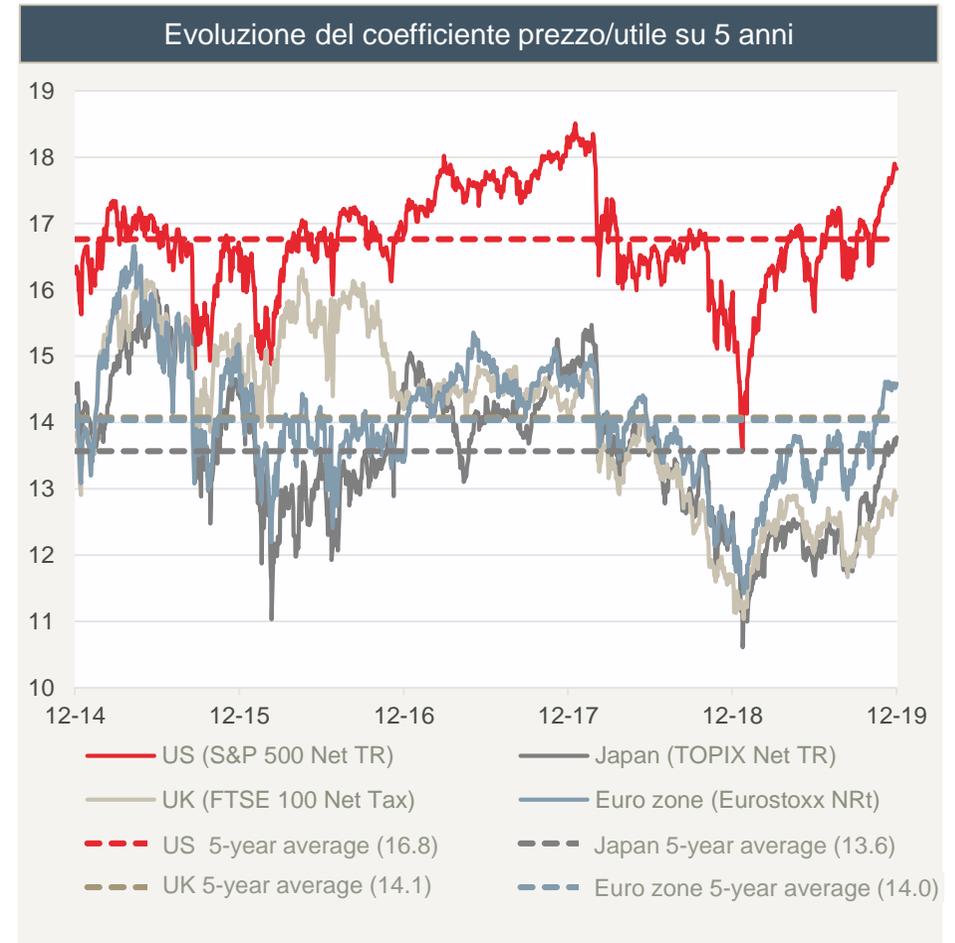
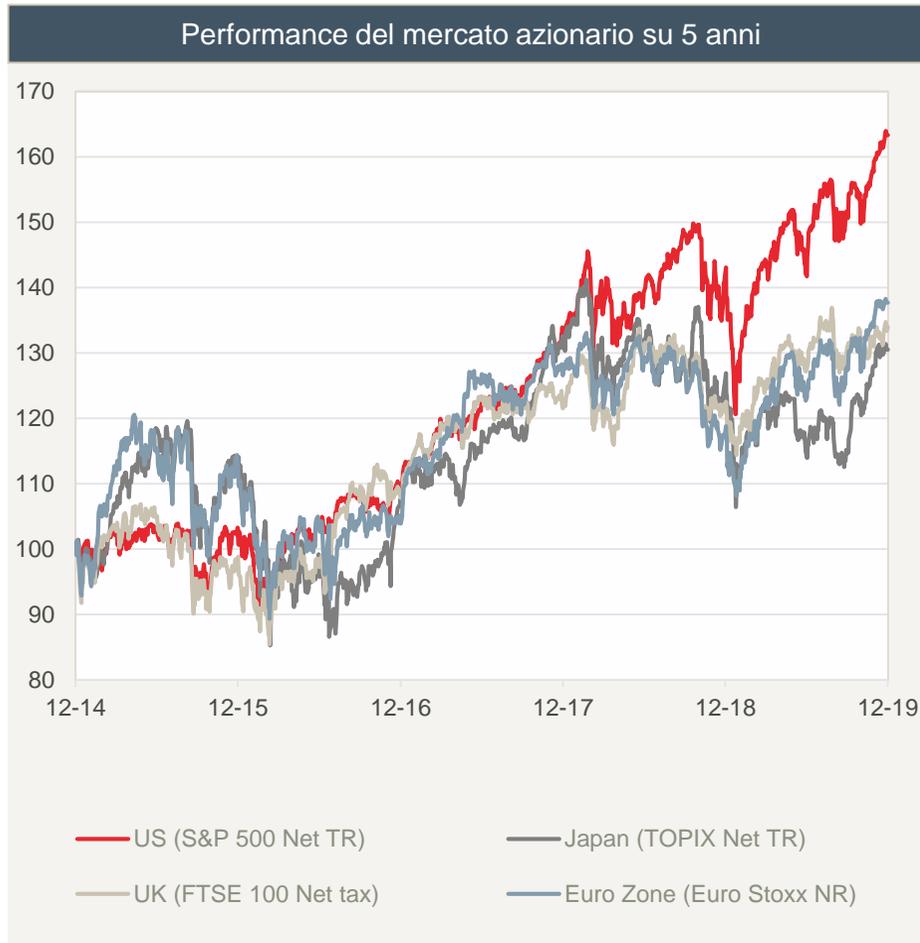


Fonti: ODDO BHF AM SAS, | Thomson Reuters, Datastream ODDO BHF Securities Dati al 06/12/2019 | NWM, Bloomberg, Markit, Haver | Dati al 30/11/2019



# VALORIZZAZIONI AZIONI

# Una sovraperformance degli USA che è forse giunta al limite

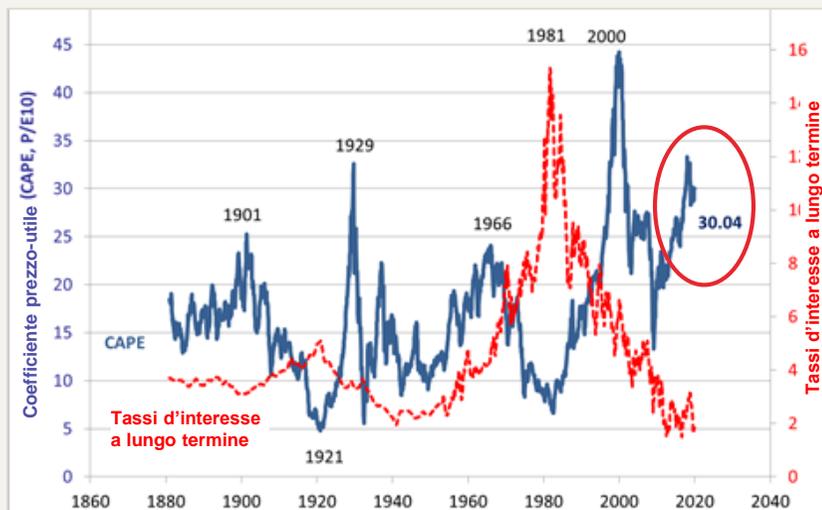


Fonti: Bloomberg, ODDO BHF AM SAS | Dati al 30/11/2019

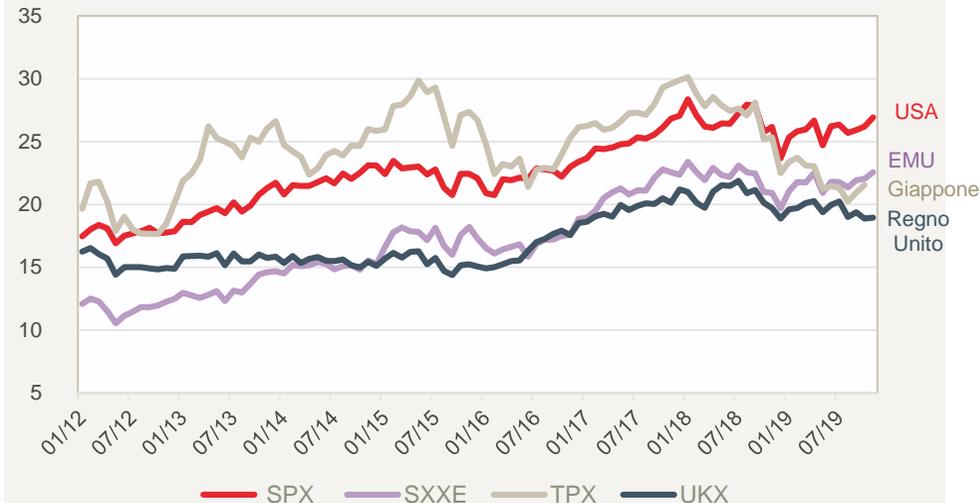
# Azioni americane care in termini assoluti e relativi rispetto agli altri mercati



