



# ODDO BHF AM – Investmentstrategie

**September 2019** – Was erwartet uns?

**Nicolas Chaput**, Global CEO

**Bruno Cavalier**, Chefvolkswirt, ODDO BHF

**Laurent Denize**, Global Co-CIO



ODDO BHF Asset Management (ODDO BHF AM) ist die Vermögensverwaltungssparte der ODDO BHF Gruppe. Bei ODDO BHF AM handelt es sich um die gemeinsame Marke von vier eigenständigen juristischen Einheiten: ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich), ODDO BHF Private Equity (Frankreich), ODDO BHF Asset Management GmbH (Deutschland) und ODDO BHF AM Lux (Luxemburg).

Vorliegendes Dokument wurde durch die ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS, zu Werbezwecken erstellt. Die Aushändigung dieses Dokuments liegt in der Verantwortlichkeit jeder Vertriebsgesellschaft, Vermittlers oder Beraters.

**Potenzielle Investoren sind aufgefordert, vor der Investition in die von der Autorité des Marchés Financiers (AMF), der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) oder der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigten Fonds einen Anlageberater zu konsultieren. Der Anleger wird neben den mit der Anlage des Fonds in Investmentstrategie und Finanzinstrumente verbundenen Risiken insbesondere auf das Kapitalverlustrisiko des Fonds hingewiesen. Bei einer Investition in den Fonds ist der Anleger verpflichtet, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) und den Verkaufsprospekt des Fonds zu Rate zu ziehen, um sich ausführlich über die Risiken der Anlage zu informieren.** Der Wert der Kapitalanlage kann Schwankungen sowohl nach oben als auch nach unten unterworfen sein, und es ist möglich, dass der investierte Betrag nicht vollständig zurückgezahlt wird. Die Investition muss mit den Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der Risikobereitschaft des Anlegers in Bezug auf die Investition übereinstimmen. ODDO BHF AM übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen dienen lediglich zur Veranschaulichung und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden. Sie unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen. Es wird keine – ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben. Wertentwicklungen werden nach Abzug von Gebühren angegeben mit Ausnahme der von der Vertriebsstelle erhobenen potenziellen Ausgabeaufschlägen und lokaler Steuern. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen dienen lediglich zur Veranschaulichung. Sie spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern, eine Haftung hierfür wird nicht übernommen.

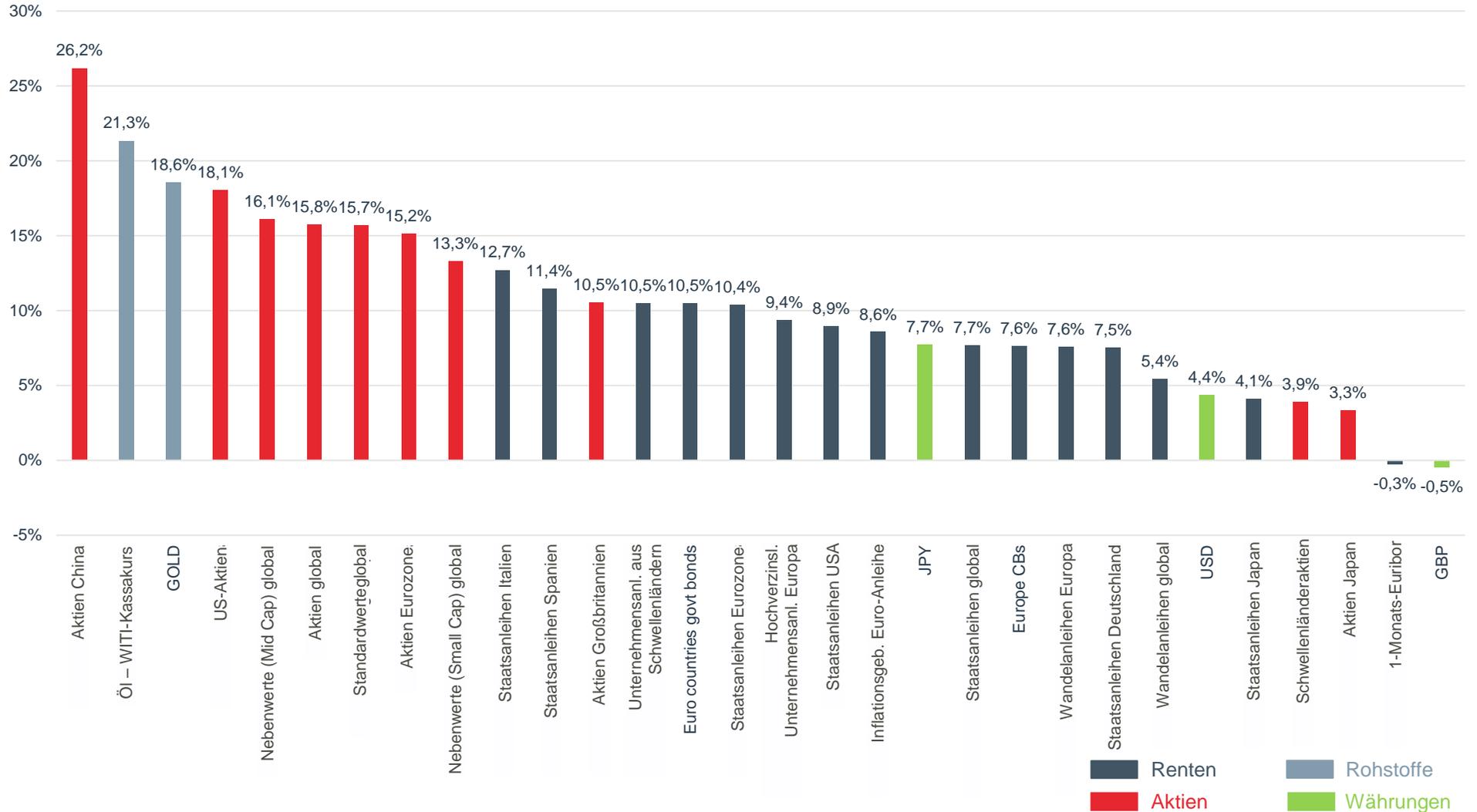
Copyright © Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die in Bezug auf Morningstar enthaltenen Informationen, Daten und ausgedrückten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren. STOXX Limited ("STOXX") ist die Quelle der in diesem Dokument genannten STOXX-Indizes und der darin enthaltenen Daten. STOXX war bei der Herstellung und Aufbereitung von in diesem Bericht enthaltenen Informationen in keiner Weise beteiligt und schließt für solche Informationen jede Gewähr und jede Haftung aus, einschließlich für ihre Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Tauglichkeit zu beliebigen Zwecken. Jede Verbreitung oder Weitergabe solcher Informationen, die STOXX betreffen, ist untersagt. Die Pflichtpublikationen sind erhältlich unter: [am.oddobhf.com](http://am.oddobhf.com)

**Bitte beachten Sie, dass wenn ODDO BHF AM ab dem 3. Januar 2018 Anlageberatungsdienstleistungen erbringt, es sich hierbei um nicht-unabhängige Anlageberatung nach Maßgabe der europäischen Richtlinie 2014/65/EU (der so genannten „MIFID II-Richtlinie“) handelt. Bitte beachten Sie ebenfalls, dass alle von ODDO BHF AM getätigten Empfehlungen immer zum Zwecke der Diversifikation erfolgen.**



- 01** Konjunkturmumfeld
- 02** Bewertungen
- 03** Langfristige Trends – eine Auswahl
- 04** Unsere Positionierung

# Alle Anlageklassen entwickeln sich gut trotz wachsender Konjunktursorgen



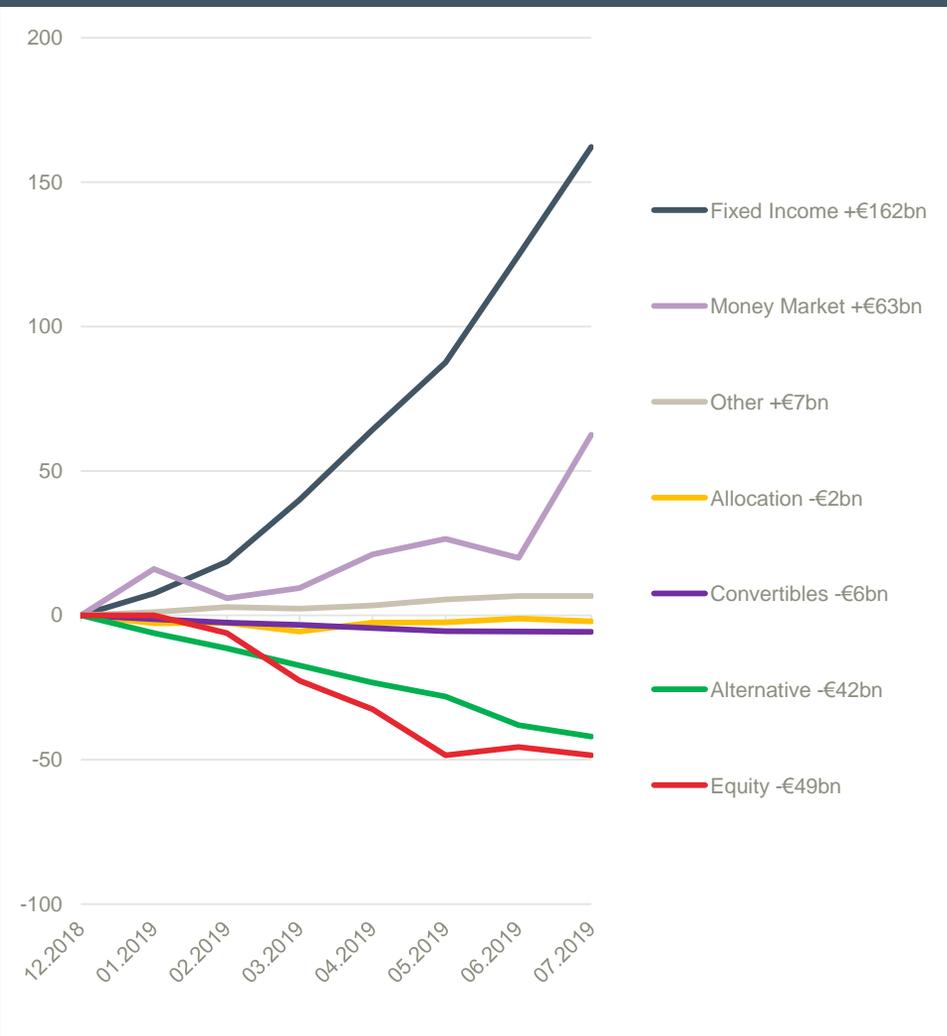
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen und unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen.

Quelle: Bloomberg und BoA ML. Angaben zum 31.08.2019; Wertentwicklung jeweils in lokaler Währung

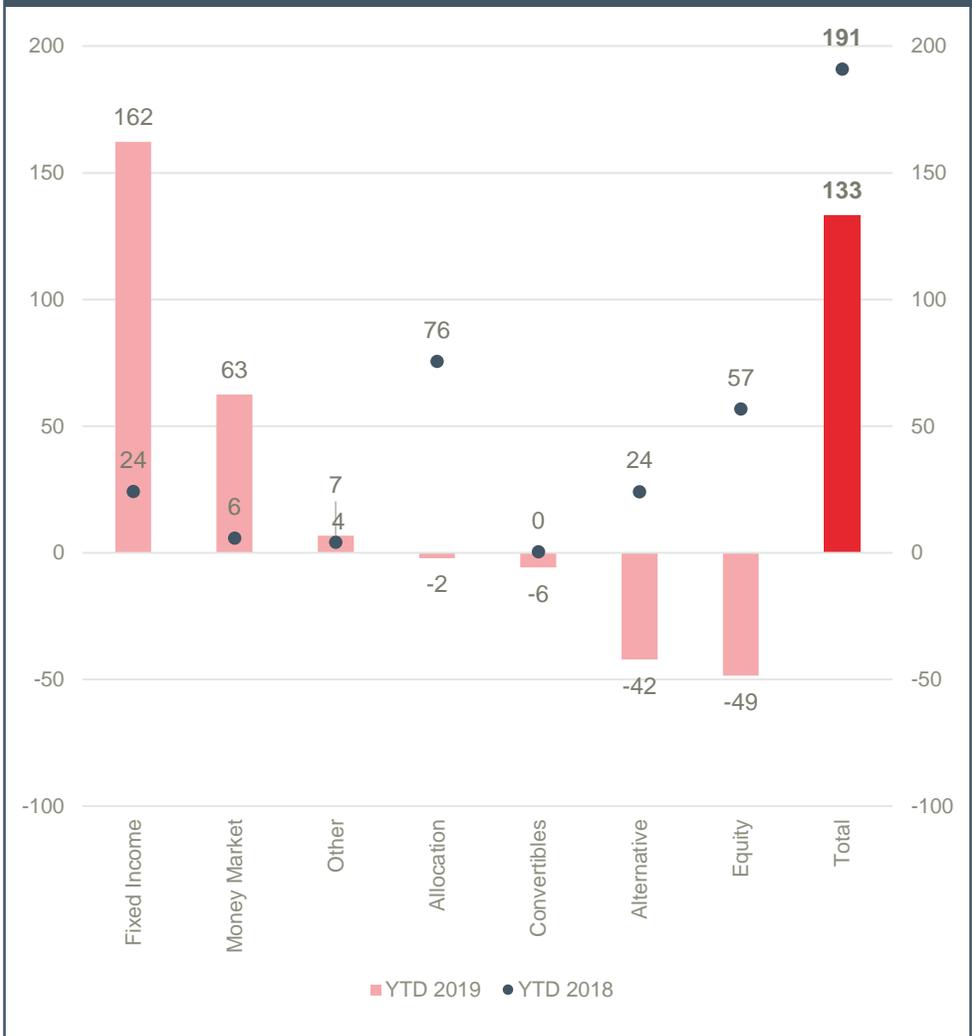
# Im bisherigen Jahresverlauf haben Anleger risikoarmen Werten den Vorzug gegeben