USA: Coefficienti PE Shiller



Shiller's PE\* USA, Zona euro, Giappone e Regno Unito



USA: Rendimento dei FCF - S&P 500



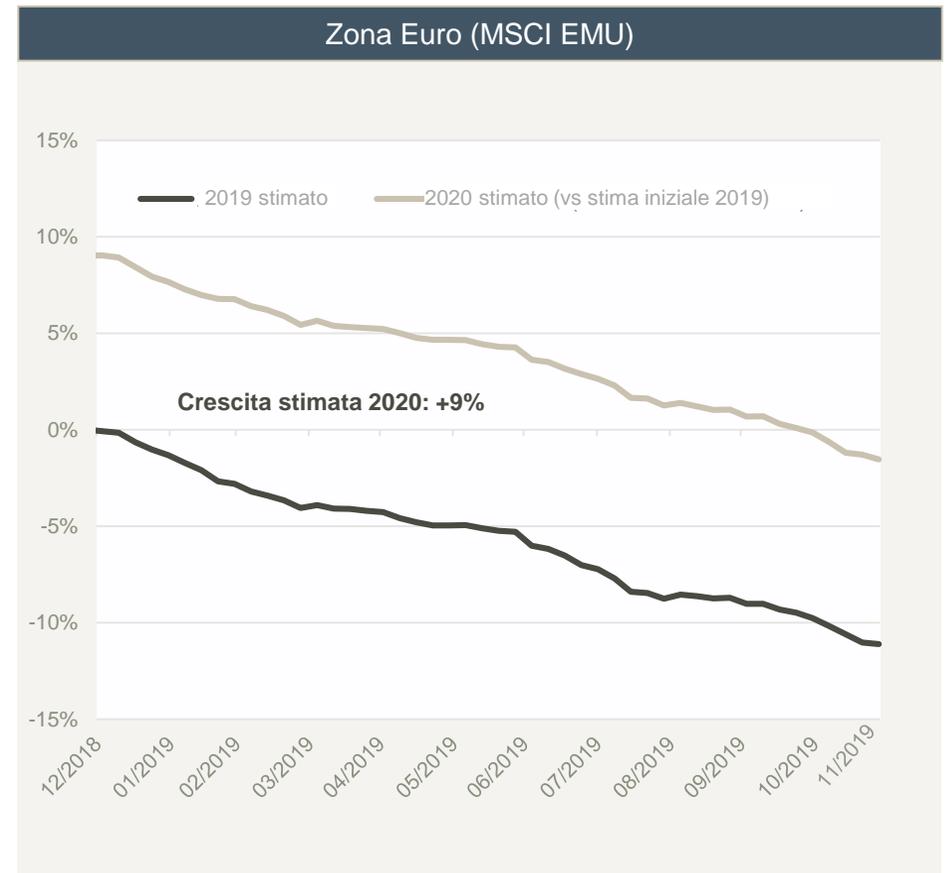
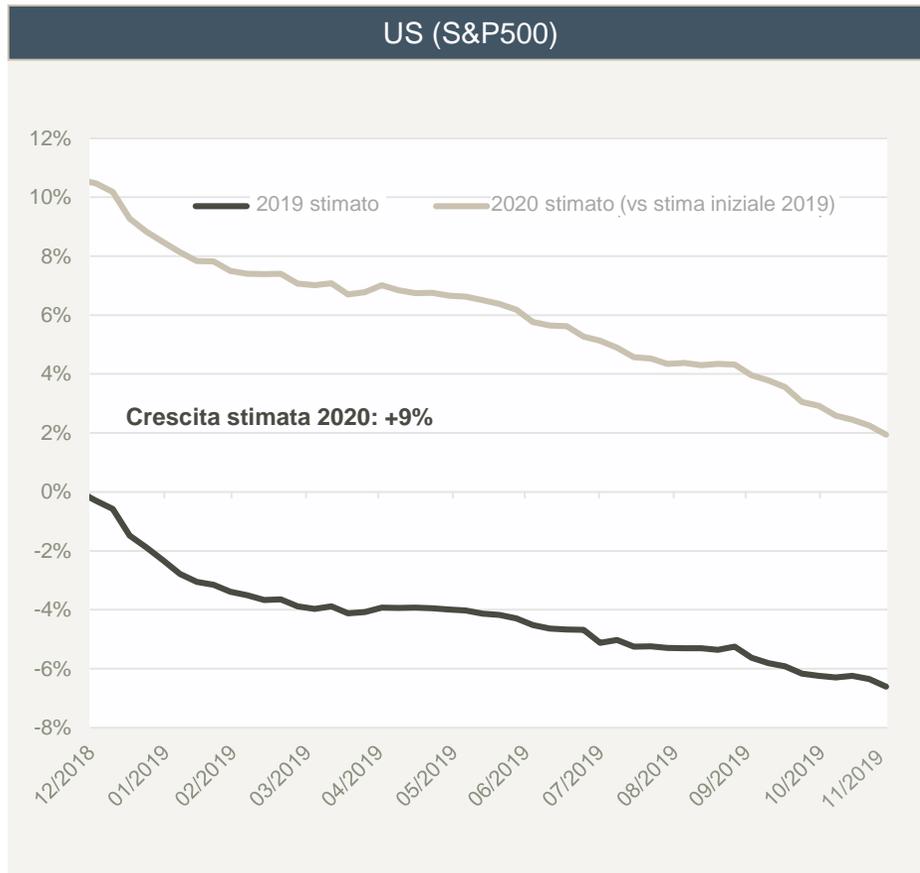
USA: ISM composito e crescita degli utili per azione



FCF: Flussi di cassa |\* CAPE (Shiller's PE): Cyclically Adjusted PE ratio: si calcola dividendo la capitalizzazione borsistica per la media del risultato netto su 10 anni, aggiustato per l'inflazione

Fonti: ODDO BHF AM SAS, NWM, Bloomberg | Dati al 30/11/2019 | Datastream, Exane Derivatives | R. Shiller/Yale

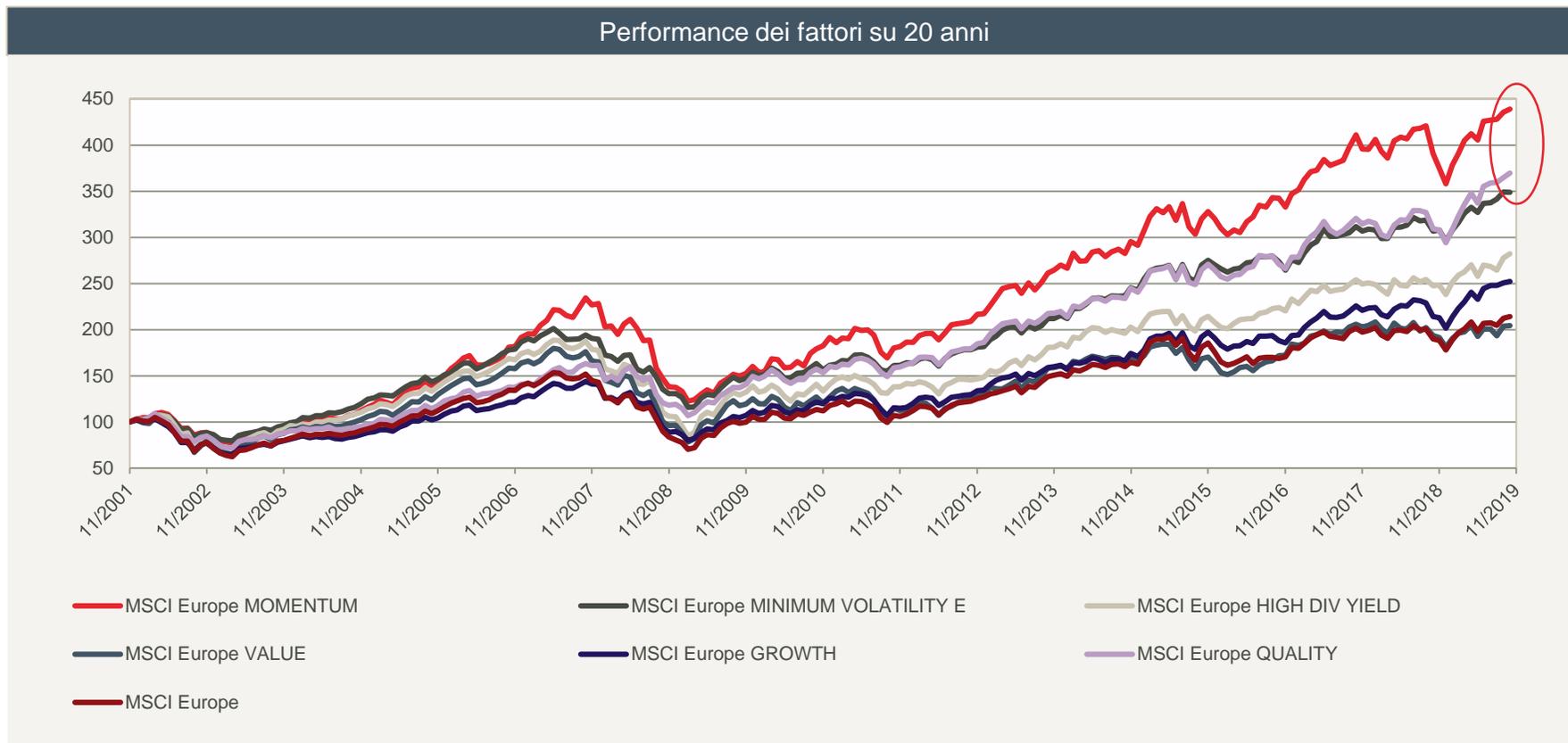
# Nessuna chiarezza sul fronte dei risultati delle aziende e previsioni molto ottimiste



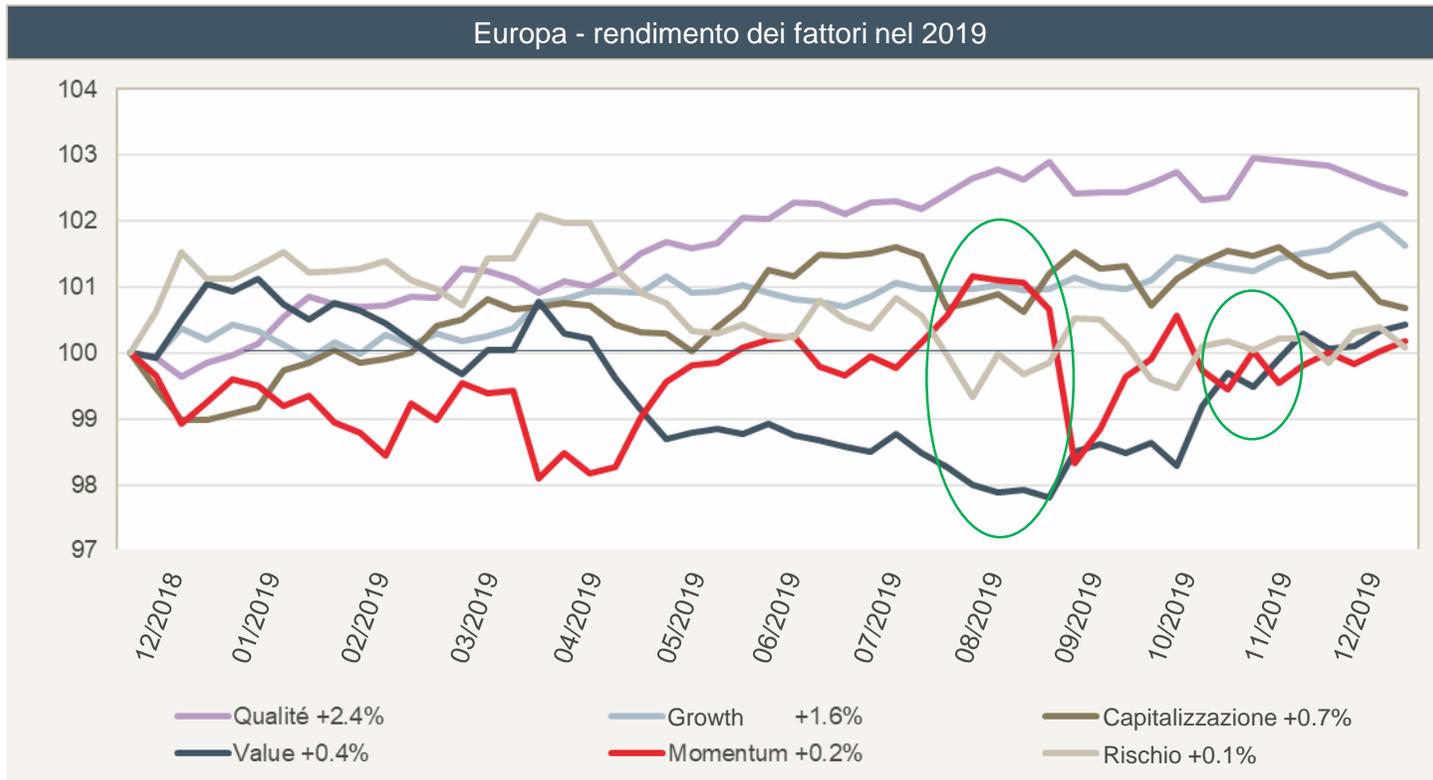
Fonti: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg | Dati al 30/11/2019

# Un nuovo punto di vista: l'analisi fattoriale sull'Europa

## Sovraperformance del fattore Momentum su 20 anni



# Un 2019 caratterizzato da una sovraperformance notevole delle azioni “quality” e “growth”



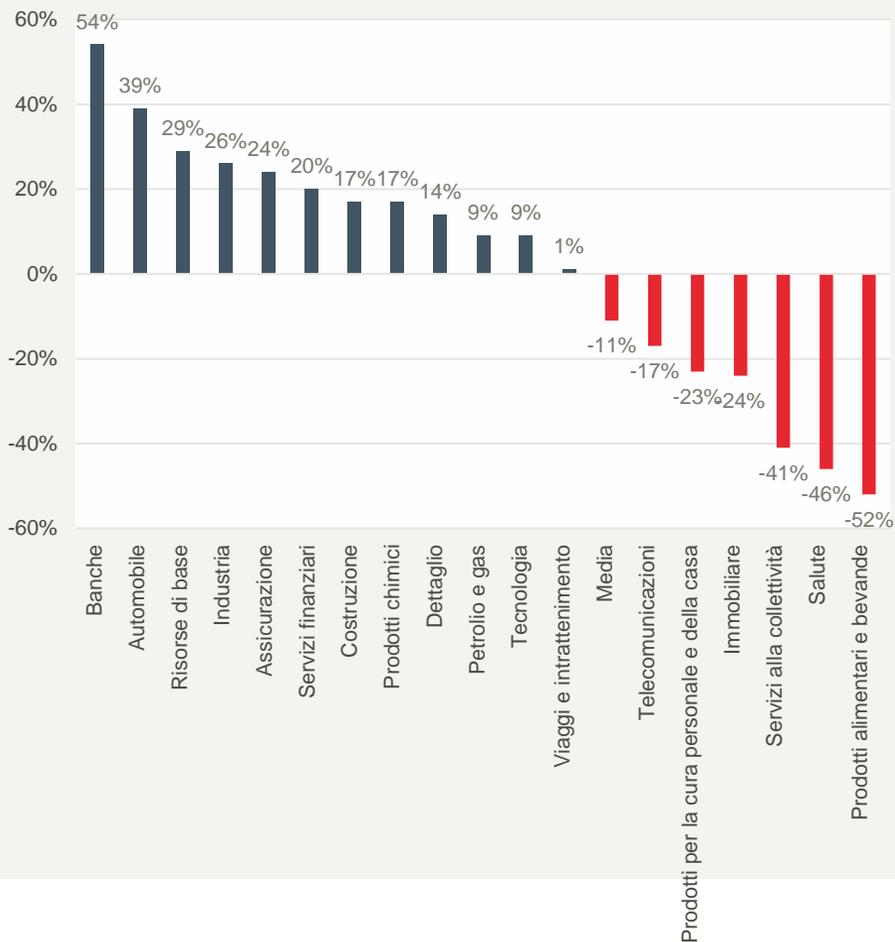
# Una falsa partenza per il recupero della performance del fattore “value”



Ma che potrebbe prendere forma con una svolta positiva dei risultati dei ciclici, prevista con la stabilizzazione della crescita



Correlazione della performance con il tasso a 10 anni tedesco



Heatmap di una rotazione intrasettoriale/settoriale

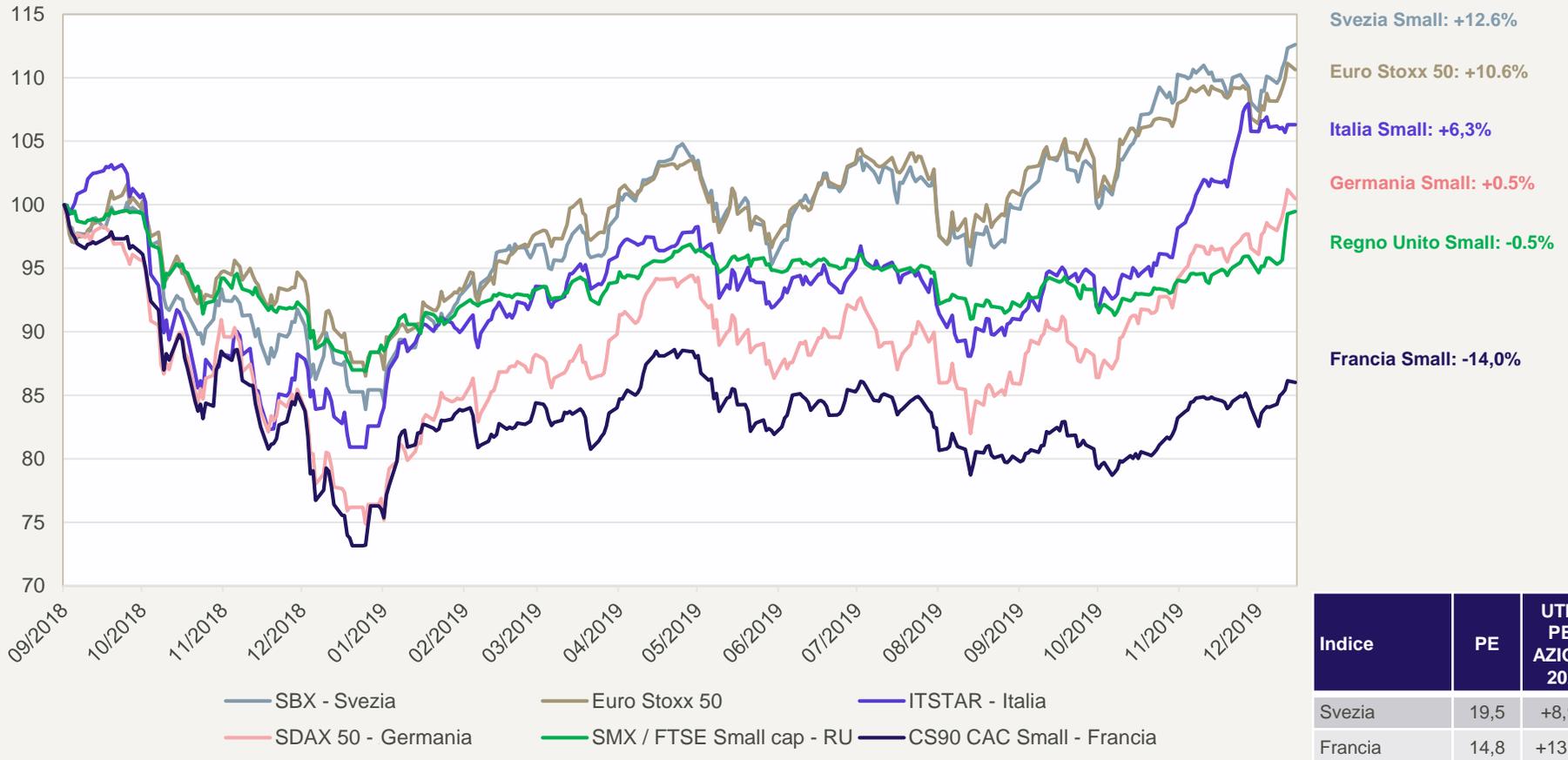
Performance	Value (PE)	
	Gen-Ago	Set-Ott
Mercato	-16,7	10,0
Banche	-6,8	1,3
Automobile	-6,3	-2,8
Risorse di base	-12,0	0,9
Industrie	-4,0	2,3
Assicurazione	-3,7	6,4

Fonti: ODDO BHF AM SAS, Exane BNP Paribas stime, Bloomberg | dati a dicembre 2019

# Focus sul fattore “dimensione” - l’universo delle small cap francesi è penalizzato in Europa



Confronto degli indici Small Cap in Francia, Germania, Regno Unito, Italia e Svezia

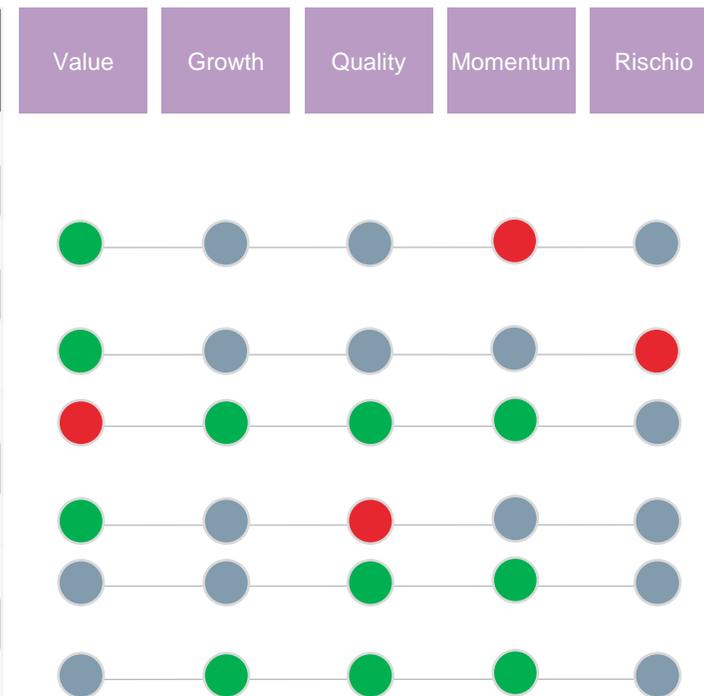


I risultati ottenuti nel passato non sono un’indicazione dei rendimenti futuri e sono soggetti a variazioni nel tempo.  
 Fonti: ODDO BHF AM | Datastream, Factset. Dati al 16/12/2019.

# Quali settori privilegiare?



	PE prossimi 12 mesi Dic. 2019	Crescita degli utili per azione 2017	Crescita degli utili per azione 2018	Crescita degli utili per azione 2019	Crescita degli utili per azione 2020	Rend. del dividendo	Performance da inizio anno
STOXX Europe 600	14.6 x	21%	5%	3%	8%	3,6%	20,7%
<b>Materie prime</b>							
Petrolio & Gas	11,4 x	83%	40%	-12%	17%	5,9%	2,6%
<b>Settori ciclici</b>							
Automobile e pezzi di ricambio	8,0 x	34%	-10%	-4%	9%	3,9%	16,5%
Tecnologie	21,5 x	11%	8%	10%	16%	1,4%	33,3%
<b>Finanziari</b>							
Banche	9,0 x	49%	13%	1%	4%	5,9%	3,7%
Immobiliare	18,1 x	12%	19%	0%	6%	3,9%	22,8%
<b>Settori difensivi</b>							
Salute	17,9 x	4%	4%	7%	8%	2,7%	25,9%



● Favorevole    ● Neutrale    ● Sfavorevole

Fonte: ODDO BHF AM SAS, FactSet. Dati al 02.12.2019 | Attenzione, vi possono essere disparità all'interno di questi settori



# PRIVATE EQUITY

# Focus sul Private Equity

## Il mercato è caro in un contesto di rallentamento delle operazioni di fusione e acquisizione



### Multiplo medio EV/EBITDA mobile in 6 mesi



**Acquisizioni che non sono mai state così care**

### Importi da investire (Dry Powder) da parte dei fondi di PE



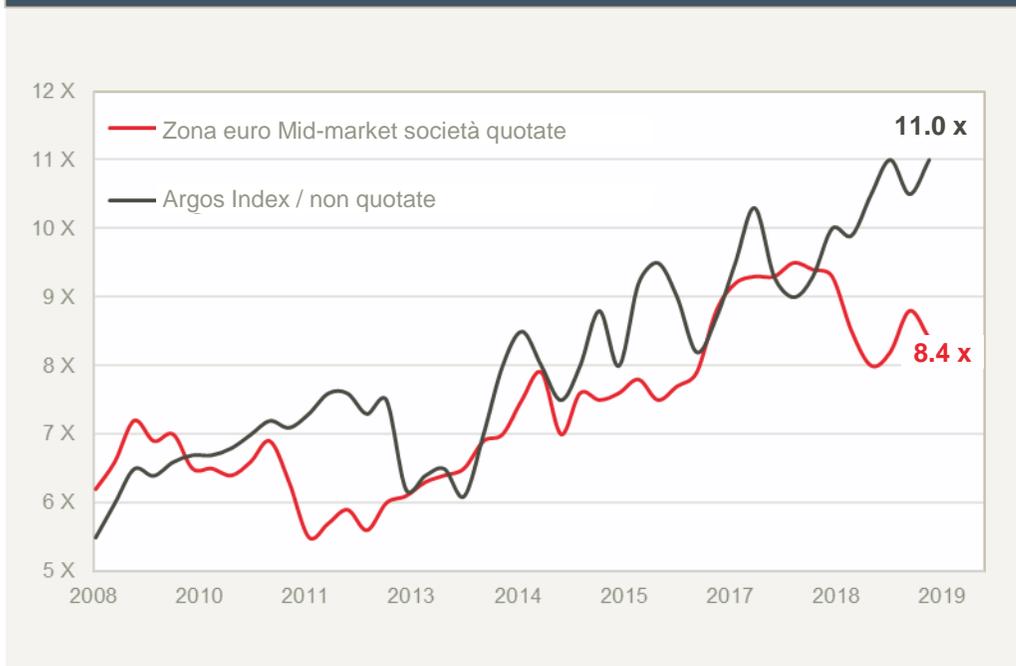
**Importi da impiegare molto importanti: 2500 mld di \$ di cui oltre la metà proviene dal LBO**