Mittelflüsse im laufenden Jahr (ohne ETFs): +133 Mrd. € insgesamt



Mittelflüsse seit Jahresbeginn: +191 Mrd. 2018 gü. 133 Mrd. € 2019



Quelle: ODDO BHF AM SAS, Morningstar. Angaben zum 31.07.2019

# KONJUNTURUMFELD

## Führungskrise und Konjunkturrisiken

Bruno Cavalier, Chefvolkswirt ODDO BHF

# 01

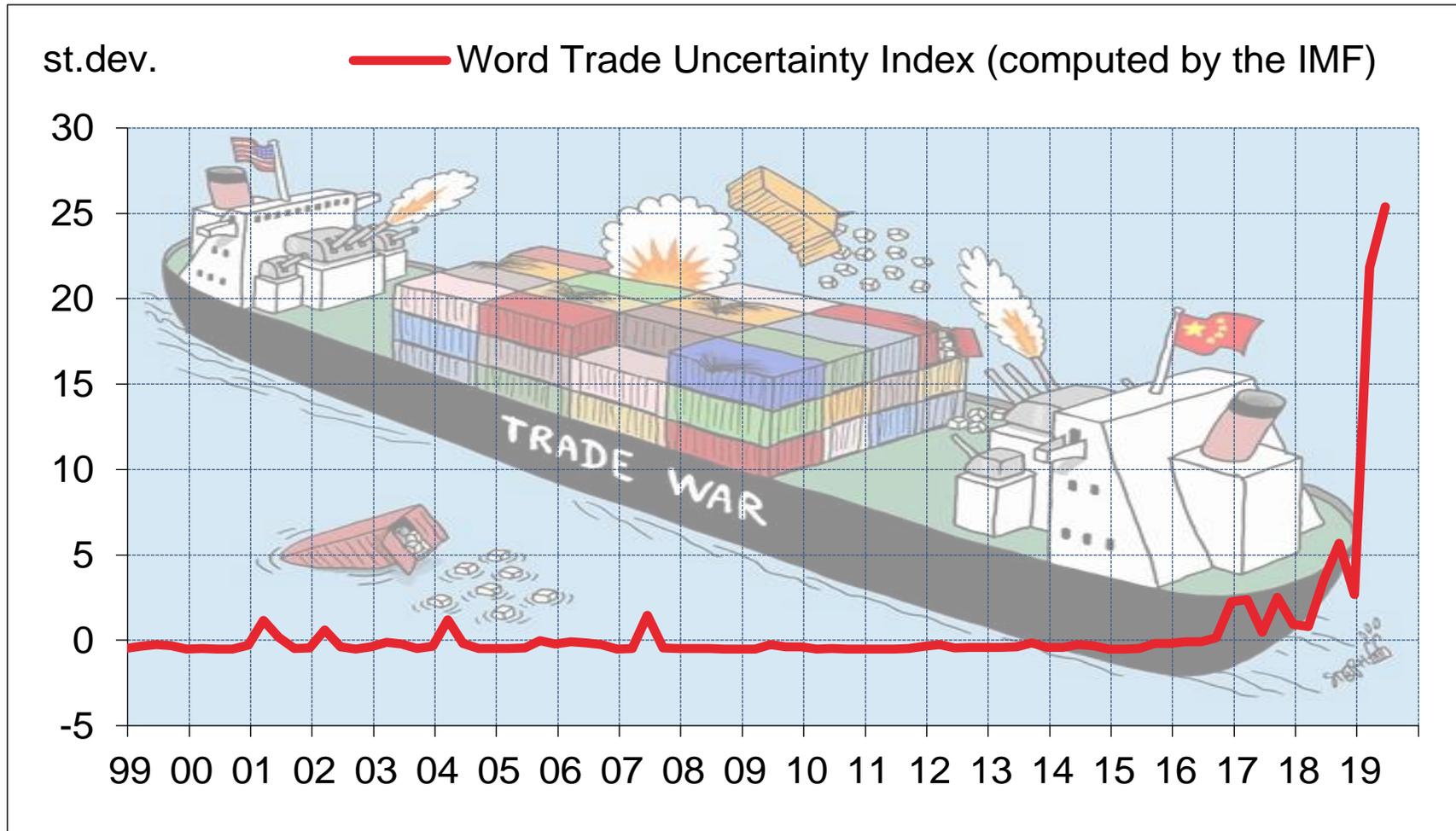
# *Wer ist unser größter Feind?*

(Trump, Xi, Powell, drei Männer in einem Boot ...)

# Welthandel – Paradigmenwechsel



Erstmals seit Jahrzehnten wird derart an den Regeln des Welthandels gerüttelt (Zölle, Organisation von Produktionsketten, Freihandelsabkommen), dass die daraus resultierende Unsicherheit zu einem zentralen Faktor für das gesamtwirtschaftliche Umfeld geworden ist.



Quelle: IWF, ODDO BHF

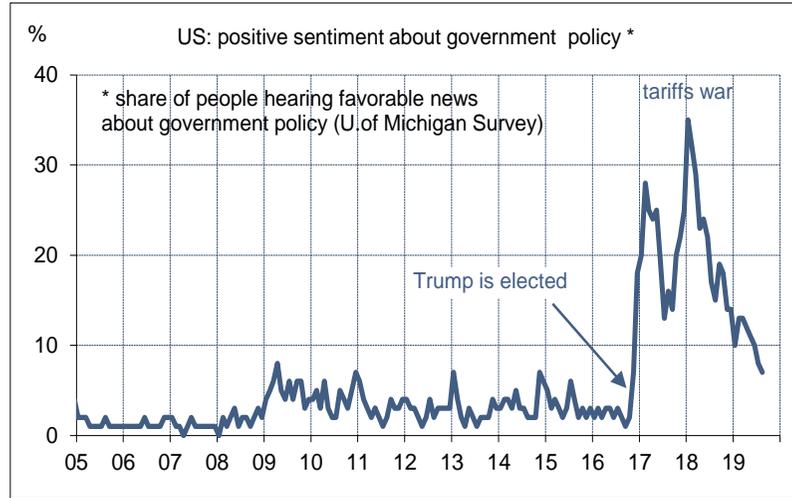
18/09/2019

# Trump und die Wirtschaft – eine explosive Mischung

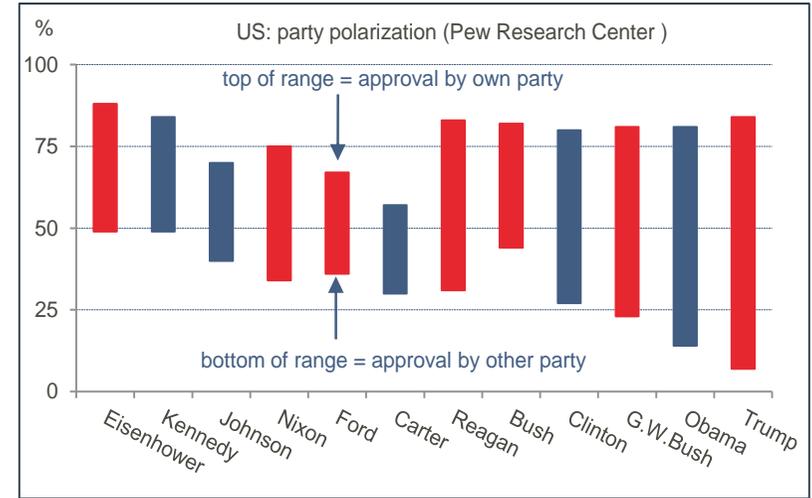


Die Wahl von Trump hat für einen *Feel-good-Faktor* gesorgt (Steuersenkungen) ① . Handelskonflikt und *Government Shutdown* hatten hingegen einen gegenteiligen Effekt ② . Unter keinem Präsidenten vor Trump war das Land derart gespalten ③ . Sein Anti-China-Politik stößt jedoch auf breite Unterstützung auch jenseits seines eigenen Lagers ④ .

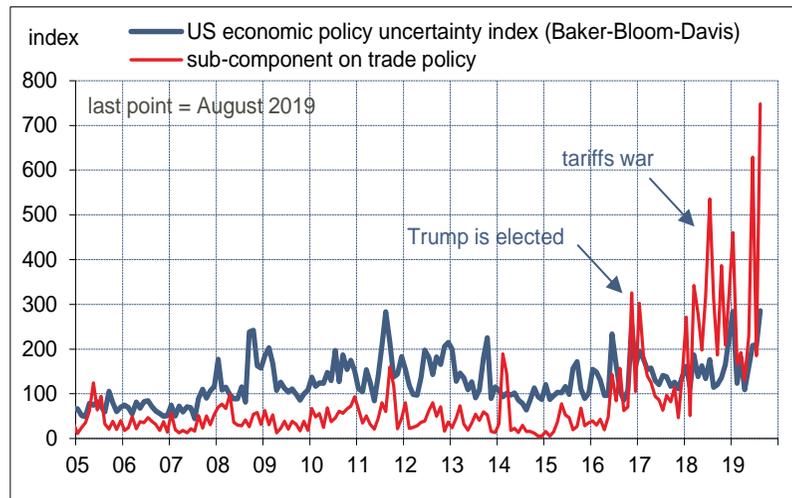
①



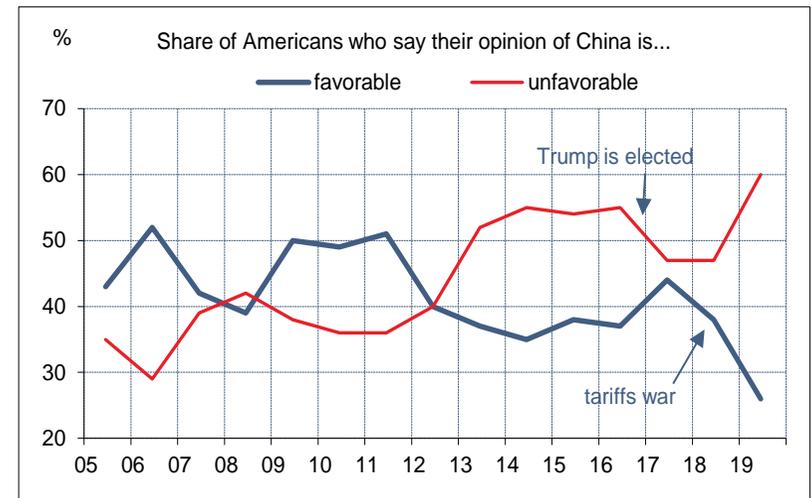
③



②



④



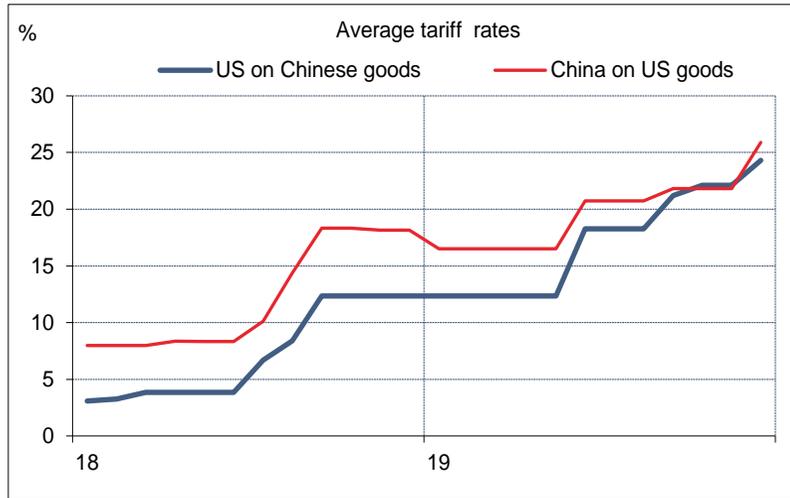
18/09/2019

# Tarifstreit USA-China – Bald kein Weg zurück mehr



Zunehmend höhere Zölle ① auf einen wachsenden Teil der aus China importierten Waren ② lassen das Handelsvolumen sinken ③. Das ist eine logische Konsequenz. Aber sie senken nicht das Handelsdefizit der USA mit dem Rest der Welt und nicht einmal das mit China ④.

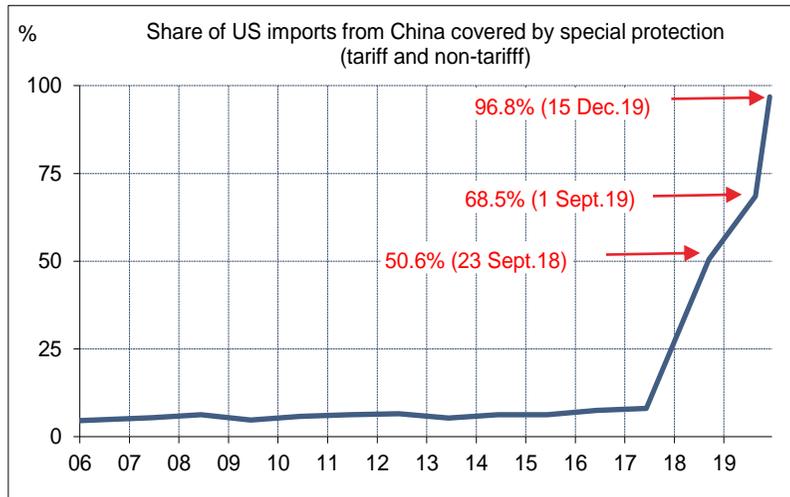
①



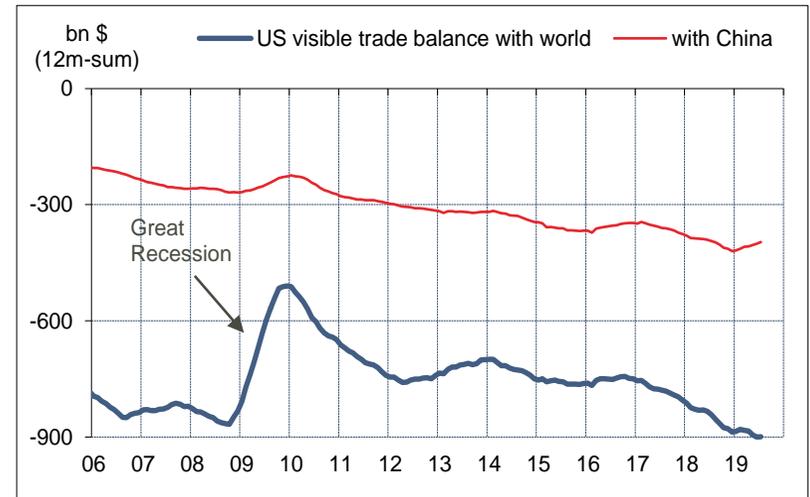
③



②



④



18/09/2019

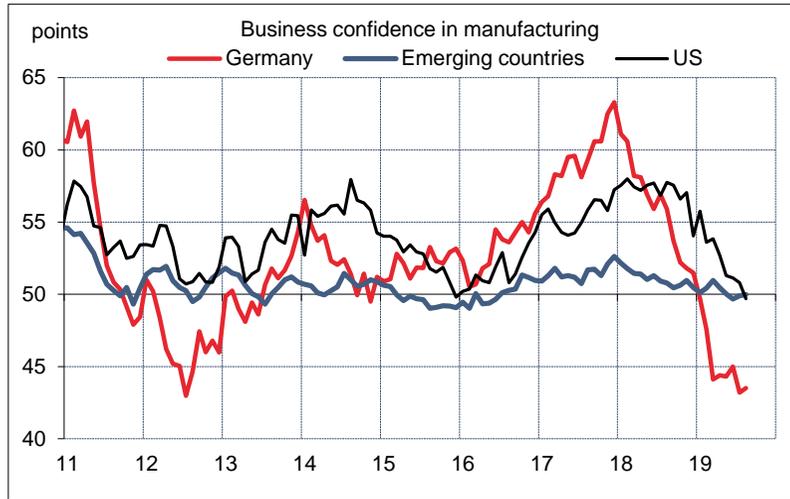
Quelle: Thomson Reuters, PIIE, ODDO BHF

# Wirtschaftliche Auswirkungen – Industrie

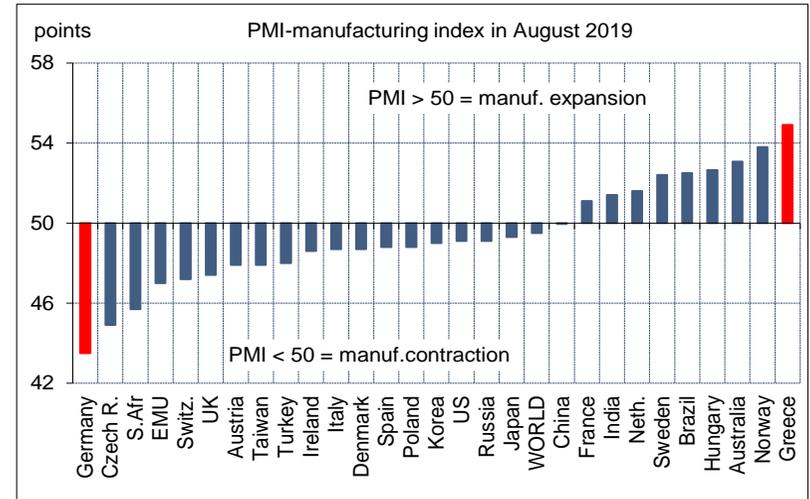


Die Stimmung der Industrie hat sich im Verlauf des Sommers weiter eingetrübt, insbesondere in den USA ①. In den meisten Ländern sieht sich die Industrie in einer Rezession ②, in Deutschland bereits in alarmierendem Ausmaß ③. Letzteres ist angesichts des Anteils der Industrie am deutschen BIP sehr beunruhigend ④.

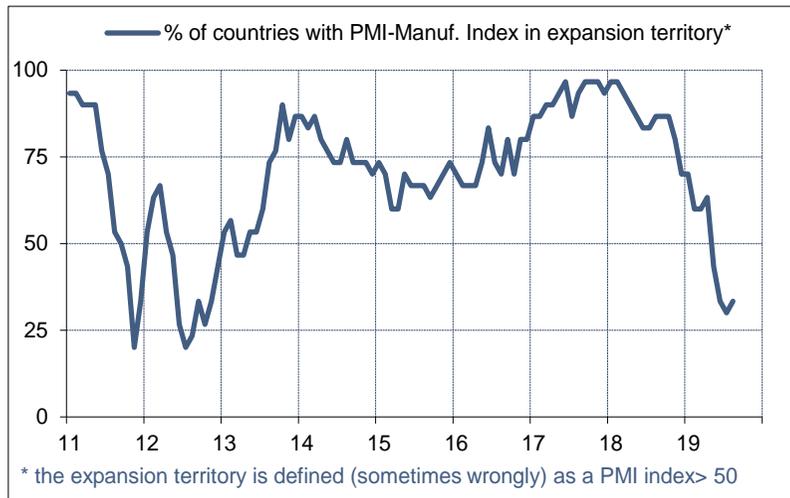
①



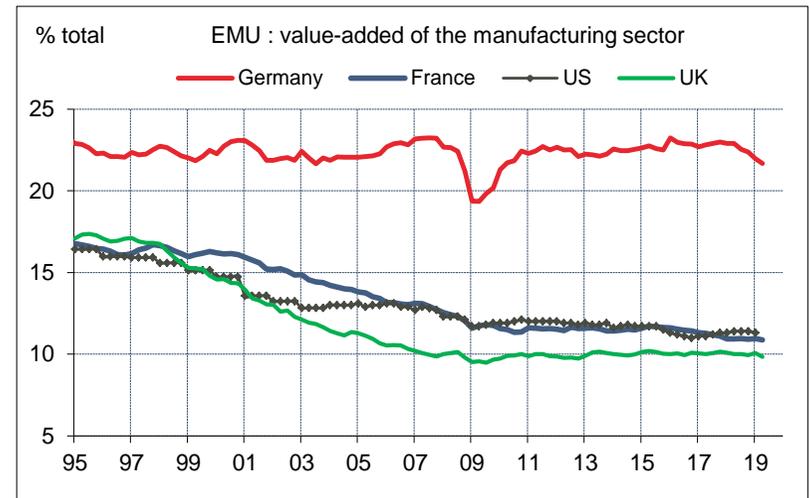
③



②



④



Quelle: Thomson Reuters, PIIE, ODDO BHF

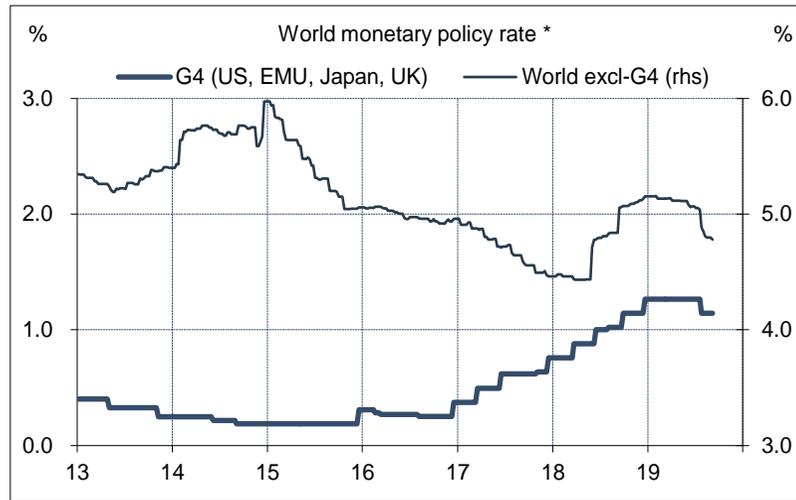
18/09/2019

# Finanzielle Auswirkungen – Notenbanken als Retter



In Reaktion auf diesen Unsicherheitsschock haben die Notenbanken die Geldpolitik gelockert (oder planen dies) ①. Die Märkte erwarten deutlich mehr, was die langfristigen Zinsen nach unten drückt ②. Die niedrigen Zinsen „stützen“ zwar die Bewertungen, sorgen aber für erhöhte Volatilität ③. Der Dollar ist hoch bewertet ..., sehr zum Ärger von Trump ④.

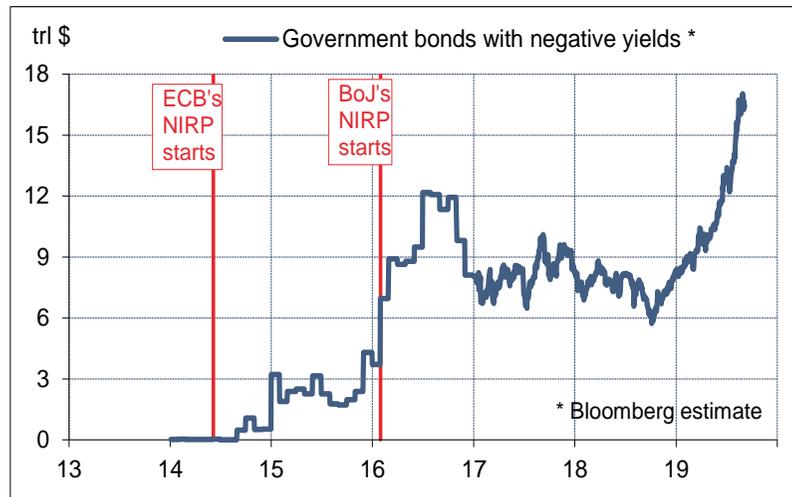
①



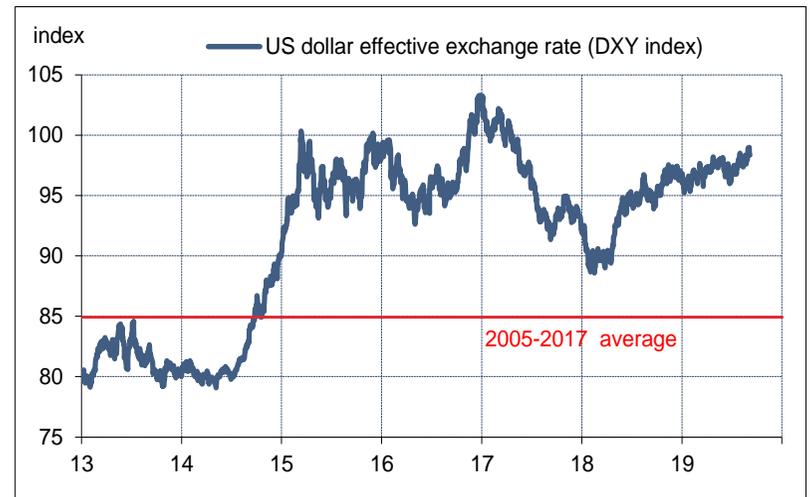
③



②



④

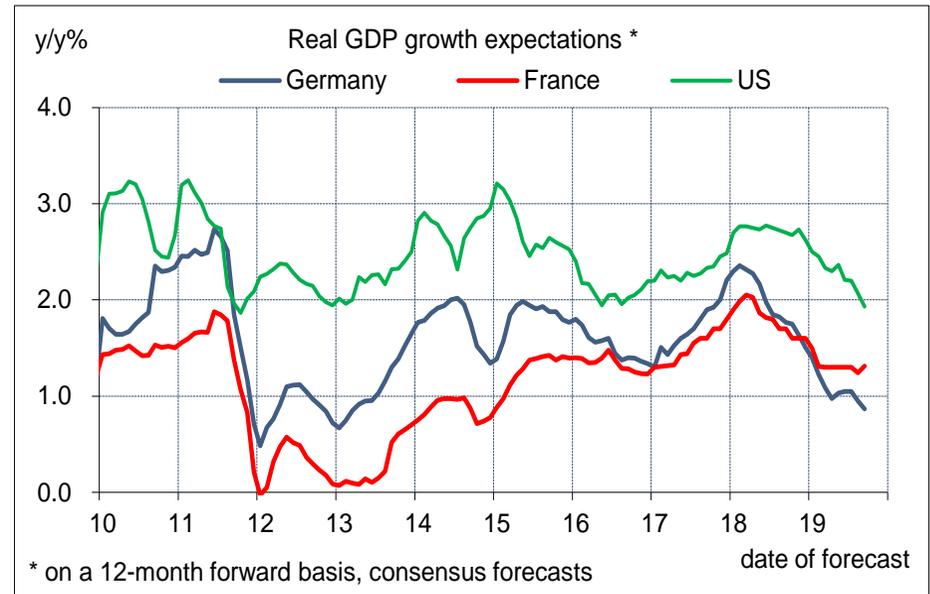
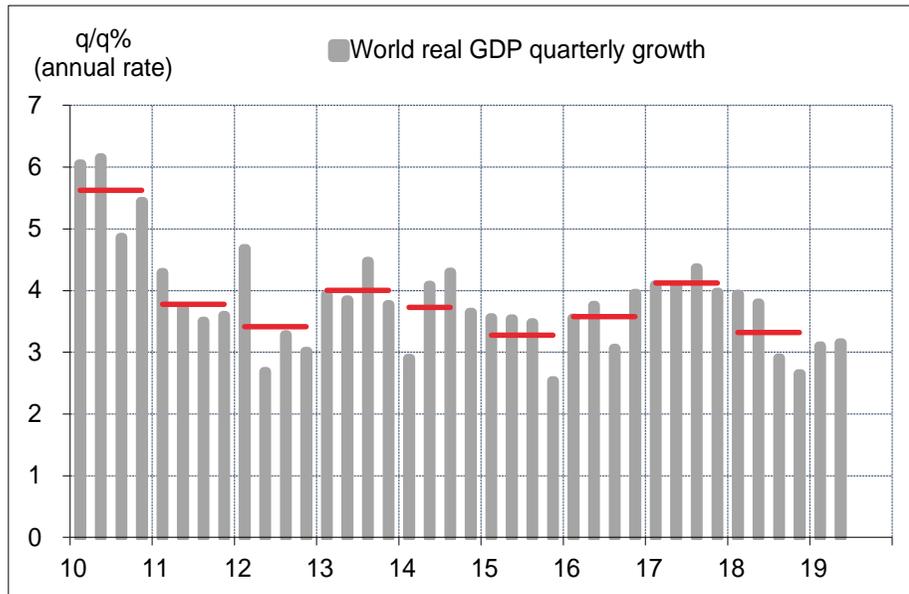


Quelle: Thomson Reuters, PIIE, ODDO BHF

# Gesamtwirtschaftliche Lage weltweit

(Rezession & Rezessionsängste)

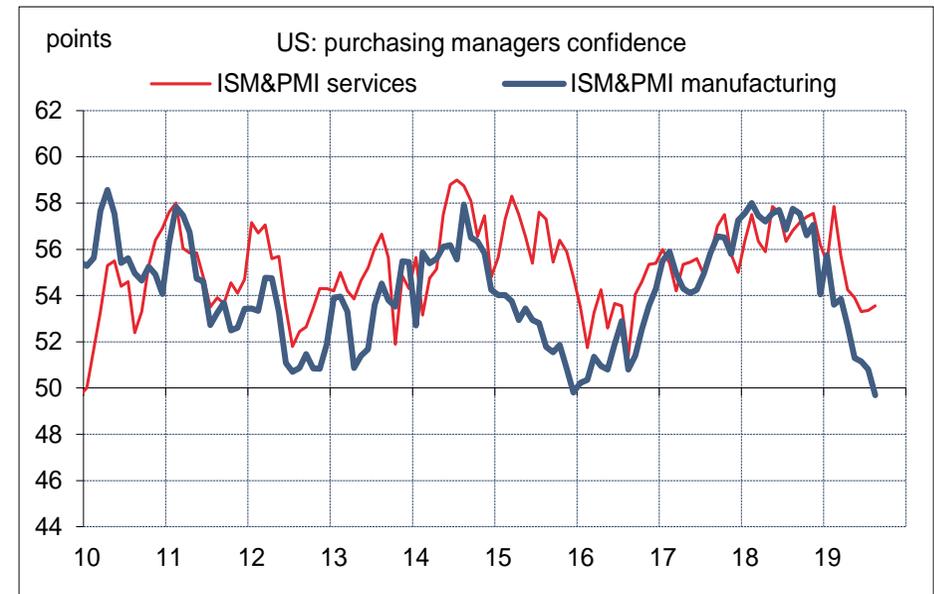
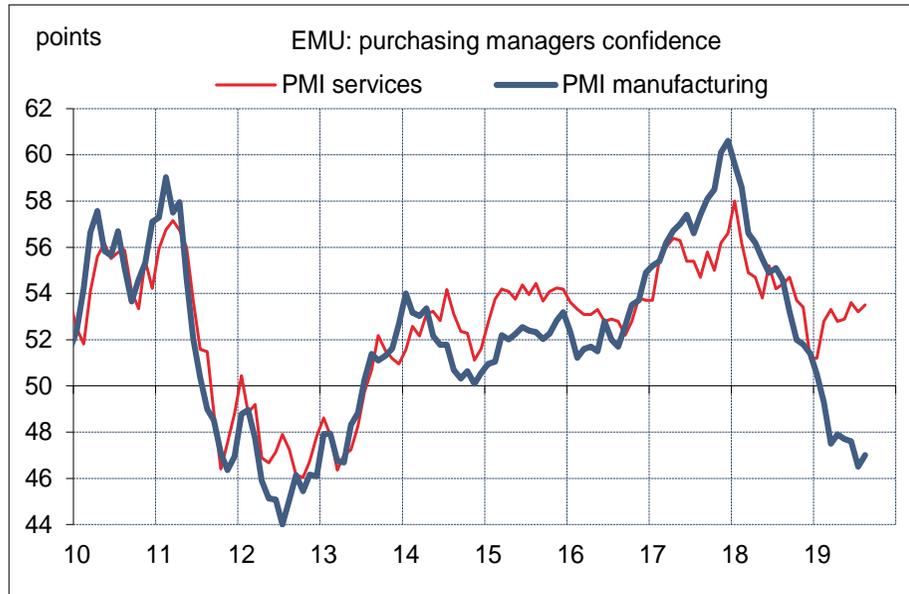
# Wachstum weltweit – Stabilisiert (bei 3% jährlich), mit Abwärtsrisiken



Das weltweite Wachstum zeigte sich im zweiten Quartal ggü. dem ersten Quartal stabil mit einem Plus von 3,2% (Veränderung zum Vorquartal, annualisiert). Zum Vergleich: +4% im 1. Quartal 2018, +2,8% im 4. Quartal 2018)

Rückläufiges Wachstum in Großbritannien (-0,2% ggü. Vorquartal, Brexit), Deutschland (-0,1% ggü. Vorquartal, Rezession im Industriesektor), Hongkong (-0,4% ggü. Vorquartal, politische Krise)