# Una tendenza accentuata da chi compie acquisti in modo strategico



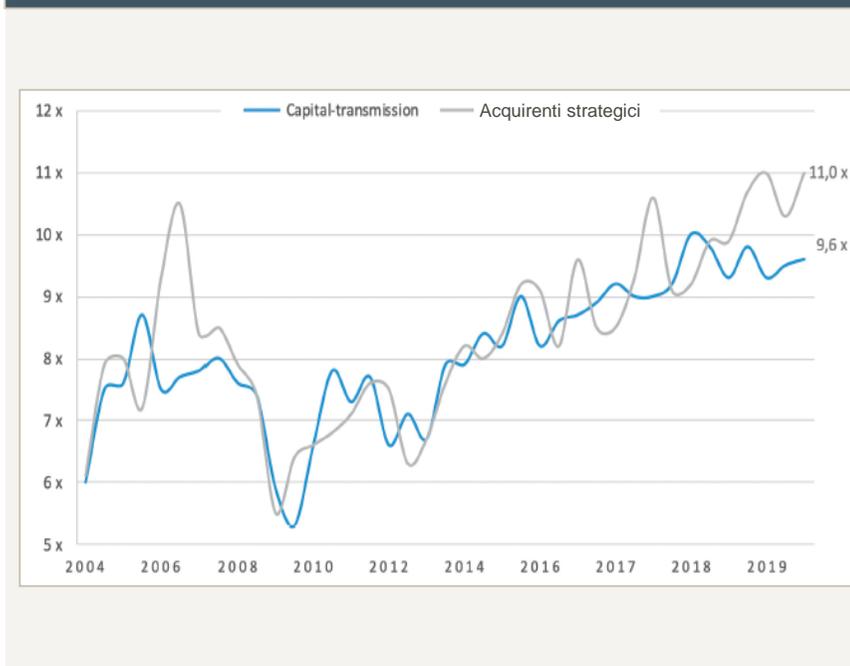
I multipli hanno raggiunto un livello record di 11x l'EBITDA per il non quotato contro 8.4x per il mid cap quotato europeo

### Confronto tra i multipli mid-market quotati e non quotati



**Lo scarto di valorizzazione tra quotato e non quotato non è mai stato così importante dopo la crisi del 2008**

### Livelli di valorizzazione – EV/EBITDA



**Gli acquirenti strategici spingono le valutazioni verso l'alto e contribuiscono alla dispersione**

Il potenziale sconto sul mercato secondario consente di restare fuori da questi livelli multipli

Multiplo medio EV/EBITDA

Fonti: ODDO BHF AM | Argos Index™ mid-market / Epsilon Research | dati al terzo trimestre 2019

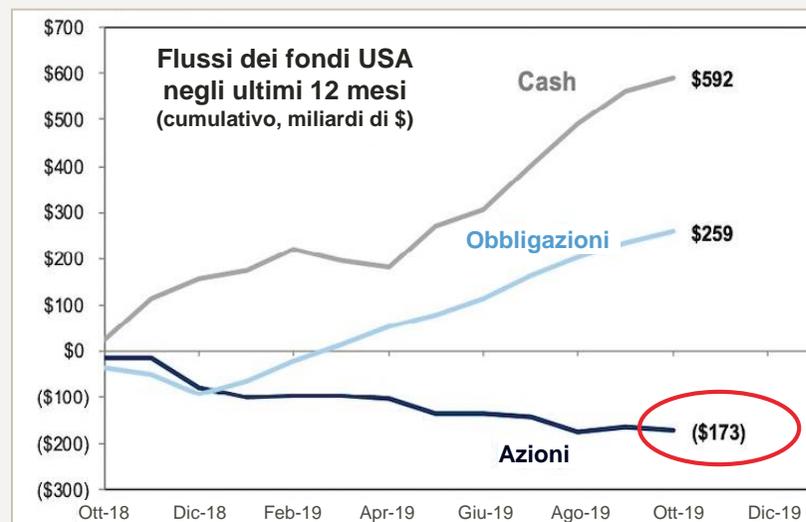
# Analisi approfondita dei flussi - Dei ritiri di quotazioni uniti a un ritorno degli investitori potrebbero sostenere il mercato



### Offerta/domanda di azioni in Europa



### Flussi USA a 12 mesi





# 03

## IL NOSTRO POSIZIONAMENTO

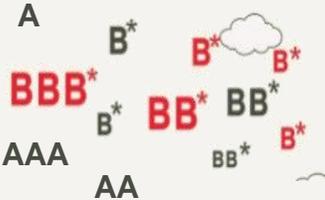


### Geografia





### Tassi e credito





Investment grade



High Yield  
"B"

### Azioni



Valeur

Croissance

Révisions

Risque

Momentum



**Tattico**

Value

Small Cap.

---

**Strategico**

Quality

### Senza rating





Private equity  
**primario**

Tematico

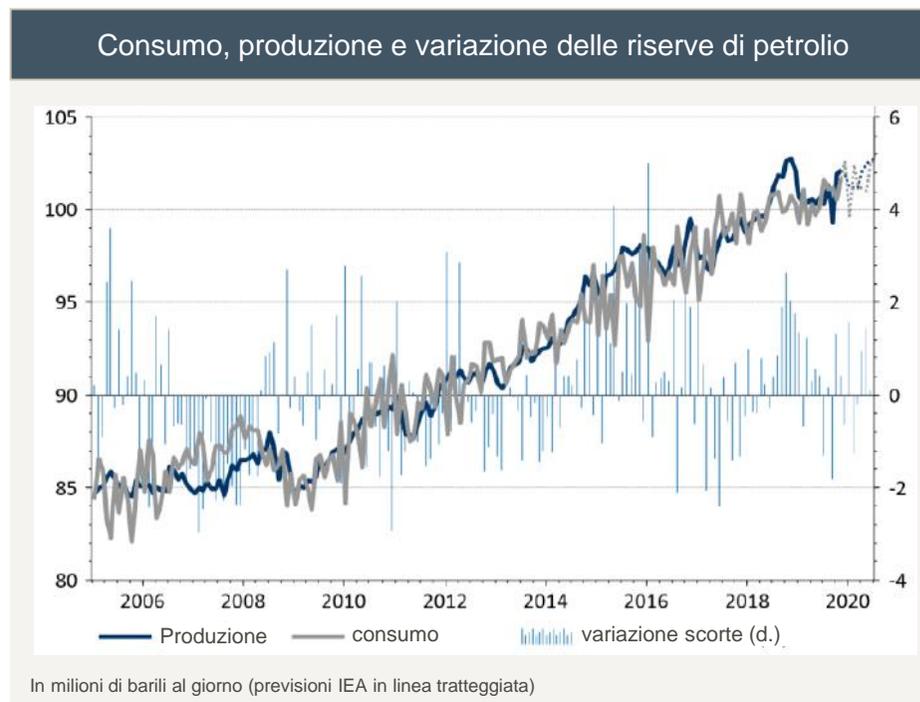
---

Private equity  
**secondario**

Buyout

Fonte: ODDO BHF AM | Le opinioni contenute nel presente documento esprimono le nostre previsioni di mercato al momento della sua pubblicazione, possono variare in funzione delle condizioni di mercato e non comportano in alcun caso la responsabilità contrattuale di ODDO BHF AM SAS.

# Che dire delle materie prime?



I risultati ottenuti nel passato non sono un'indicazione dei rendimenti futuri e sono soggetti a variazioni nel tempo.  
Fonti: ODDO BHF AM | Bloomberg. Dati al 06/01/2020. | Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie



## Scenario centrale: Primi segni di stabilizzazione della crescita globale. Allentamento delle tensioni commerciali USA-Cina, con rischi geopolitici in aumento

### Europa

- I dati recenti mostrano segnali timidi di un rallentamento nel settore industriale, ma i primi germogli devono essere confermati nei prossimi mesi. La domanda interna è ancora molto robusta
- Politica monetaria accomodante protratta fino almeno al 2021

### EE. UU.

- Finora sono state contenute le potenziali ricadute di debolezza dal settore manifatturiero a quello dei servizi.
- Fed in pausa dopo che la regolazione di metà ciclo è stata effettuata
- L'incertezza causata dal maggiore protezionismo e dall'intensificarsi delle normative

65%

#### Attivi da sovrappesare



- Azioni
- Credito

#### Attivi da sottopesare



- Deuda soberana

#### Estrategia



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

## Scenario alternativo: rischio di tasso d'interesse alimentato dal balzo a sorpresa dell'inflazione negli USA e dall'aumento del deficit di bilancio statunitense

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

10%

#### Attivi da sovrappesare



- Obbligazioni indicizzate all'inflazione
- Strategie alternative
- Cash

#### Attivi da sottopesare



- Azioni
- Titoli sovrani core
- Credito high yield

## Scenario alternativo: aumento del protezionismo e contagio geopolitico

- La guerra commerciale tra USA e Cina impatta le supply chain globali
- Rischi geopolitici che si materializzano (Mercati Emergenti, Medio Oriente...)
- Cina: rischio di ribilanciamento economico
- Brexit: deal dopo le elezioni generali