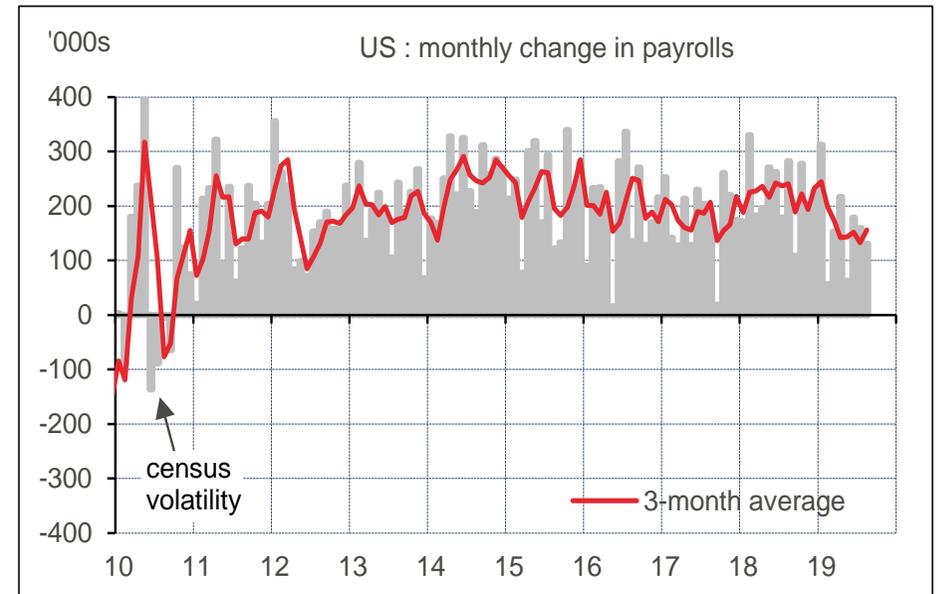
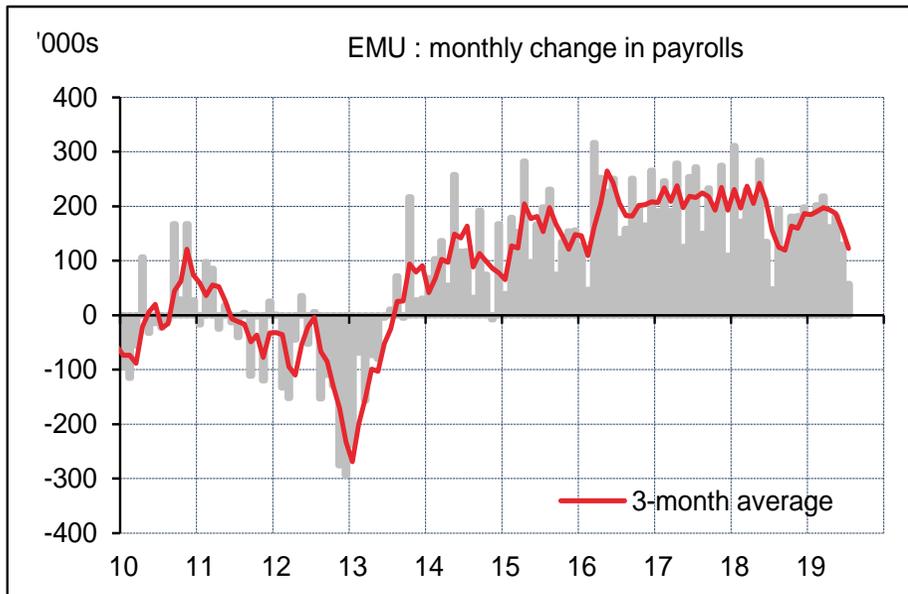
Die Wachstumsprognosen werden weiterhin nach unten korrigiert.



Die wirtschaftlichen Entwicklung zeigt eine Zweiteilung (Industrie-/nicht industrieller Sektor) – Spiegelbild der Divergenz zwischen den Nachfragekomponenten (Ausland/Binnenmarkt)

Insgesamt zeigen sich die nicht-industriellen Sektoren widerstandsfähig und liegen weiter im expansiven Bereich.

Das Ansteckungsrisiko ist abhängig vom Anteil der Industrie am BIP und davon, wie stark die Binnennachfrage (Arbeitsmarkt) ist



Am Arbeitsmarkt zeigt der Trend weiter nach oben (Europa/USA), wobei die Steigerungsraten nun moderater ausfallen bzw. sich normalisiert haben. Dahinter stehen die nach unten korrigierten Wachstumsaussichten (Nachfrage) oder Rekrutierungsschwierigkeiten (Angebot).

In gesamtwirtschaftlicher Sicht ist kein großflächiger Wegfall von Stellen zu beobachten. Allerdings gab es Anpassungen in den am stärksten unter Druck stehenden Sektoren (z.B. weniger Zeitarbeit in der Industrie).

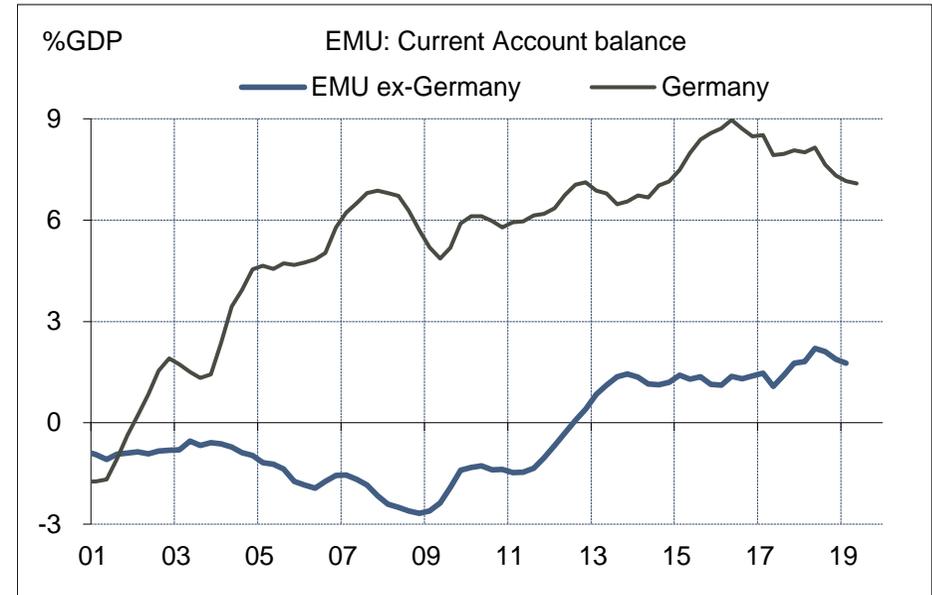
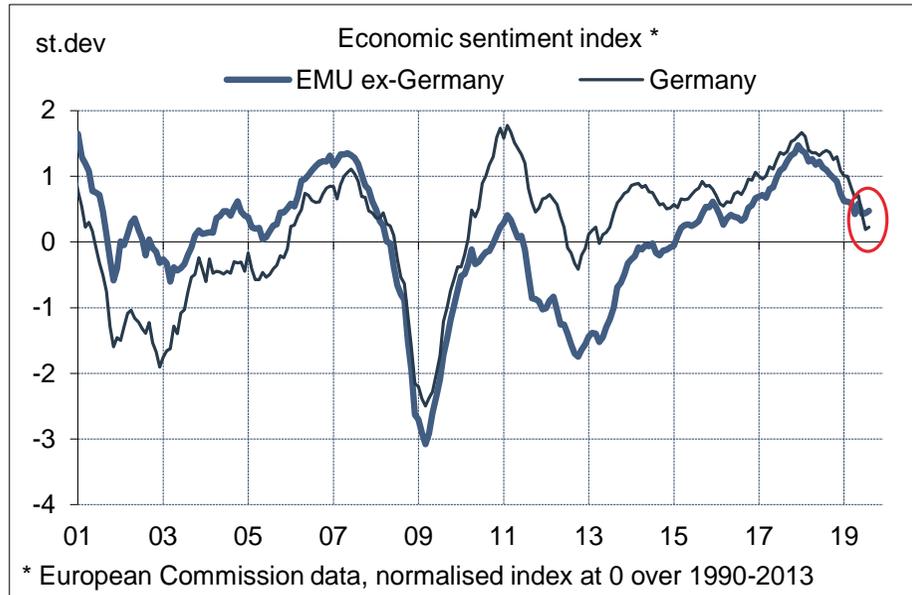


	US recession probability							
	2001 recession (average)	2008 recession	mid- 2015	mid- 2016	mid- 2017	mid- 2018	mid- 2019	mid- 2020
<b>Coincident models</b>								
- unemployment rate	65	80	0	0	0	0	0	-
- jobless claims	44	58	1	3	3	2	2	-
- stock market	39	51	7	3	4	15	2	-
- building permits	0	83	0	0	0	0	1	-
<b>Average</b>	<b>37</b>	<b>68</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>-</b>
<b>Forward models</b>								
- yield curve	42	28	0	1	2	3	6	59
- diffusion index	15	53	7	7	16	5	4	37
- bond premium	61	28	9	19	25	12	11	14
- oil price	38	34	18	4	3	3	20	12
- corporate profits	68	34	9	14	27	20	17	15
<b>Average</b>	<b>45</b>	<b>35</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>27</b>
<b>Benchmark</b>								
- business cycle duration	36	27	16	20	26	30	37	40

Die inverse Zinskurve (Im Laufzeitbereich 3 Monate bis 10 Jahre sind die Zinsen seit Mai negativ) hat Rezessionsängste ausgelöst. Andere „Rezessionsbarometer“ zeichnen ein deutlich weniger bis gar nicht beunruhigendes Bild.

Ist die Zinskurve Ausdruck der gleichen Symptome wie in der Vergangenheit? (Inversion + fallende Zinsen ≠ Inversion + Zinsanstieg, Rolle der Geldpolitik usw.)

Es besteht das Risiko, dass die Wirtschaftsakteure sich abwartend verhalten (d.h. Ausgaben zurückstellen). Damit könnte sich die Angst vor der Rezession als sich selbst erfüllende Prophezeiung bewahrheiten.

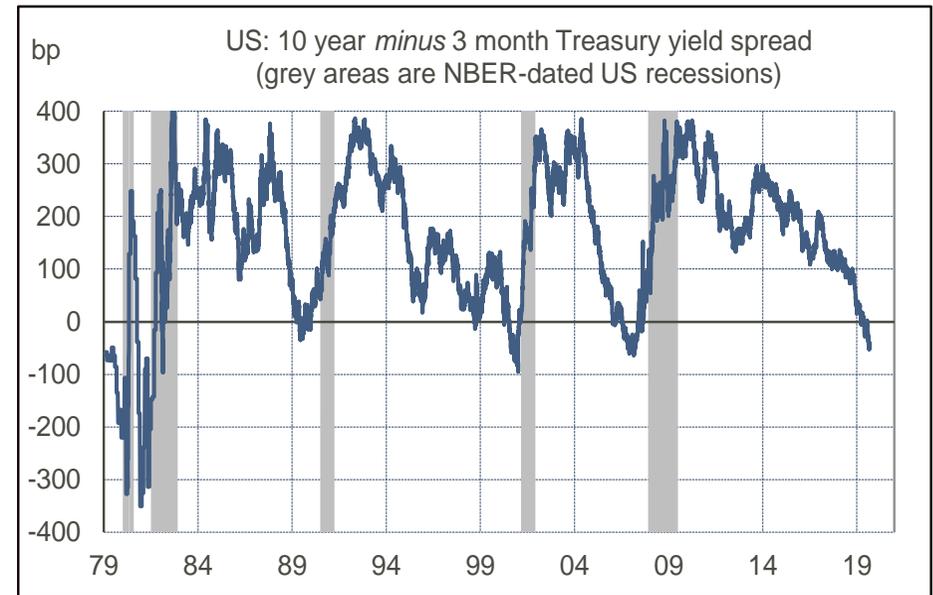
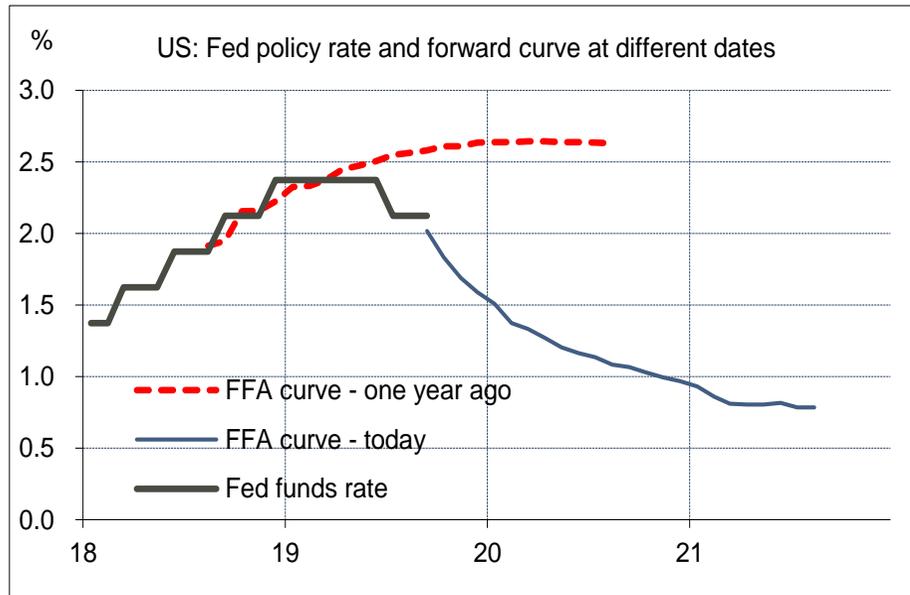


Erstmals seit mehr als zehn Jahren ist die deutsche Wirtschaft aus zyklischer Sicht schwächer als seine Nachbarn.

Die Krise im Automobilsektor (mit vielfältigen Ursachen) hat sich auf die gesamte Industrie ausgeweitet – einem Sektor, der sich mit allen denkbaren externen Risiken konfrontiert sieht (Brexit, Wachstum in China, Zölle).

Der Bausektor behauptet sich bislang gut. Im Dienstleistungssektor und am Beschäftigungsmarkt zeigen sich hingegen Anzeichen für eine Verlangsamung.