25%

#### Attivi da sovrappesare



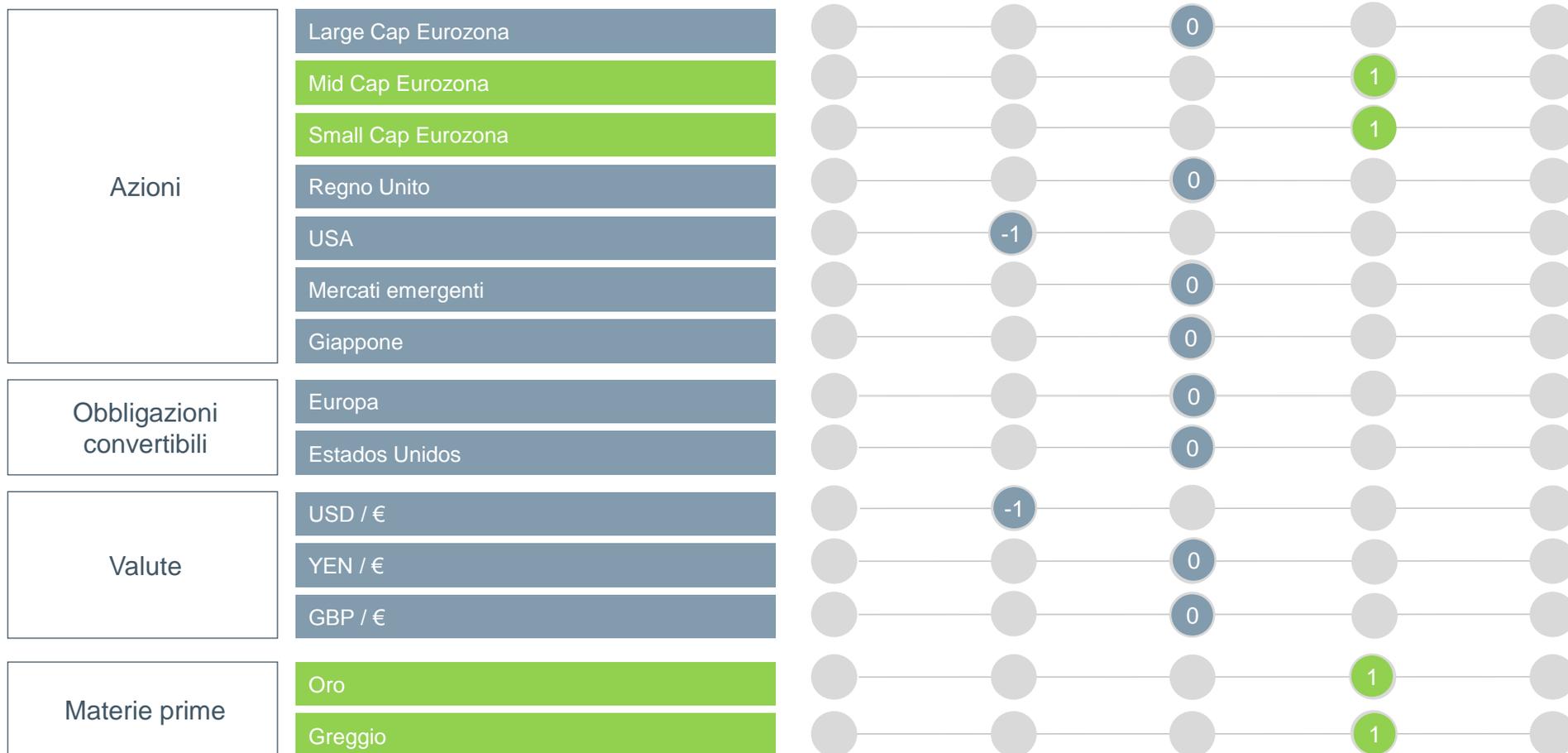
- Mercato monetario CHF & JPY
- Volatilità
- Titoli di stato core

#### Attivi da sottopesare



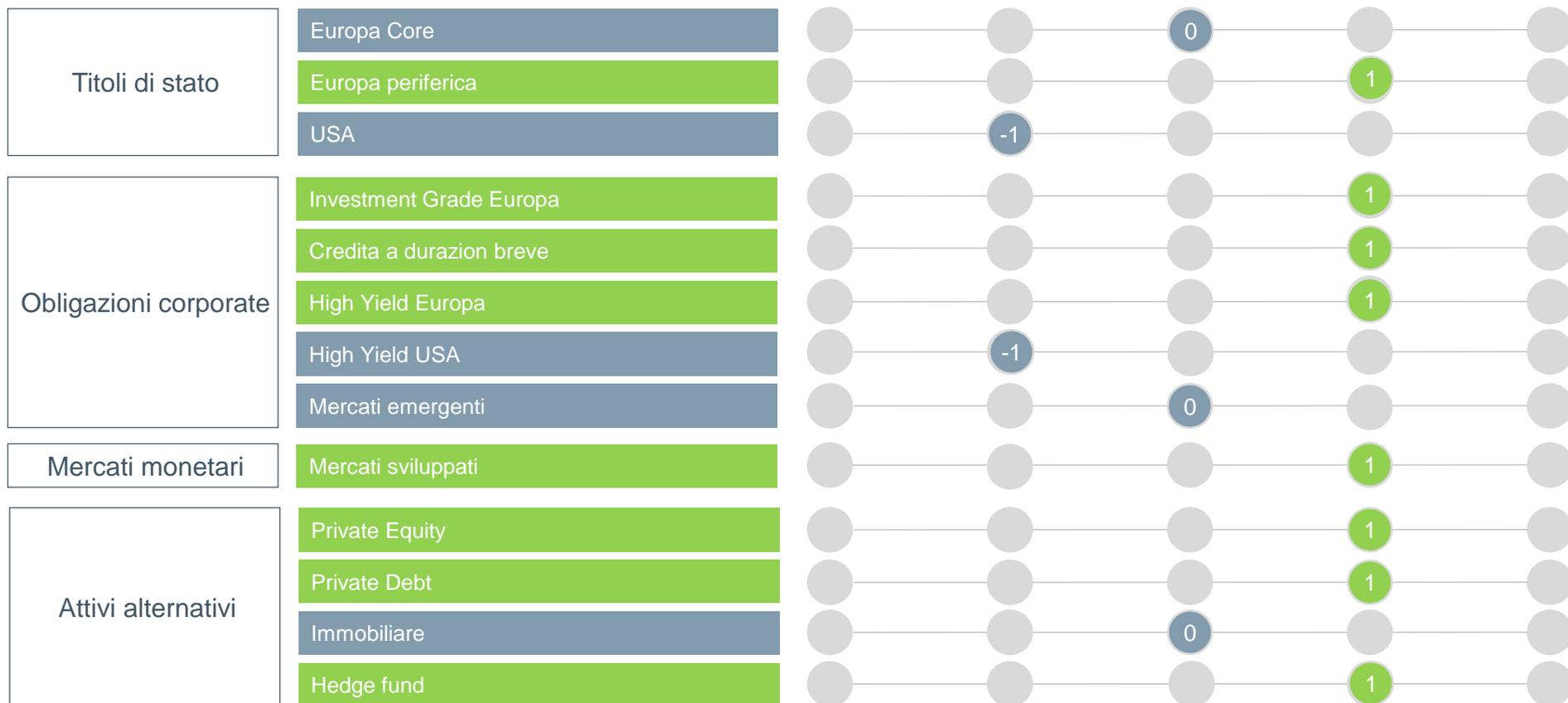
- Azioni
- Credito high yield

# Le nostre convinzioni per i prossimi 6 mesi



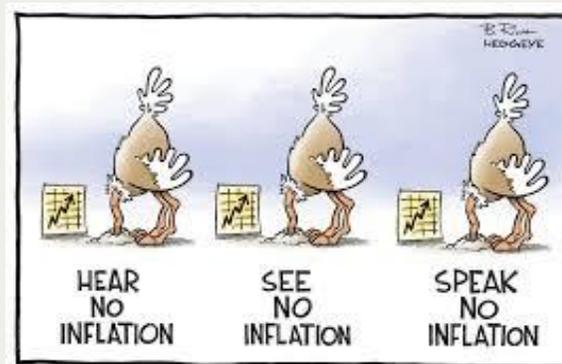
ODDO BHF AM | Dati al 09/01/2020 | Le opinioni contenute nel presente documento esprimono le nostre previsioni di mercato al momento della sua pubblicazione, possono variare a seconda delle condizioni di mercato e non possono in nessun caso chiamare in causa la responsabilità contrattuale di ODDO BHF Asset Management SAS.

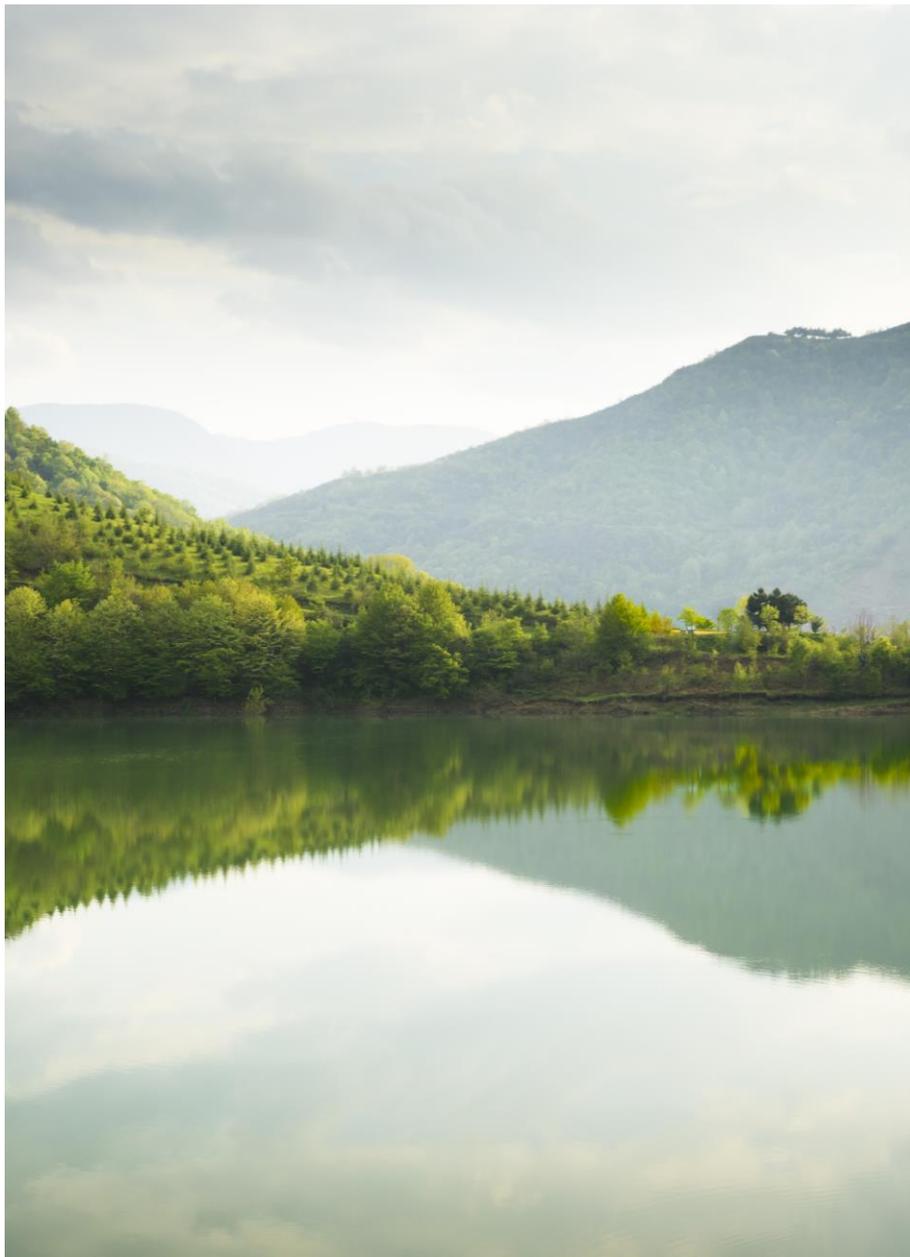
# Le nostre convinzioni per i prossimi 6 mesi



ODDO BHF AM | Dati al 09/01/2020 | Le opinioni contenute nel presente documento esprimono le nostre previsioni di mercato al momento della sua pubblicazione, possono variare a seconda delle condizioni di mercato e non possono in nessun caso chiamare in causa la responsabilità contrattuale di ODDO BHF Asset Management SAS.

# Principali rischi da tenere in considerazione

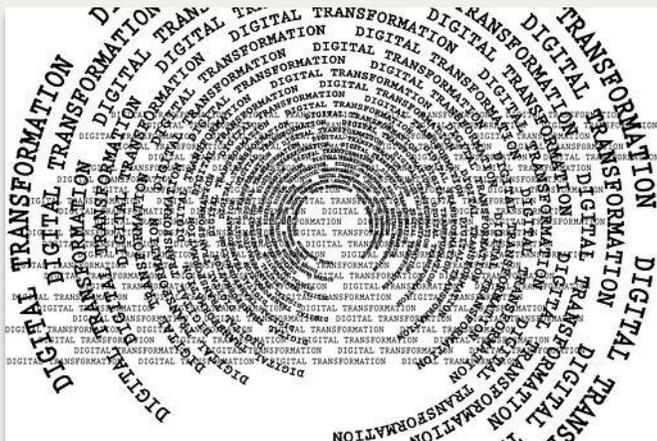




# 04

## NUOVI MODI D'INVESTIRE

Tenendo conto dei capovolgimenti nelle nostre società e dei rischi a lungo termine, è fondamentale ripensare oggi ai nostri modi d'investire



### Analisi tramite intelligenza artificiale

---

Anticipare le grandi tendenze a grande potenziale dei prossimi anni per le aziende più promettenti



### Contributo alla performance dell'integrazione ESG

---

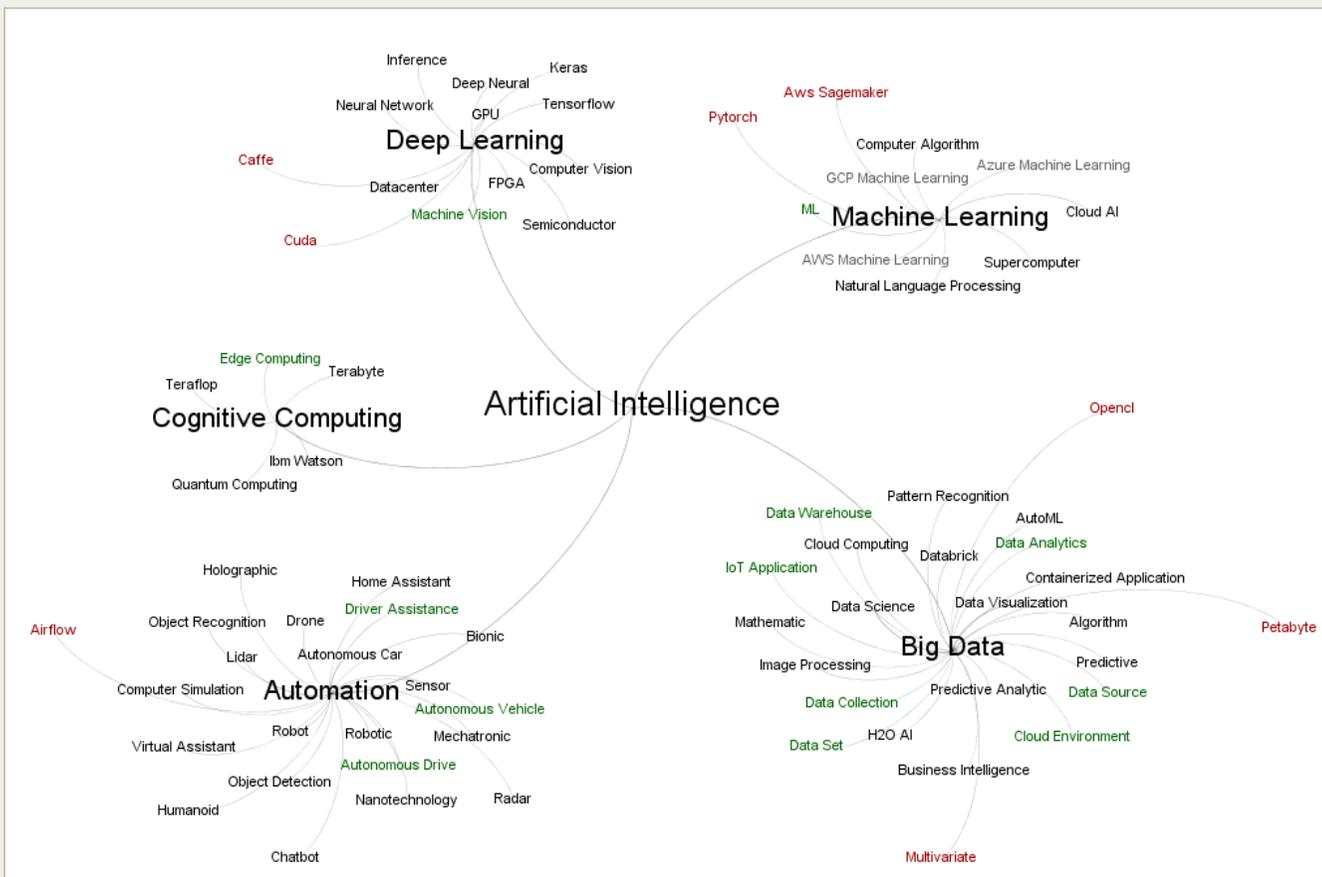
L'analisi dei dati non finanziari (considerazione dei criteri ESG, rapporti RSE, ecc.) permette di avere una conoscenza più approfondita delle aziende

# ANALISI TRAMITE L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE



# Rilevare i temi promettenti grazie all'analisi semantica e dei Big Data

## Un esempio sul tema "Intelligenza artificiale": nel 2019, 13 nuove parole sono entrate nel campo semantico



# Un rating preciso dei titoli grazie all'analisi dei Big Data che consente di selezionare le aziende più promettenti sul tema dell'IA



Nome aziende	Automazione	Big Data	Cognitive Comput	Deep Learning	Apprendimento automatico	Punteggio globale	Posizione	
Amazon.com	↑ 0.39	↑ 0.56	→ 0.01	↑ 0.16	↑ 0.28	↑ 141	1	=
Microsoft	↑ 0.35	↑ 0.52	→ 0.02	↑ 0.24	↑ 0.26	↑ 138	2	=
Apple	↑ 0.39	↑ 0.25	↑ 0.02	↑ 0.18	↑ 0.08	↑ 0.90	3	+4
Alphabet	↑ 0.20	↑ 0.24	↑ 0.01	↑ 0.09	↑ 0.15	↑ 0.69	4	+8
Intel	↑ 0.10	↓ 0.10	→ 0.02	↑ 0.26	↓ 0.07	↑ 0.54	5	-1
NVIDIA	↑ 0.07	↑ 0.08	→ 0.01	↑ 0.27	↓ 0.05	↑ 0.48	6	=
QUALCOMM	↑ 0.07	↑ 0.04	→ 0.00	↓ 0.23	→ 0.01	↓ 0.35	7	-4
Facebook	↓ 0.05	↓ 0.17	→ 0.00	→ 0.03	↑ 0.05	↓ 0.32	8	=
SAMSUNG	→ 0.10	↑ 0.04	→ 0.00	↑ 0.14	↑ 0.02	↑ 0.30	9	+2
IBM	↓ 0.05	↓ 0.10	↑ 0.05	→ 0.03	↓ 0.06	↓ 0.29	10	-5
Oracle	↓ 0.07	↓ 0.10	↑ 0.01	↑ 0.02	↑ 0.07	↓ 0.28	11	-2
AT&T	0.05	0.05	0.01	0.03	0.08	0.21	12	Nuovo
Keysight Technologies	0.01	0.09	-	0.10	0.00	0.21	13	Nuovo
Micron Technology	0.03	0.01	0.00	0.14	0.03	0.20	14	Nuovo
Semtech	→ 0.03	↑ 0.09	→ -	↑ 0.07	→ -	↑ 0.20	15	-2
SAP	0.04	0.06	0.00	0.01	0.07	0.18	16	Nuovo
NXP Semiconductors NV	↓ 0.01	↓ 0.00	→ 0.00	↓ 0.16	→ 0.00	↓ 0.18	17	-4
Synopsys	→ 0.07	↑ 0.02	→ 0.00	↑ 0.08	↑ 0.01	↓ 0.18	18	-3
General Motors Company	0.14	0.01	0.00	0.01	0.01	0.16	19	Nuovo

→ Variazione rispetto a gennaio 2019

Questi esempi non costituiscono delle raccomandazioni d'investimento Fonte: ODDO BHF AM SAS. | Dati a dicembre 2019

# Anteprima dei settori che sono aumentati in portafoglio e del loro impatto sulla performance



## Confronto dei settori in portafoglio (peso in %)



## Confronto delle principali linee in portafoglio

02/2019

Titolo	Peso	Settore	Paese
<b>iRobot</b>	2.09%	Elettrodomestici	
<b>ARISTA</b>	1.82%	Strumenti per la comunicazione	
<b>GARMIN</b>	1.80%	Elettronica per il grande pubblico	
<b>mercury systems</b>	1.80%	Industria aerospaziale e della difesa	
<b>WABCO</b>	1.79%	Motori BTP, macchine agricole	

11/2019

Titolo	Peso	Settore	Paese
<b>IAG</b> INTERNATIONAL AIRLINES GROUP	1.93%	Compagnie aeree	
<b>FORTINET</b>	1.90%	Software di sistema	
<b>ST</b>	1.84%	Semiconduttori	
<b>GUIDEWIRE</b>	1.83%	Software d'applicazione	
<b>REGENERON</b>	1.81%	Biotech	

Fonte: ODDO BHF AM SAS. Questi esempi non costituiscono delle raccomandazioni d'investimento



Creato a dicembre  
**2018**



**68 mln di €** di  
masse in gestione



**+ 30,2%** nel  
2019



**1° trimestre**  
da inizio 2019

- Azioni internazionali esposte al tema dell'intelligenza artificiale
- **Un processo che utilizza le tecnologie più moderne a disposizione di un gestore:** combinazione di un'analisi basata sull'intelligenza artificiale, del nostro modello quantitativo multifattore "Algo 4" e di un'analisi dei fondamentali
- **Le piccole e medie capitalizzazioni sono al centro della strategia:** grazie all'analisi d'intelligenza artificiale, il fondo è in grado di rilevare le piccole e medie capitalizzazioni promettenti, "nel radar" dei gestori fondamentali.
- **La diversificazione, uno dei pilastri del nostro fondo;** diversificazione per sotto-temi di IA, per settore e per paese
- L'analisi d'intelligenza artificiale consente inoltre **dirilevare rapidamente le nuove tendenze** del tema "Intelligenza Artificiale", nonché i **cambiamenti di sentiment del mercato**

I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e non sono costanti nel tempo.