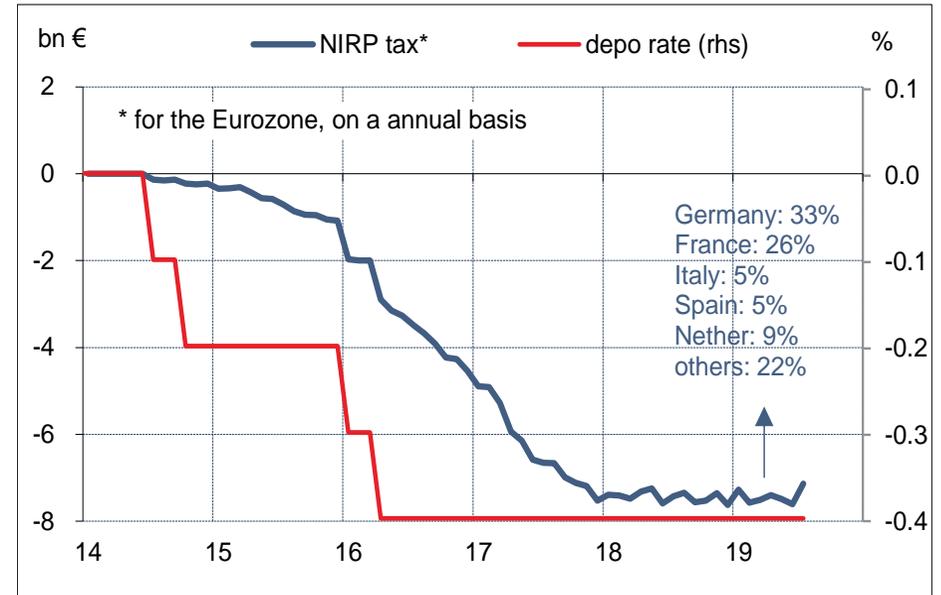
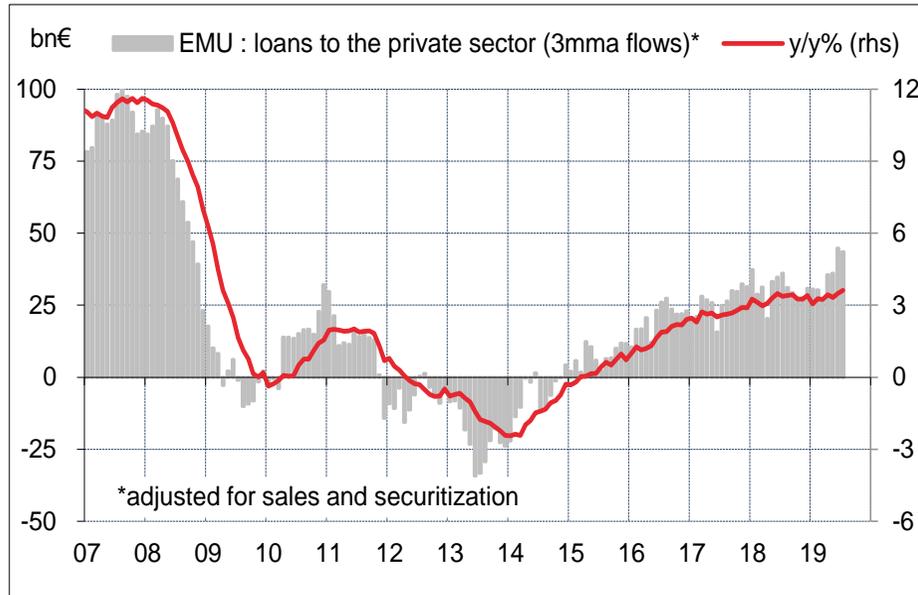
# Notenbank und Politik



Die gestiegenen Risiken (aufgrund des Unsicherheitschocks) können einen „Mid-Cycle Adjustment“ rechtfertigen (-50-75 Basispunkte), wie schon in 1995 oder 1998

Im aktuellen Umfeld (Arbeitslosigkeit, Inflation, Märkte) ist keine stärkere Bewegung erforderlich.

Die Fed hat (siehe Rede von Powell bei der Konferenz in Jackson Hole 2019) eingeräumt, dass es keinen Präzedenzfall gäbe, wie mit einer solchen Umwälzung der Welthandelsbedingungen umzugehen sei. Es besteht das Risiko einer Phase des Experimentierens und der unklaren Kommunikation.



Eine signifikante und nachhaltige Lockerung der Geldpolitik ist gerechtfertigt durch: 1) das Mandat, 2) die aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen, 3) das externe Umfeld, 4) den allgemeinen Lockertrend.

Die EZB erscheint bereit, die negativen Auswirkungen ihrer Geldpolitik auf den Bankensektor anzugehen.

# Italien – Mal wieder die Kurve gekriegt



Debt-stabilizing primary budget balance	Nominal GDP growth (%)										
	-1.5	-1	-0.5	0	0.5	1	1.5	2	2.5	3	3.5
	minus: 1% trend inflation										
	equals: Real GDP growth (%)										
	-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

Given the primary surplus (1.2% 2019e), points above the red line are consistent with a stable debt ratio

Auf das Regierungsbündnis aus der 5-Sterne-Bewegung (M5S) und Lega folgt nun ein Bündnis aus M5S und PD – eine nicht minder überraschende Allianz, die aber deutlich weniger EU-feindlich ausgerichtet ist (der nächste EU-Kommissar für Wirtschaft unter von der Leyen kommt übrigens aus Italien!)

Damit sind die politischen und Haushaltsrisiken gesunken – eine durchaus erfreuliche Entwicklung. Die grundlegenden Probleme bleiben jedoch ungelöst (Wachstum).

Dank fallender Anleiherenditen bewegt sich Italien nicht länger in einem Bereich, in dem die Schuldendienstfähigkeit zu einem echten Problem werden könnte.

Quelle: Thomson Reuters, ODDO BHF



Institution / Think-tank	Date	Long-term impact on UK GDP (%)*
- 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
- BoE	2018	-6.3
- HM Treasury	2018	-7.7
- OECD	2016	-7.7
- HM Treasury (zero migration)	2018	-9.3
<b>AVERAGE (no-deal Brexit)</b>		<b>-4.9</b>

\* No-deal Brexit relative to Remain scenario. If range of estimates, average value

Um einen (1) „No-Deal“-Brexit zum 31. Oktober zu verhindern, muss Großbritannien entweder (2) ganz auf den Brexit verzichten, (3) die Austrittsfrist verlängern oder (4) eben ein Abkommen („Deal“) schließen

Die Regierung lehnt die Varianten 2/3/4 ab. Für die Mehrheit des Parlaments kommen die Optionen 1/2/4 nicht in Frage. Aber was genau wollen die Briten eigentlich?

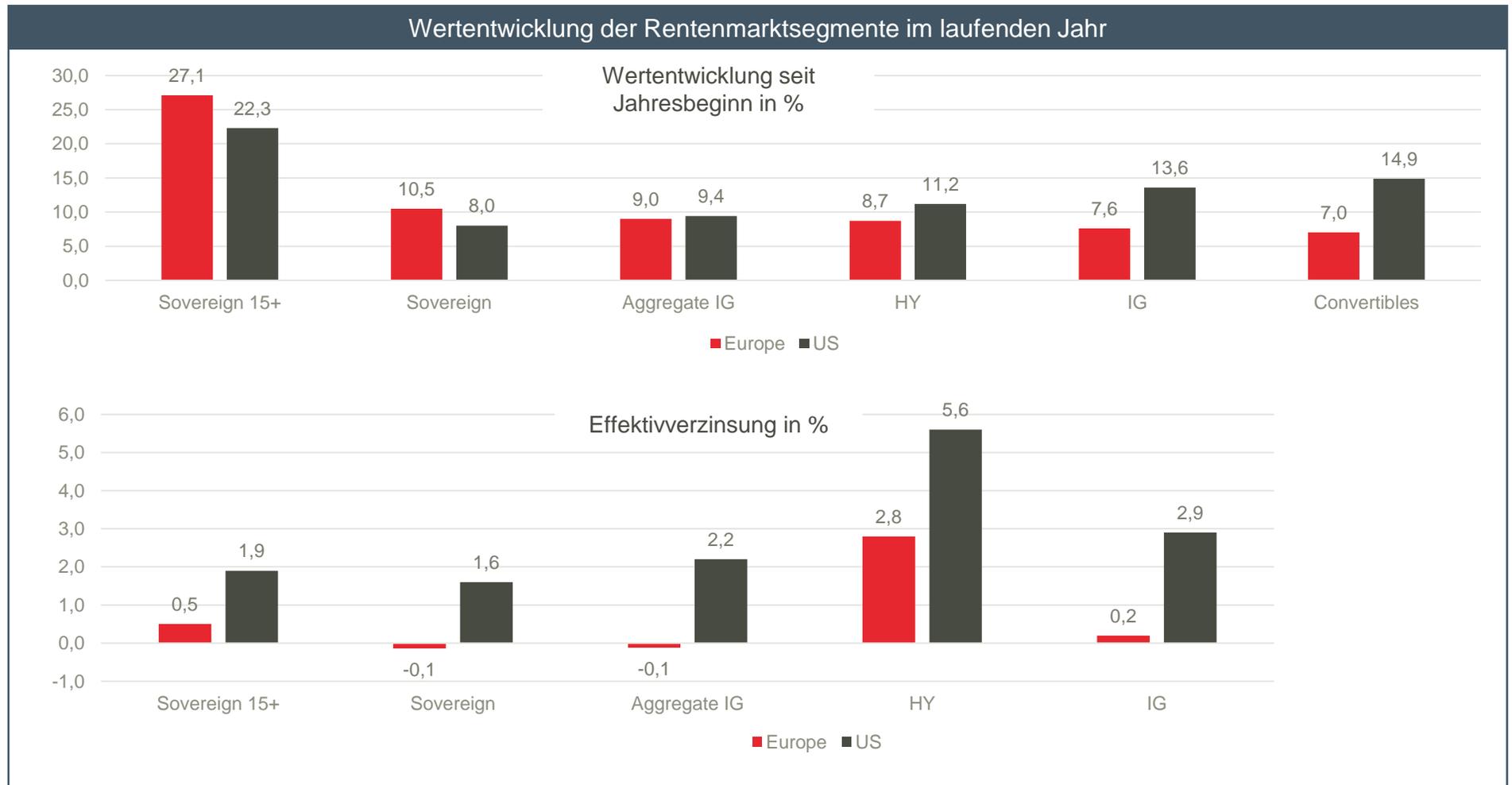
Angesichts der enormen Spaltung und des Wahlsystems (Mehrheitswahl) lässt sich nicht sagen, welche Mehrheit sich bei den nächsten (kurzfristig wohl fast unumgänglichen) Wahlen ergeben oder ob sich überhaupt eine Mehrheit finden wird.

# BEWERTUNGEN

# 02

# RENTEN

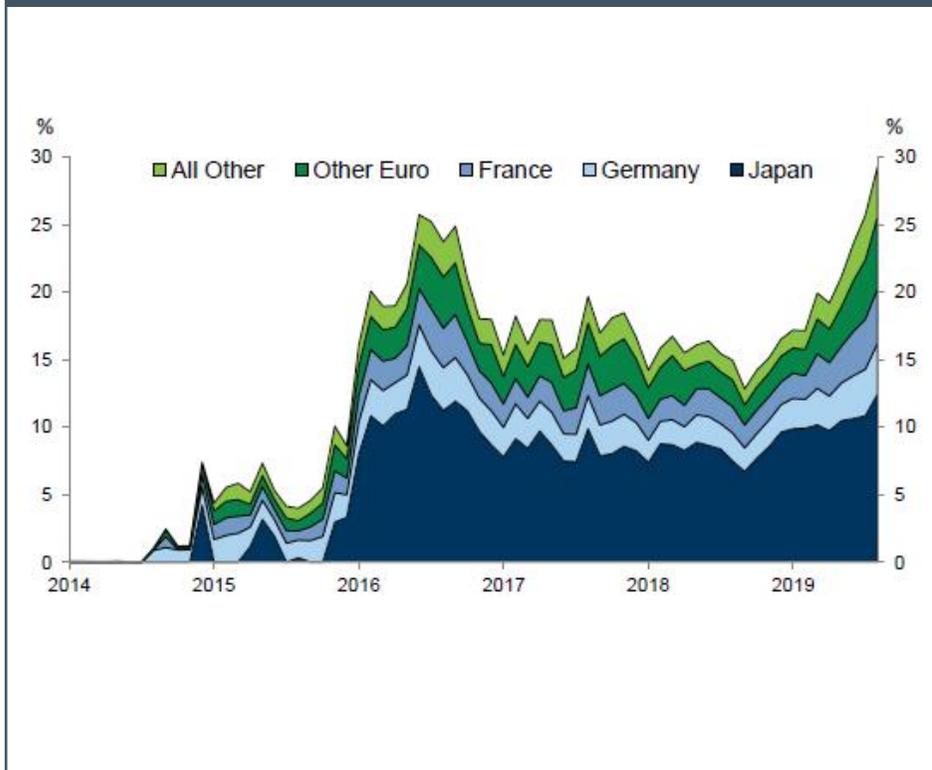
# Jagd nach Rendite um jeden Preis treibt Anleihen in Richtung der Höchststände aus 2014



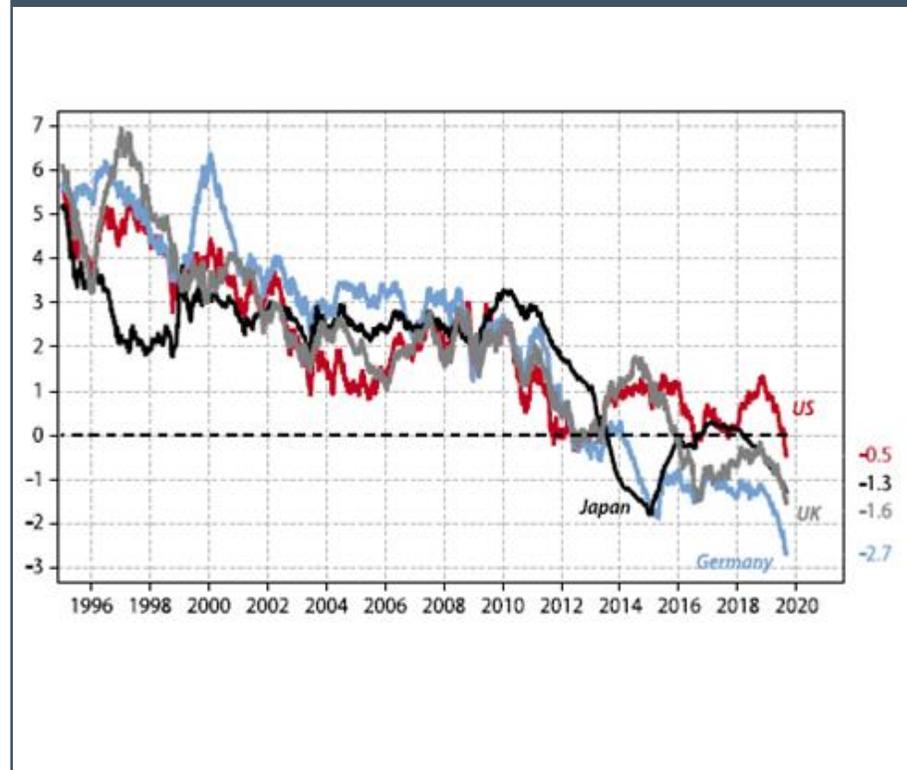
Quelle: ODDO BHF GmbH, Bloomberg, Angaben zum 31.07.2019



### Negativ rentierende Anleihen in %, nach Ländern: 17 Bill. \$



### Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (Realzinsen)

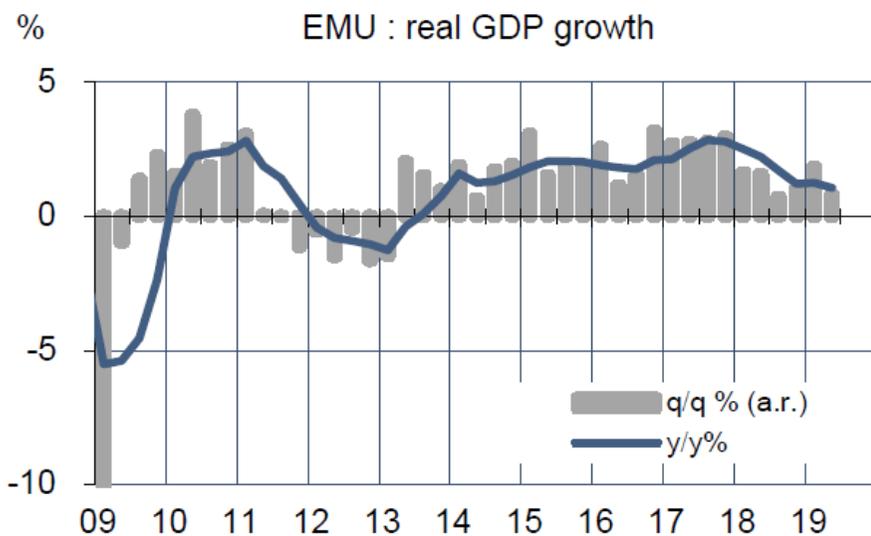


Quelle: Bloomberg, ODDO BHF AM SAS, Goldman Sachs Investment Research | Gavekal data / macrobond