## Performance annue dalla creazione (in %)

di	19/12/2018			
al	31/12/2019			
<b>ODDO BHF Artificial Intelligence Clw-USD**</b>	<b>29.6%</b>	<b>Fondo (Clw-USD)</b>	<b>Indice di riferimento</b>	<i>Per informazione</i> <b>Categoria Morningstar***</b>
Indice di riferimento	26.2%	Volatilità a 1 anno	14.2%	10.1%
<i>Per informazione</i>				12.0%
Categoria Morningstar***	23.9%			

## Evoluzione della performance dalla creazione (base 100)



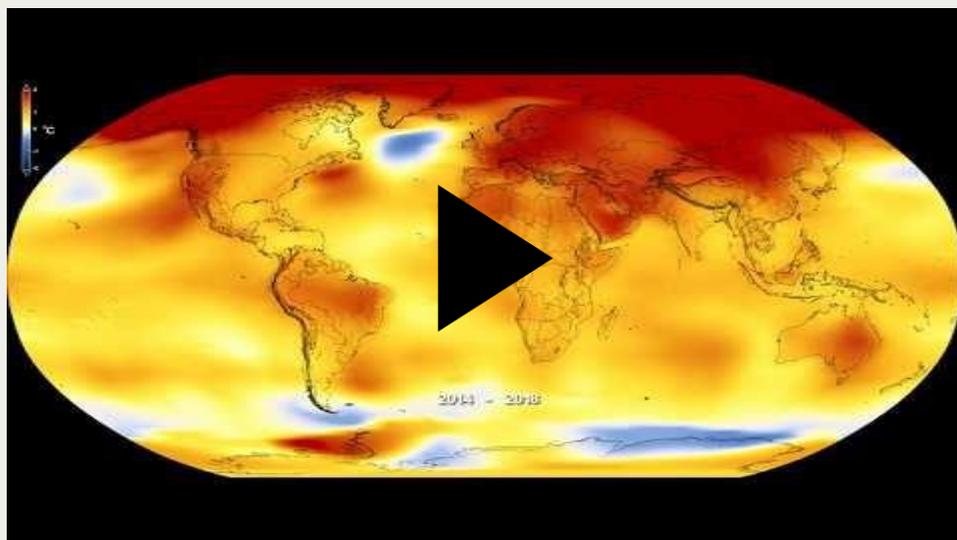
**I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e non sono costanti nel tempo.**

**Questo fondo presenta in particolare un rischio di perdita del capitale.**

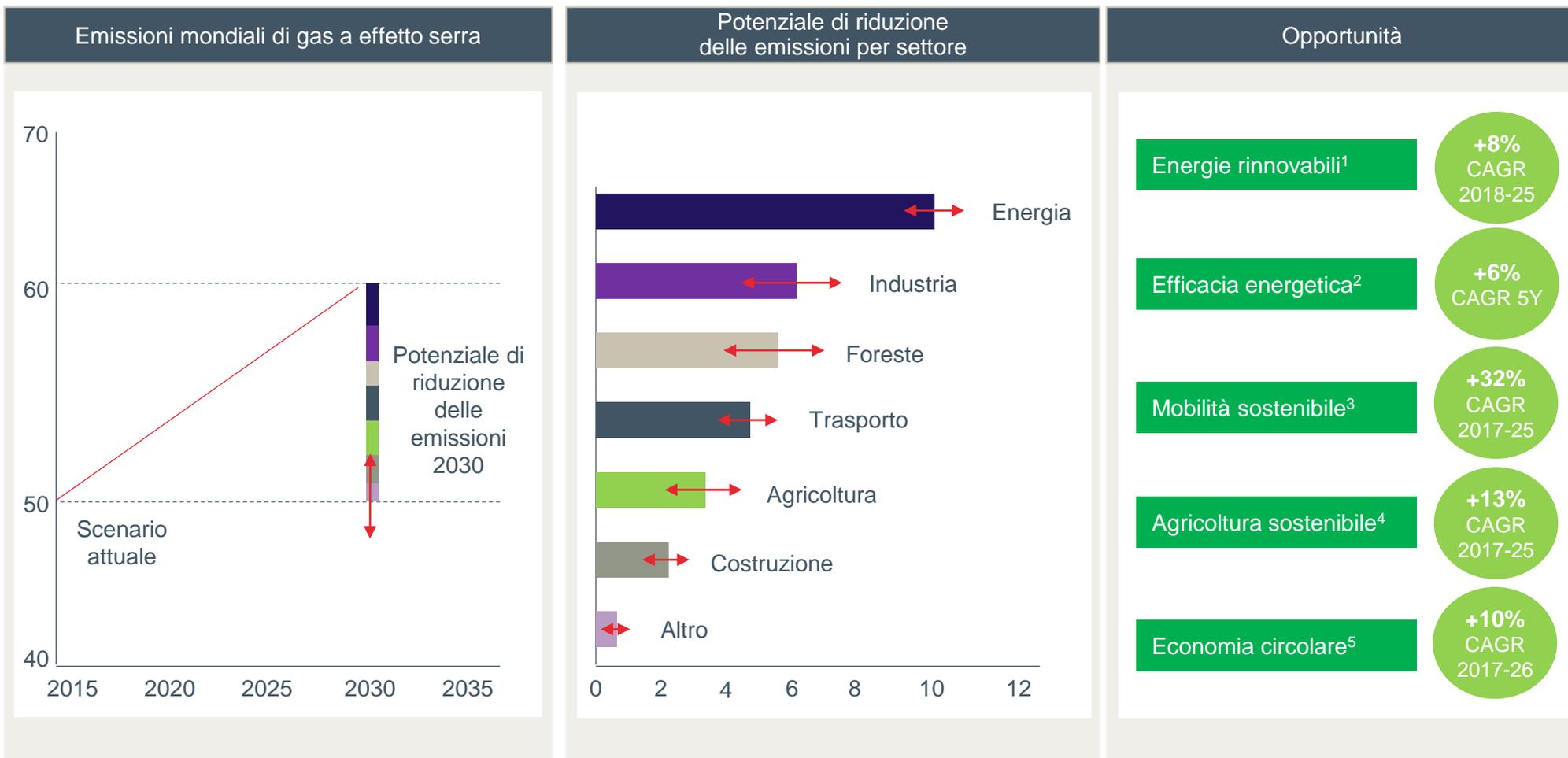
Indice di riferimento: 100% MSCI World NR USD. Fonte: ODDO BHF Asset Management SAS Dati registrati al 31/12/2019. \*Creazione al 19/12/2018 | \*\*Quota Clw-USD AI netto delle spese. La quota CR-EUR non ha uno storico di performance sufficiente per essere presentato. \*\*\*categoria Morningstar: Global Large-Cap Blend Equity

# CONTRIBUTO ALLA PERFORMANCE DELL'INTEGRAZIONE ESG





# La transizione ecologica è un'opportunità per gli investitori



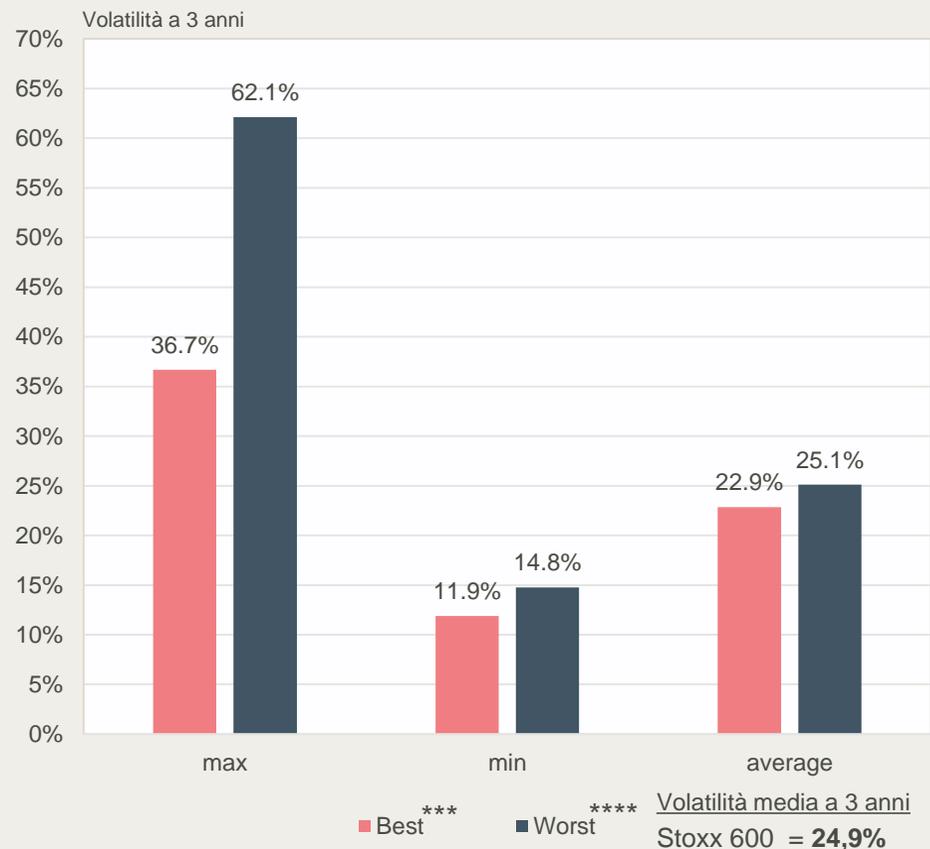
Fonti: ODDO BHF AM SAS, <sup>1</sup> International energy agency, November 2018, *World Energy Outlook 2019* – excluding conventional hydroelectric | <sup>2</sup> Bloomberg, April 2019 – *2019 Sustainable Energy in America FactBook* | <sup>3</sup> Bloomberg New Energy Finance, October 2018, *electric Vehicle Outlook 2018* – annual sales volume | <sup>4</sup> Zion Market Research, June 2019, *Smart Agriculture Market by Agriculture Type* | <sup>5</sup> Research & Markets, February 2019, *Water Treatment Technologies – Global Market Outlook (2017-206)*



## Gestione operativa: Il capitale umano, fonte chiave della performance a lungo termine delle aziende

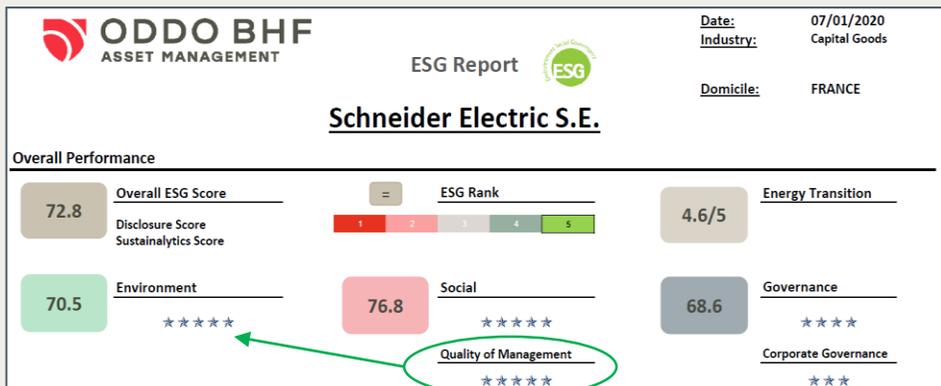


## Controllo: La governance aziendale, fonte di limitazione dei rischi

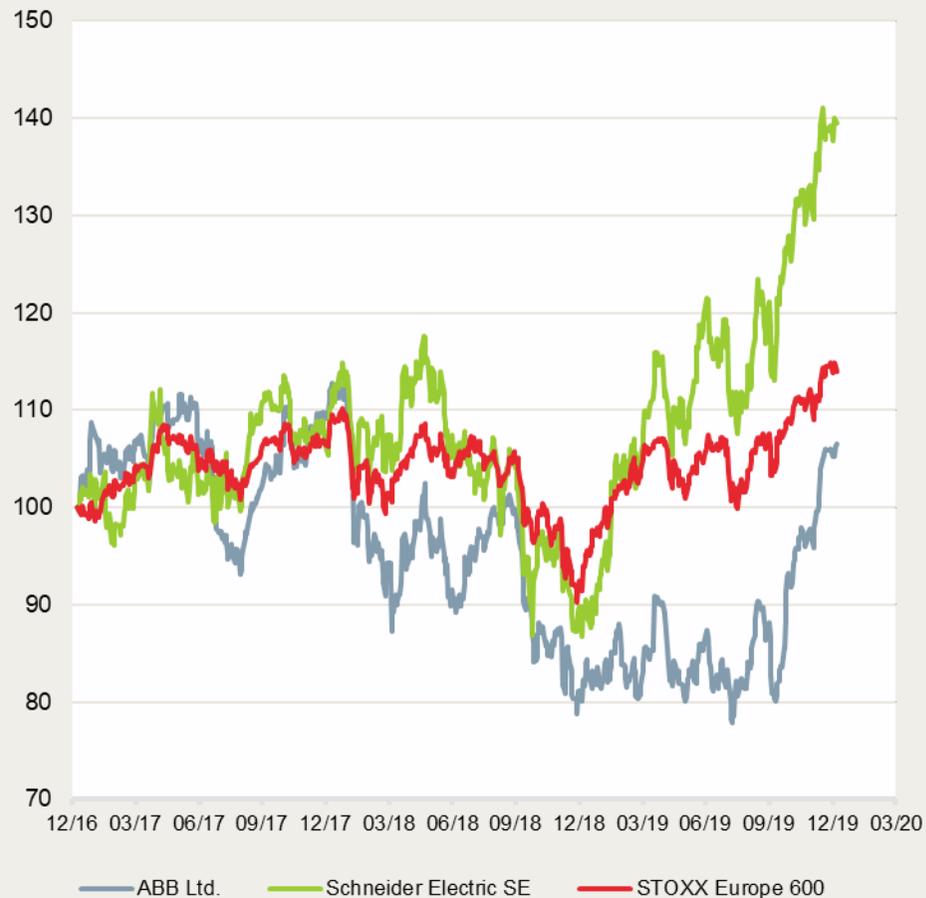




## Un esempio: Schneider Electric 45% del fatturato legato all'efficacia energetica

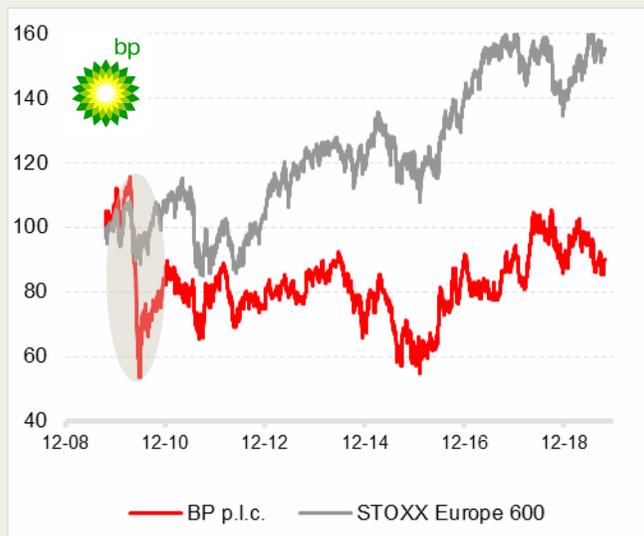


## Performance a 3 anni

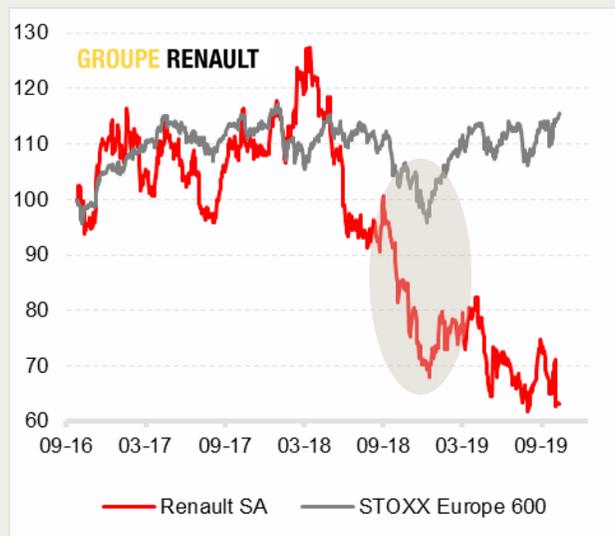


## Un esempio: ABB Ltd 57% del fatturato legato all'efficacia energetica e alle energie pulite





Il 20 aprile 2010 la piattaforma petrolifera "Deepwater Horizon" esplose, mettendo immediatamente in discussione la politica di sicurezza di BP. Per la prima volta viene riconosciuta la responsabilità ambientale di un gruppo; BP dovrà pagare oltre 50 mld di \$ in multe e interessi tra il 2010 e il 2015.



A novembre 2018, il direttore generale di Alliance Renault Nissan, Carlos Ghosn, viene arrestato all'aeroporto di Tokyo in seguito ad un'inchiesta per occultamento di reddito e costretto a dimettersi a gennaio 2019. A giugno 2019 una revisione interna rivela spese sospette in seno alla filiale olandese.



Bayer completa l'acquisizione di Monsanto a maggio 2018, mentre sono in corso diverse controversie. Una prima condanna viene emessa a giugno 2018, poi una seconda a marzo 2019, e crescono i timori di class action. Ad aprile 2019, il 55% degli azionisti vota contro la strategia di direzione generale del gruppo.

# Il nostro approccio sostenibile



9,5 mld di € di attivi gestiti integrando criteri ambientali, sociali e di governance (ESG)



## INTEGRAZIONE DEI CRITERI ESG

- Un approccio "best-in-universe" con una scala di rating interna basata sull'analisi dei fattori ESG.
- Un rating che influenza direttamente la costruzione dei portafogli con una concentrazione sul capitale umano e sulla governance aziendale.



## DIALOGO CON LE AZIENDE

- Incontri regolari con le aziende.
- Partecipazione all'iniziativa globale Climate Action 100+ presso le aziende più inquinanti



## APPROCCIO CLIMA

- Misura quantitativa dell'intensità carbonica
- Misura qualitativa del contributo del portafoglio alla transizione energetica verso un'economia con poche emissioni di anidride carbonica.



## IMPEGNI

- Firmatari dei PRI dal 2010
- Adesione al Trattato di Ottawa del 1997 e alla Convenzione di Oslo del 2008
- Membro fondatore del FIR
- Membro del FNG



## POLITICA DI VOTO

- Votare sistematicamente mettendo l'accento sull'analisi della governance e la gestione del capitale umano.



# Tabella delle previsioni



FORECASTS - REAL GDP GROWTH*													
	Average			2019				2020				Consensus**	
	2018	2019	2020	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2019	2020
World	3.7	3.1	2.9										
US	2.9	2.3	1.8	3.1	2.0	2.1	2.0	1.6	1.7	1.8	1.8	2.3	1.8
EMU	1.9	1.2	1.3	1.8	0.7	0.9	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6	1.2	1.0
- Germany	1.5	0.6	0.9	1.9	-1.0	0.3	0.5	1.1	1.3	1.5	1.5	0.5	0.9
- France	1.7	1.3	1.7	1.1	1.4	1.1	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	1.3	1.2
- Italy	0.7	0.2	0.6	0.5	0.2	0.2	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0	0.2	0.4
- Spain	2.4	2.0	1.8	2.2	1.6	1.7	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	1.6
UK	1.4	1.3	1.1	2.3	-0.9	1.2	0.6	1.6	1.2	1.4	1.4	1.3	1.1
Japan	0.3	1.2	0.6	2.6	2.0	1.8	-2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.3
China (y/y%)	6.6	6.1	5.8	6.4	6.2	6.0	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	6.1	5.8

\* y/y or q/q annualised rate

\*\*9 December 2019

FORECASTS - RATES & FX											
	Actual	Target		Last 5 years*		Average					
	06/12/2019	3M	12M	High	Low	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Policy rate</b>											
Fed funds	1.75	1.75	1.75	2.50	0.25	0.27	0.52	1.13	1.96	2.31	1.75
ECB deposit rate	-0.50	-0.50	-0.50	-0.20	-0.50	-0.20	-0.38	-0.40	-0.40	-0.43	-0.50
<b>10Y rate</b>											
US T-note	1.8	1.8	2.0	3.2	1.5	2.1	1.8	2.3	2.9	2.1	1.9
German Bund	-0.3	-0.3	-0.2	0.8	-0.6	0.5	0.1	0.4	0.5	-0.2	-0.3
French OAT	0.0	0.0	0.0	1.2	-0.3	0.8	0.5	0.8	0.7	0.1	0.0
<b>Forex</b>											
EUR/USD	1.10	-	1.15	1.23	1.05	1.11	1.11	1.13	1.18	1.12	1.13
USD/JPY	109	-	105	124	101	121	109	112	110	109	107
USD/RMB	7.03	-	7.10	7.12	6.20	6.28	6.64	6.76	6.61	6.91	7.07

\*monthly average

# Profili di rischio e caratteristiche del fondo



<b>PAESI DI RIFERIMENTO</b>	Francia, Italia, Germania, Svizzera, Spagna, Lussemburgo, Svezia, Finlandia, Norvegia			
<b>Caratteristiche generali</b>				
<b>Nome del fondo</b>	<b>ODDO BHF Artificial Intelligence</b>			
Indice di riferimento	MSCI World NR in USD			
Obiettivo di gestione	Generare una crescita del capitale investendo in azioni internazionali quotate, esposte alla grande tendenza mondiale "intelligenza artificiale".			
Durata d'investimento consigliata	5 anni			
Data di creazione	mercoledì 19 dicembre 2018			
Idoneità al piano di risparmio azionario PEA	No			
Categoria Morningstar™				
<b>Classi di quote</b>				
	<b>CR-EUR</b>	<b>CR-EUR [H]</b>	<b>CR-USD</b>	<b>CRw-EUR [H]</b>
Codice ISIN	<b>LU1919842267</b>	<b>LU1833932608</b>	<b>LU1833932780</b>	<b>LU1833933085</b>
Codice Bloomberg				
Valuta	Euro	Euro	Dollaro	Euro
Distribuzione dei risultati	Capitalizzazione	Capitalizzazione	Capitalizzazione	Capitalizzazione
Sottoscrizione minima (iniziale)	100 EUR	100 EUR	100 EUR	100 EUR
Commissione di sottoscrizione			5% (max)	
Commissione di riscatto	Nessuna	Nessuna	Nessuna	Nessuna
Commissioni fisse di gestione	1,6% max del NAV	1,6% max del NAV	1,6% max del NAV	1,9% max del NAV
Commissione di sovraperformance	20% massimo della sovraperformance del fondo rispetto al proprio indice di riferimento se la performance del fondo è positiva	20% massimo della sovraperformance del fondo rispetto al proprio indice di riferimento se la performance del fondo è positiva	20% massimo della sovraperformance del fondo rispetto al proprio indice di riferimento se la performance del fondo è positiva	Nessuna
<b>Struttura e informazioni tecniche</b>				
Statuto giuridico	SICAV			
Società di gestione	ODDO BHF AM SAS			
Banca depositaria	Caceis Bank Luxembourg (Lussemburgo)			
Sottoscrizioni/Riscatti	Quotidiane a prezzo ignoto fino alle ore 16:00 (Parigi)			
Frequenza di valorizzazione	Quotidiana			
<b>ODDO BHF Artificial Intelligence</b>	Rischio di perdita del capitale, rischio azionario, rischio legato al possesso di medie capitalizzazioni, rischio di tasso d'interesse, rischio di credito, rischio legato alla gestione discrezionale, rischio di volatilità, rischio di controparte, rischio di liquidità degli attivi sottostanti, rischio di modello, rischio legato agli impegni su strumenti finanziari a termine, rischio di tasso di cambio, rischio di cambio, rischio dei mercati emergenti.			

**S'invita l'investitore a consultare il Documento di informazioni chiave per l'investitore, oltre al prospetto dei fondi, per prendere totalmente conoscenza dei rischi a cui sono esposti i fondi.**



### ODDO BHF Asset Management SAS (Francia)

Società di gestione patrimoniale certificata dall'autorità francese dei mercati finanziari (AMF) con il numero GP 99011. Fondata come società per azioni semplificata con capitale autorizzato di €9.500.000. Iscritta al registro del commercio e delle imprese di Parigi con il numero 340 902 857.

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

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