... die in Europa nicht so bald steigen dürften



### Wachstum unter Druck

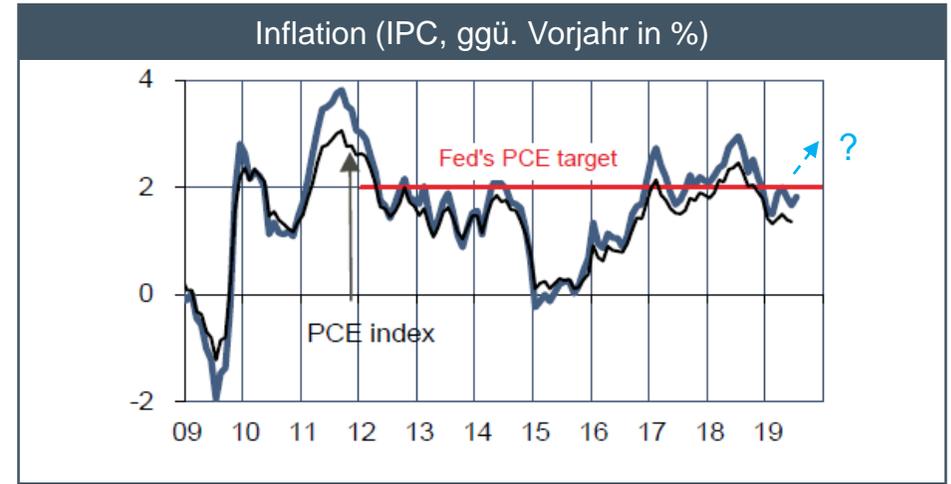
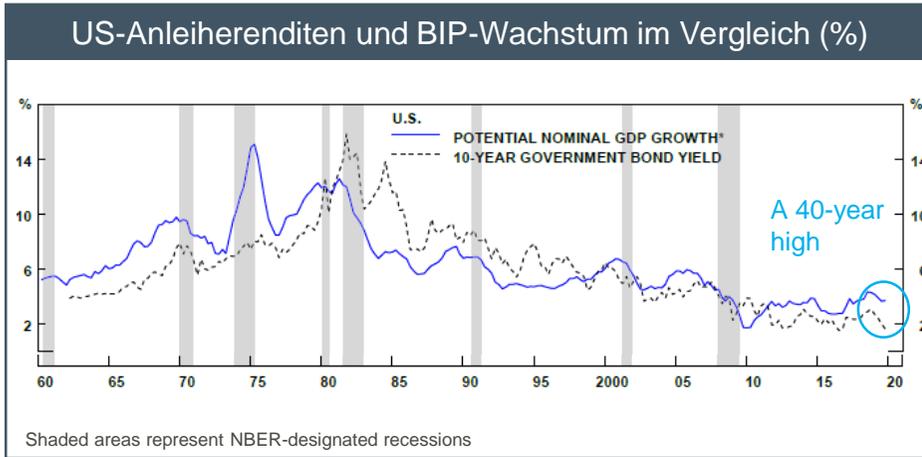


### Neues Kaufprogramm der EZB



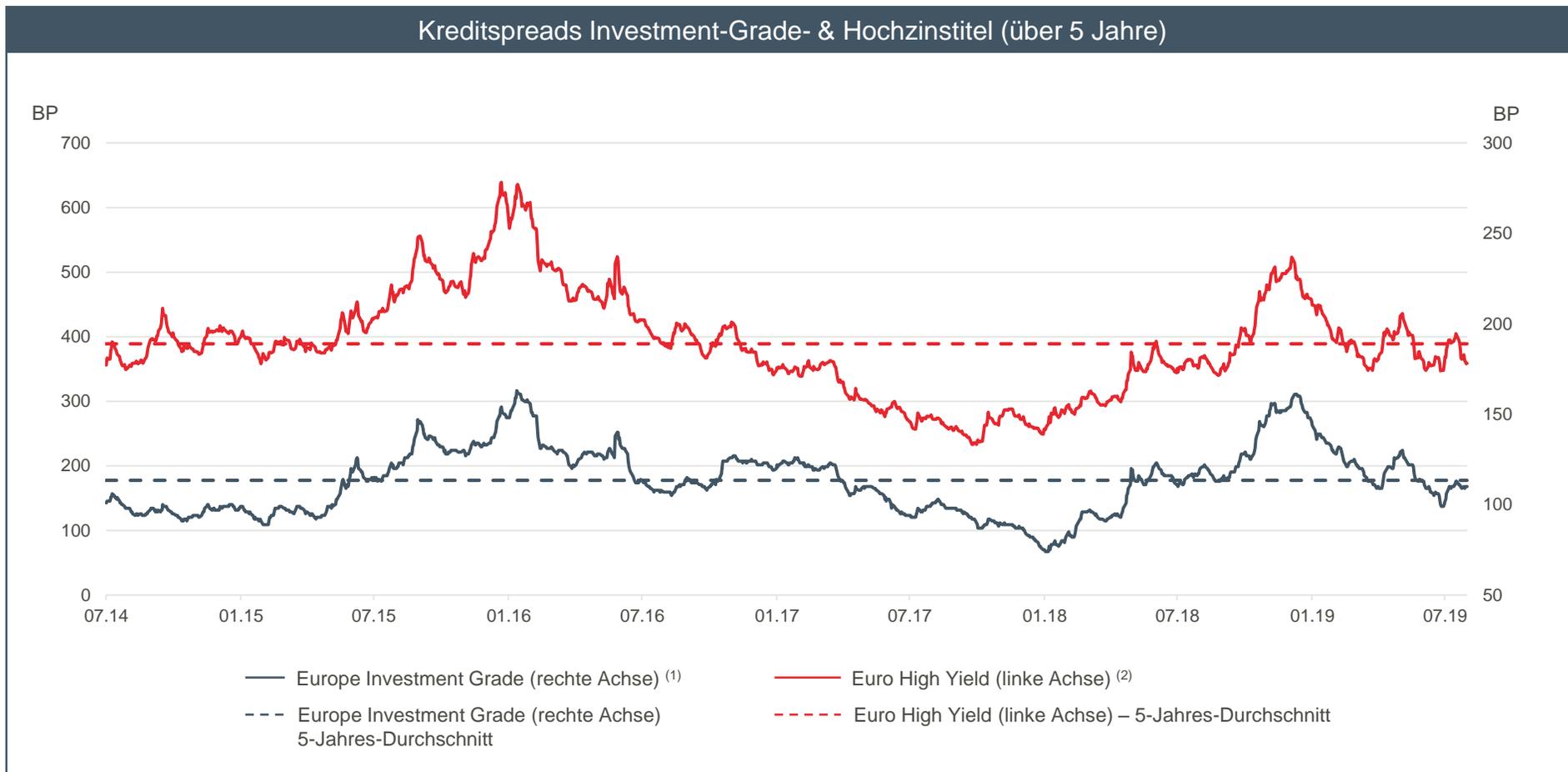
- Senkung des Einlagenzinses:** Um 10 Basispunkte auf -0,5%
- Staffelung eingeführt:** Freibetrag in Höhe des Sechsfachen der obligatorischen Mindestreserve
- Quantitative Lockerungen:** 20 Mrd. pro Monat (Enddatum wurde nicht genannt) und Aufteilung wie bei vorherigem Anleihekaufprogramm
- Modifikation des TLTRO-Programms:** Streichung des Finanzierungsaufschlags auf Hauptrefinanzierungssatz, und Ausweitung der Laufzeit auf 3 Jahre
- Änderung in Forward Guidance:** Fortsetzung der quantitativen Lockerungen, bis sich die Inflation deutlich der EZB-Zielmarke annähert

# USA: Im Blick zu behaltende Punkte mit potenziellen Dominoeffekten für Zinsen in Europa



Quelle: Thomson Reuters, ODDO BHF Securities | Congressional Budget Office (CBO), BCA Research Inc., Angaben per August 2019

# In diesem Umfeld führt auf der Suche nach positiven Zinsen kein Weg an Unternehmensanleihen vorbei



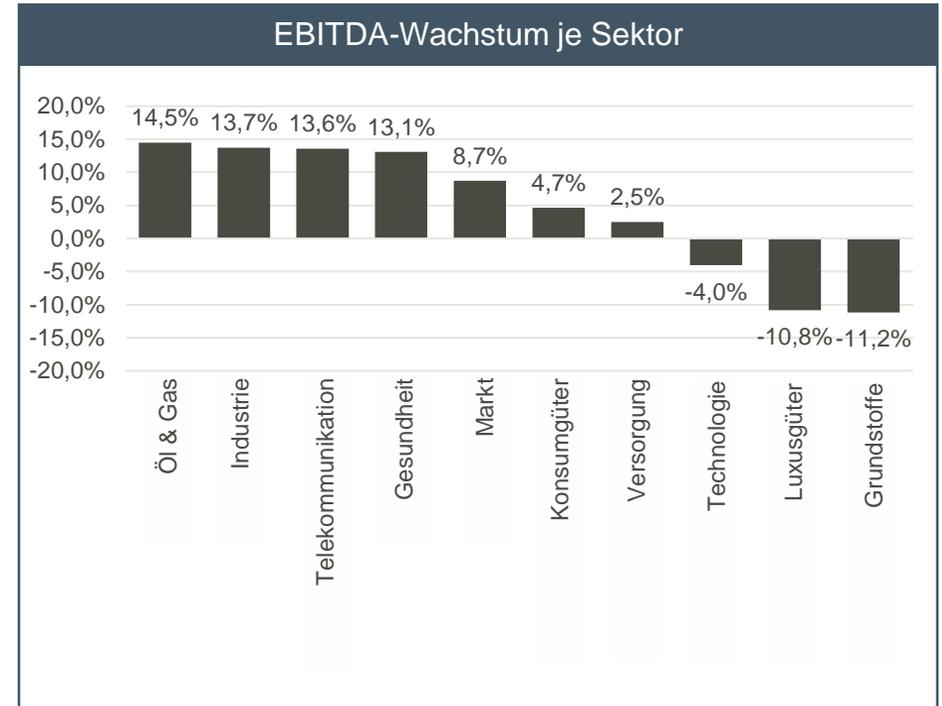
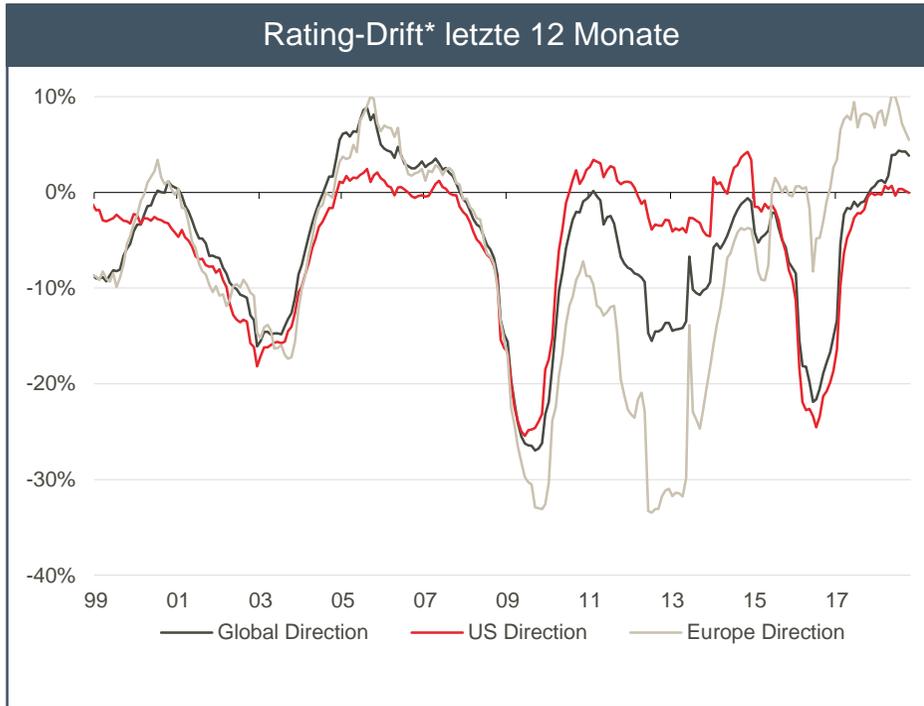
(1) BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index (ER00)

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

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen und unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen.

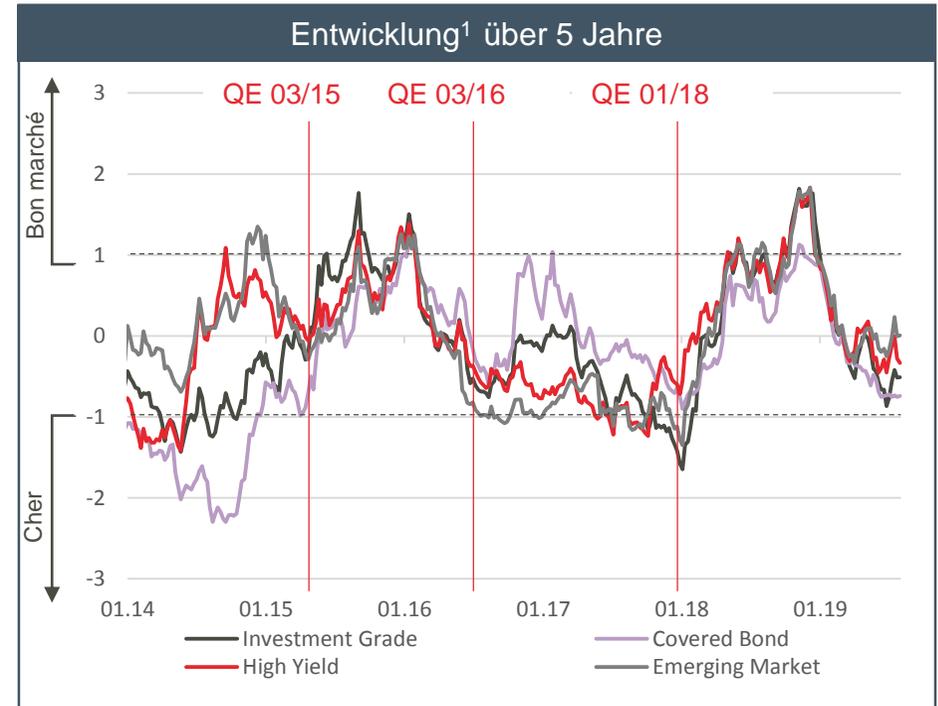
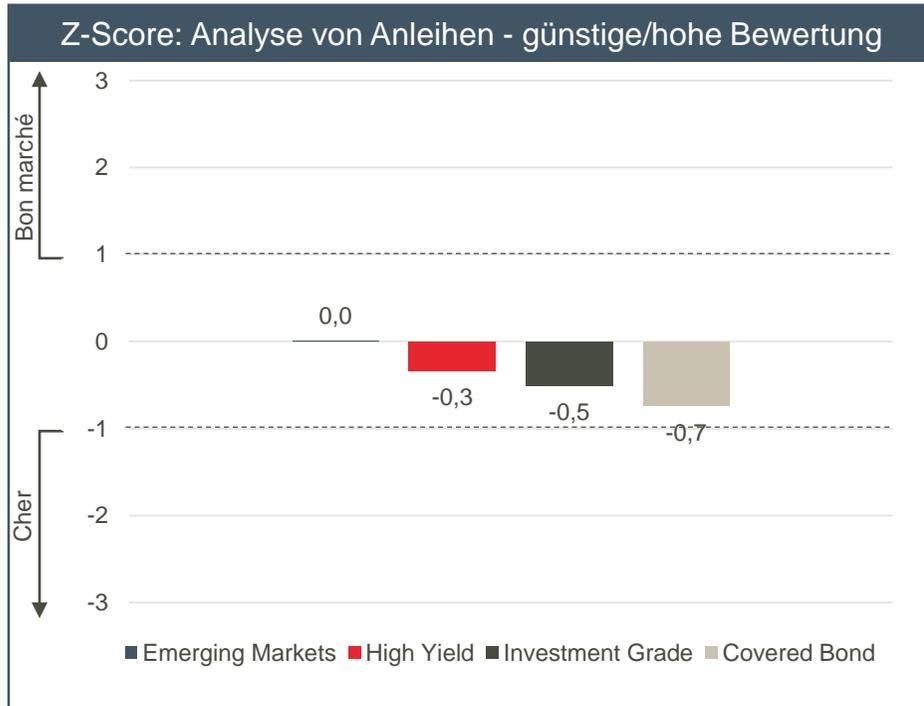
Quelle: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg | Angaben zum 31.08.2019

# Auch wenn Fundamentaldaten in Europa solide bleiben sollten: Unterschiede zwischen den Sektoren im Blick halten



\*(Anzahl Hochstufungen minus Anzahl Herabstufungen)/Gesamtzahl Emittenten mit Rating. Quelle: J.P. Morgan (links); Société Générale, Moody's (rechts) | Angaben zum 31.03.2019

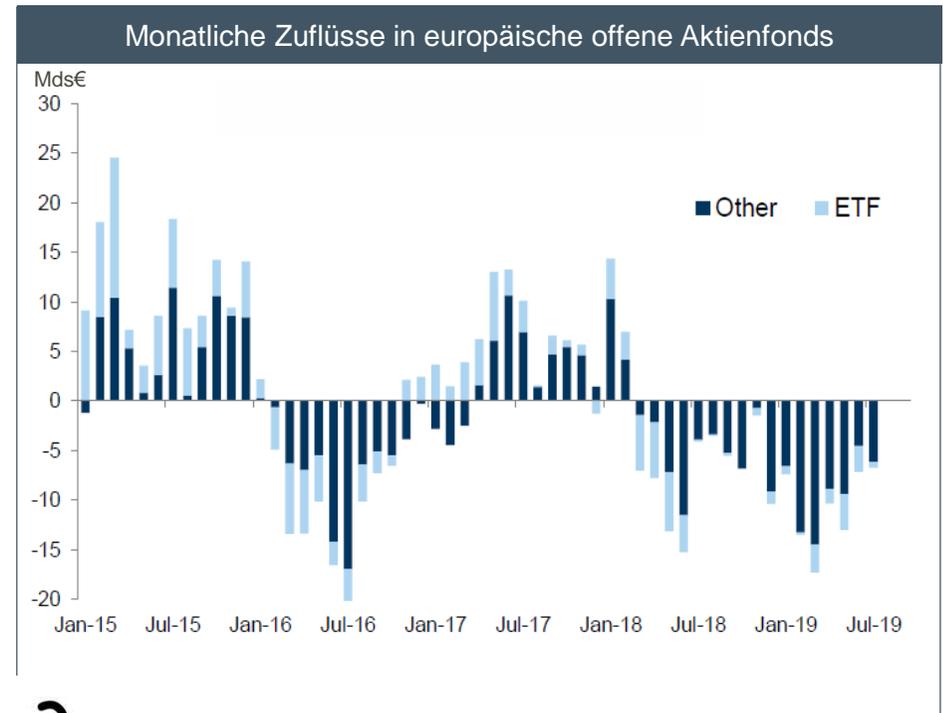
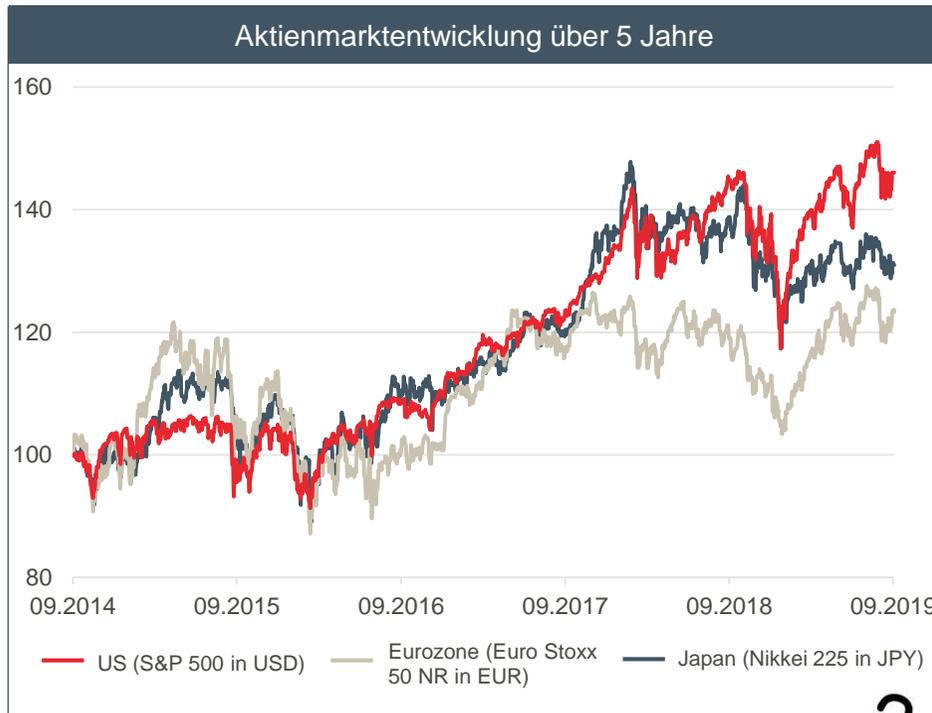
# Spreads in absoluter Sicht hoch, aber weit entfernt von Hochstand



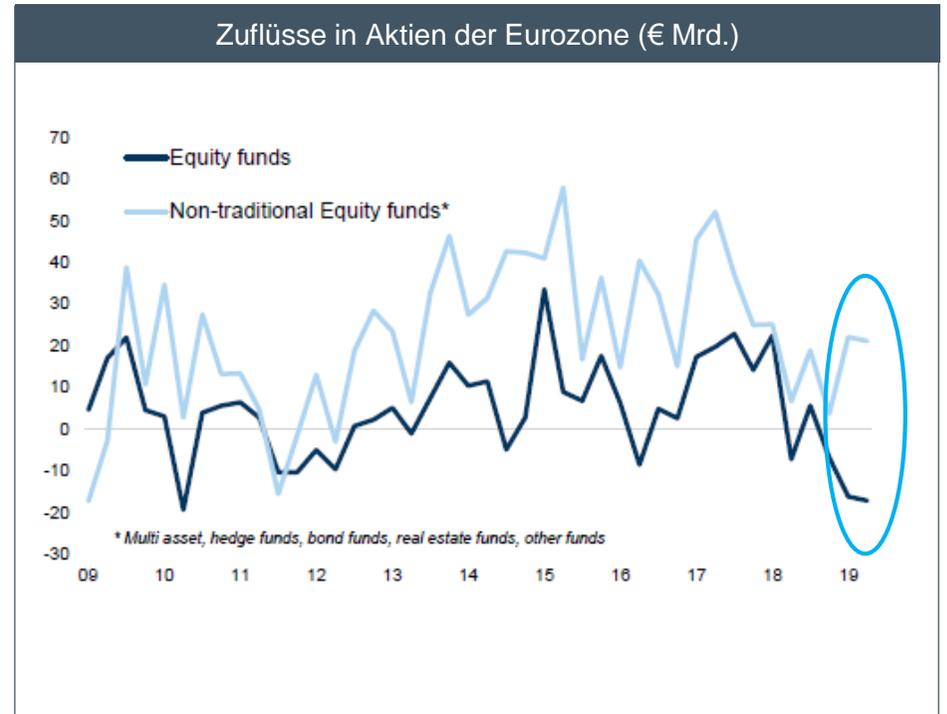
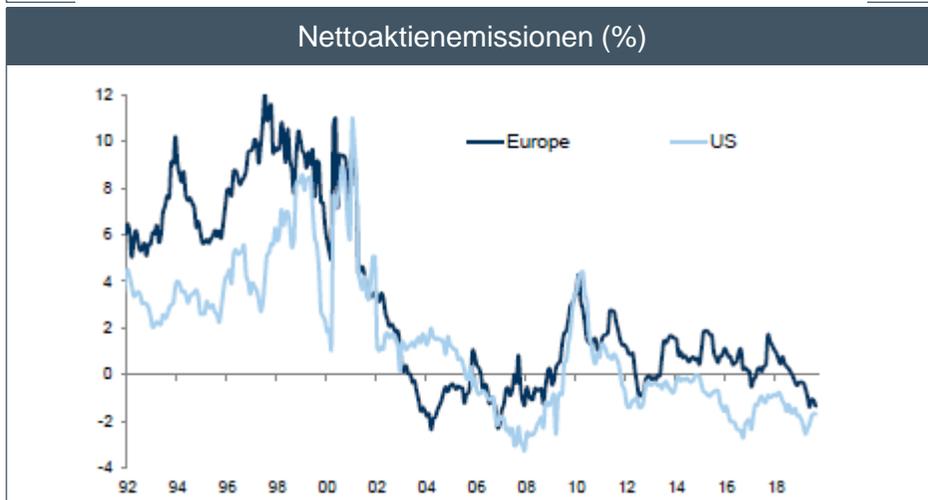
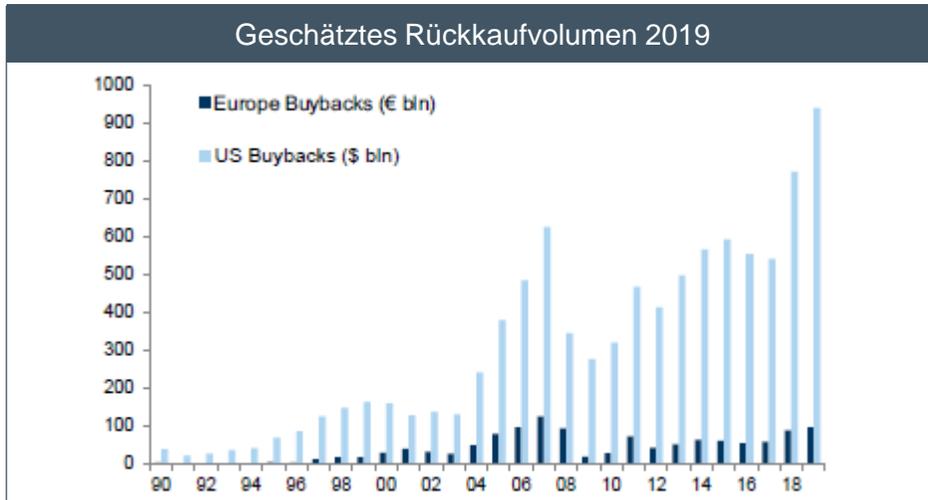
<sup>1</sup> BofA Merrill Lynch Currency High Yield Index (HP00), BofA Merrill Lynch Euro Emerging Markets Corporate Plus Index (EMEB), BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index (ER00), BofA Merrill Lynch Euro Covered Bonds Index (ECV0). Z-score: Spread abzüglich des 52-Wochen-Durchschnittsspreads geteilt durch die Spreadvolatilität.

Quelle: BofA Merrill Lynch ; ODDO BHF AM SAS & ODDO BHF AM GmbH | Angaben zum 31.08.2019

# AKTIEN

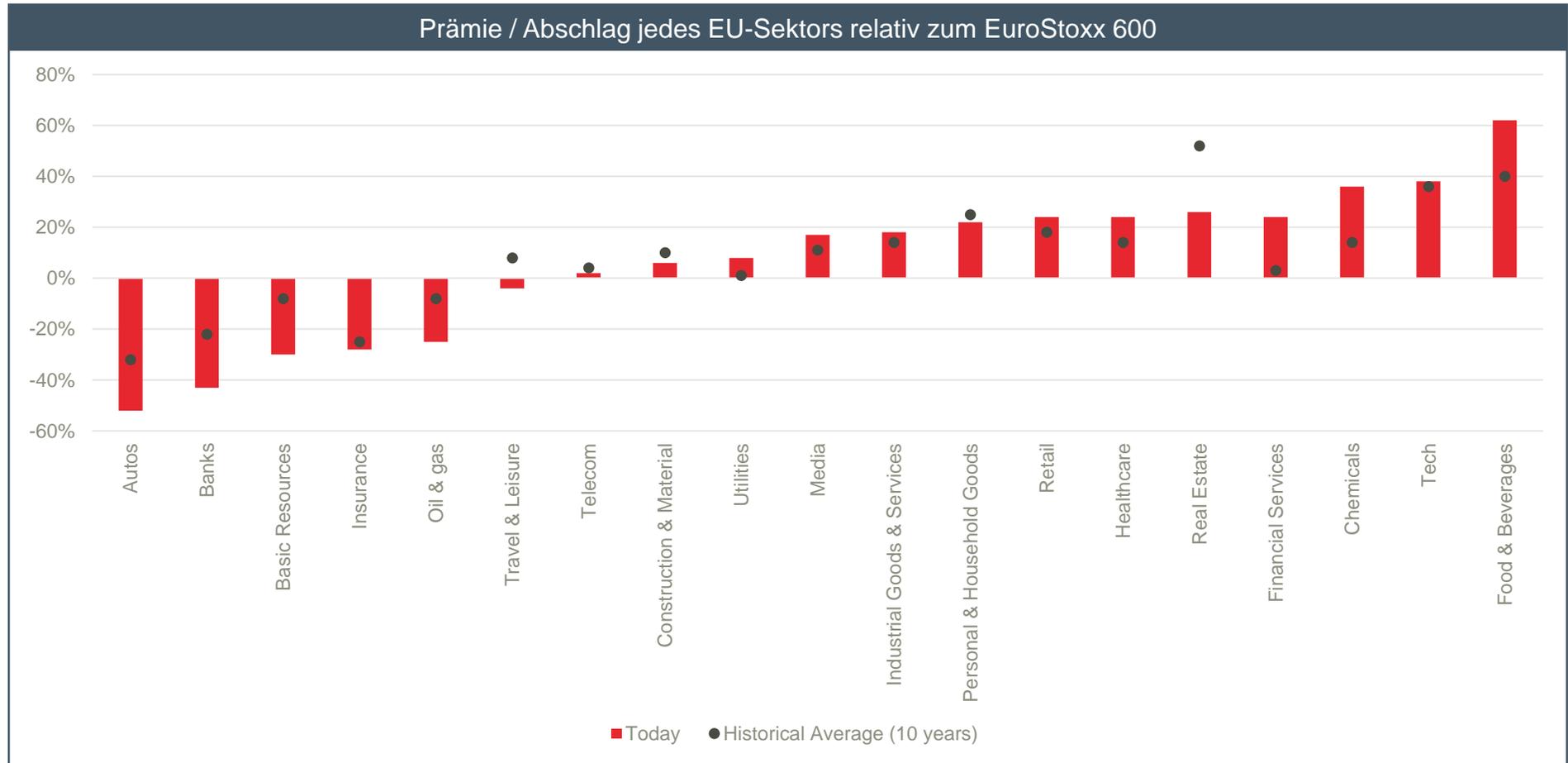


# Entwicklung getrieben durch Aktienrückkäufe, weniger börsennotierte Unternehmen und in Aktien umschichtende Multi-Asset-Fonds

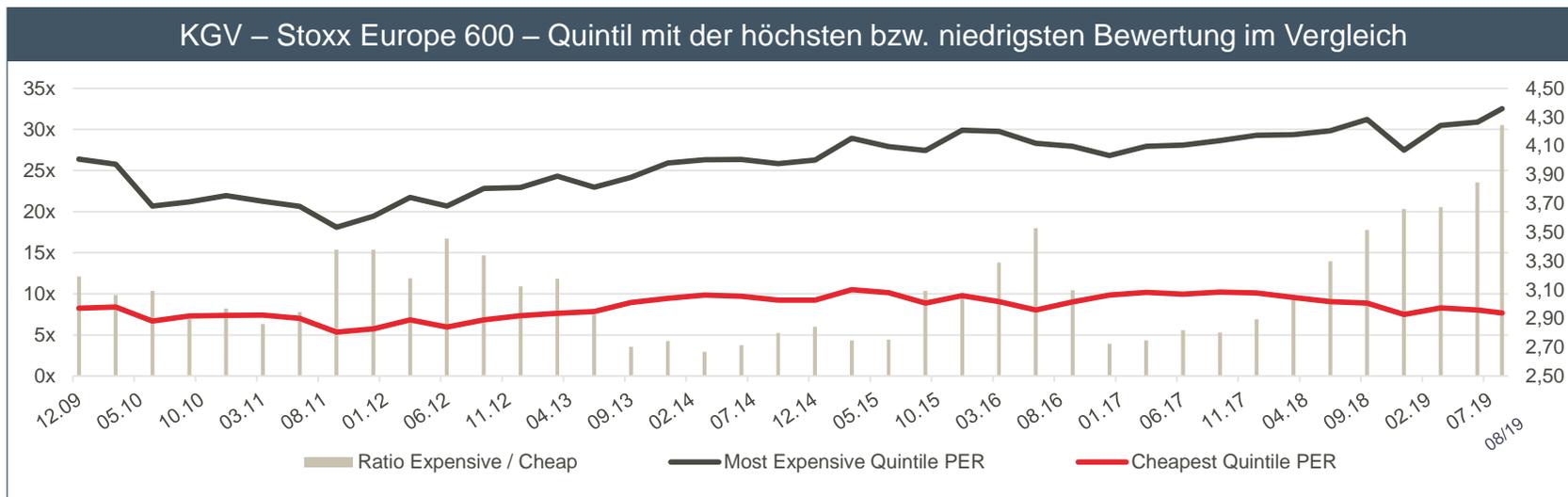
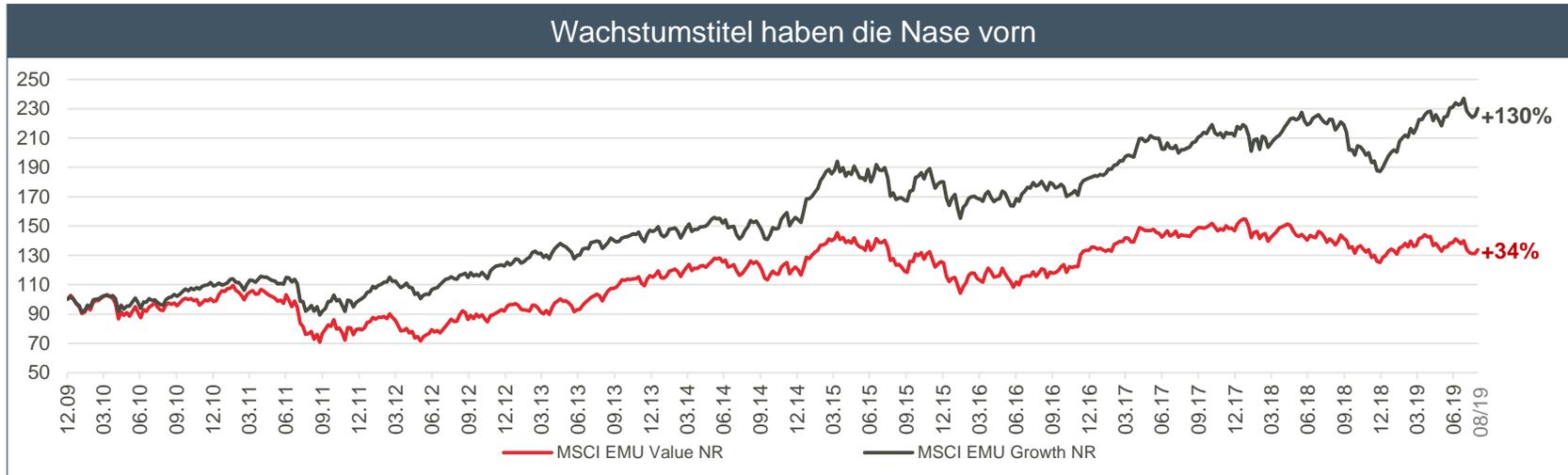


Ein Beispiel: Obwohl Apple bereits über 200 Mrd. Dollar an Barbeständen verfügt, hat das Unternehmen Anleihen in einem Volumen von 7 Mrd. Dollar begeben, u.a. für Aktienrückkäufe

# In Europa seit Jahresbeginn große Unterschiede zwischen den Sektoren



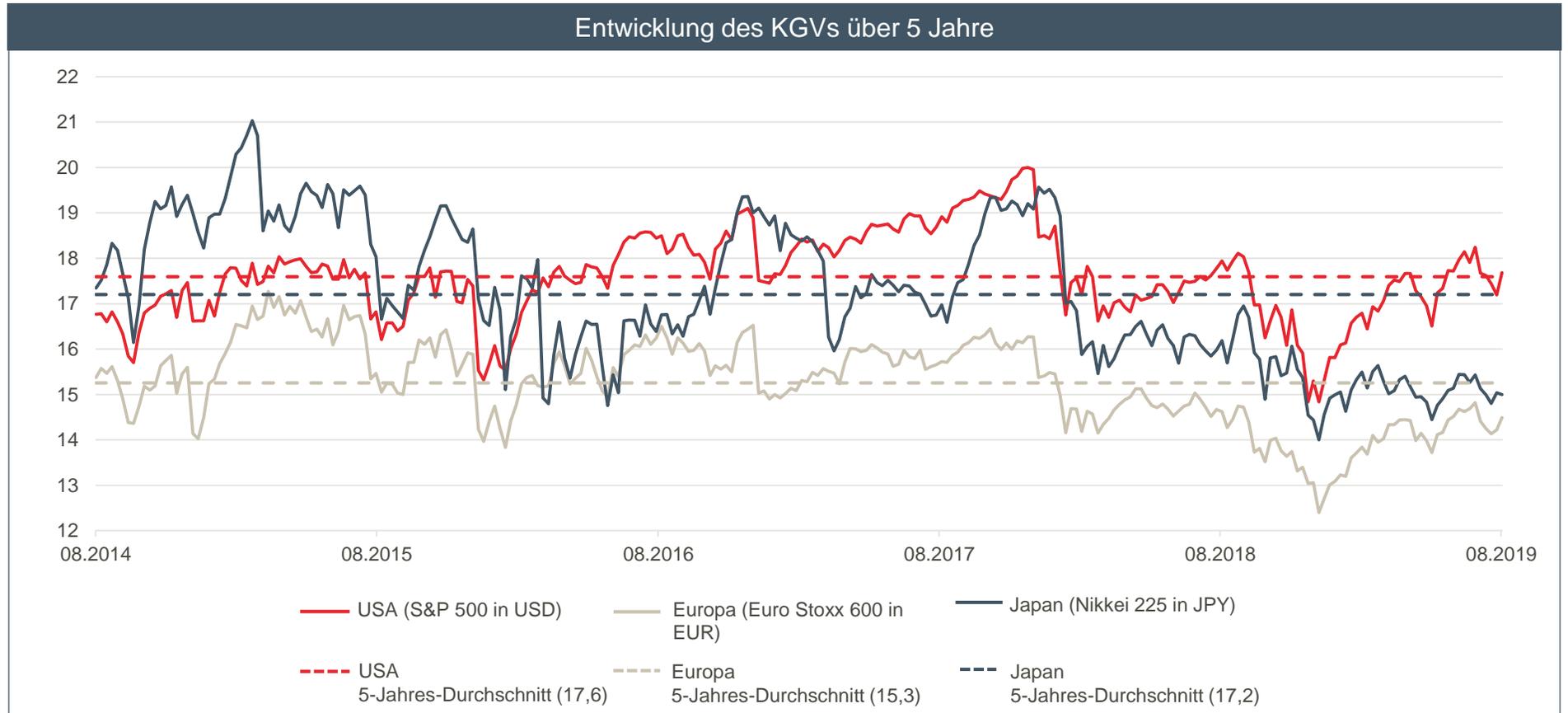
# Was kostet Qualität? Abstand zwischen Anlagestilen hat sich 2019 noch vergrößert



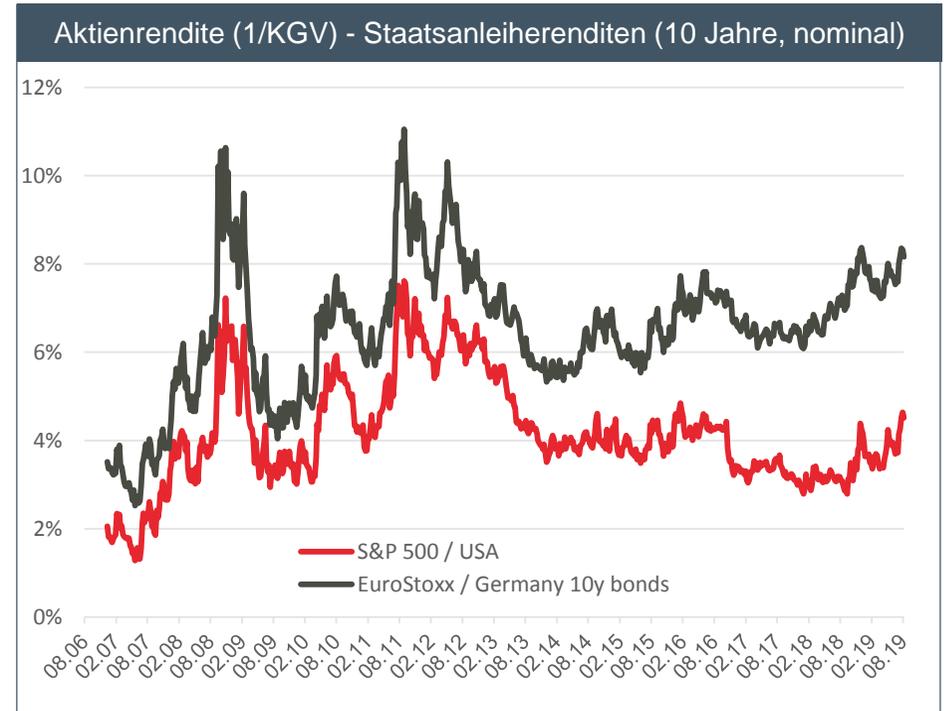
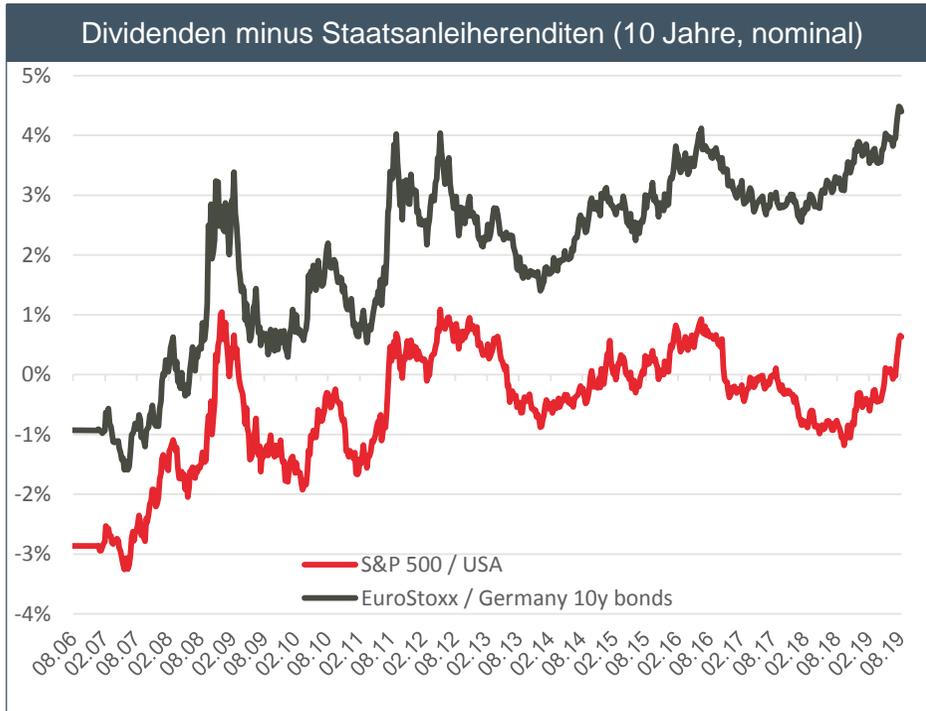
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen und unterliegt im Zeitverlauf Schwankungen.

Quelle: ODDO BHF AM, Factset, Angaben zum 30.08.2019

# Wohin geht die Reise? Aktien sind in relativer Sicht nicht hoch bewertet, wir sind noch weit entfernt von einer Blase

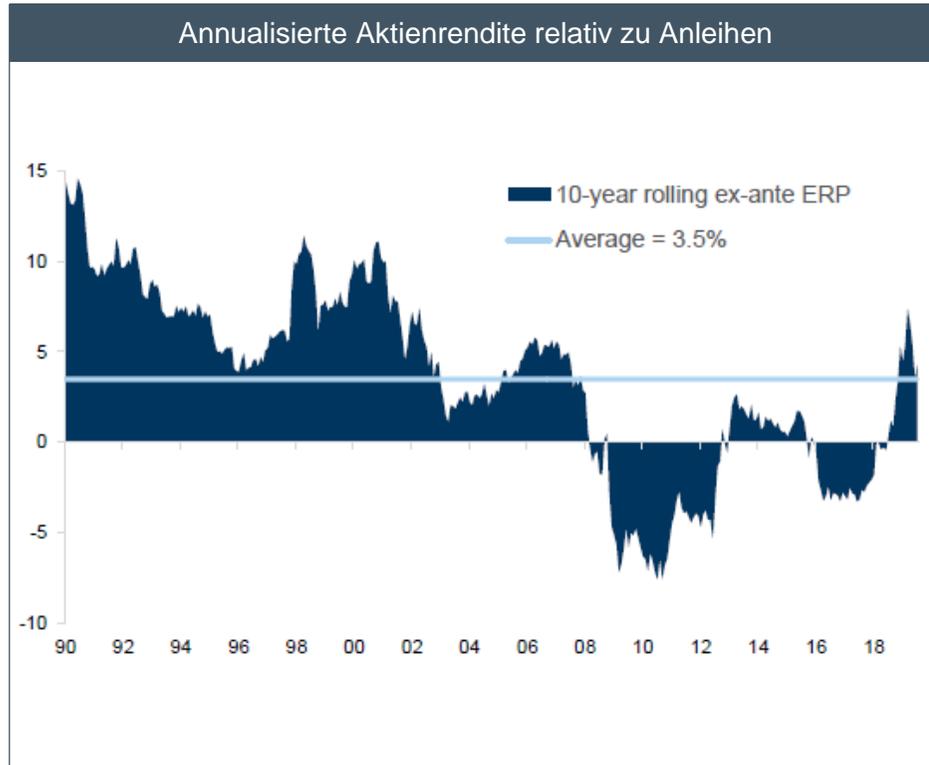


# Risikoprämien erneut auf Höchststand



Quelle: Thomson Reuters, Datastream ODDO BHF Securities | Angaben zum 31.08.2019

# Derart hohe Risikoprämien als Grundlage für die erwarteten Cashflows heranziehen – ist das sinnvoll?



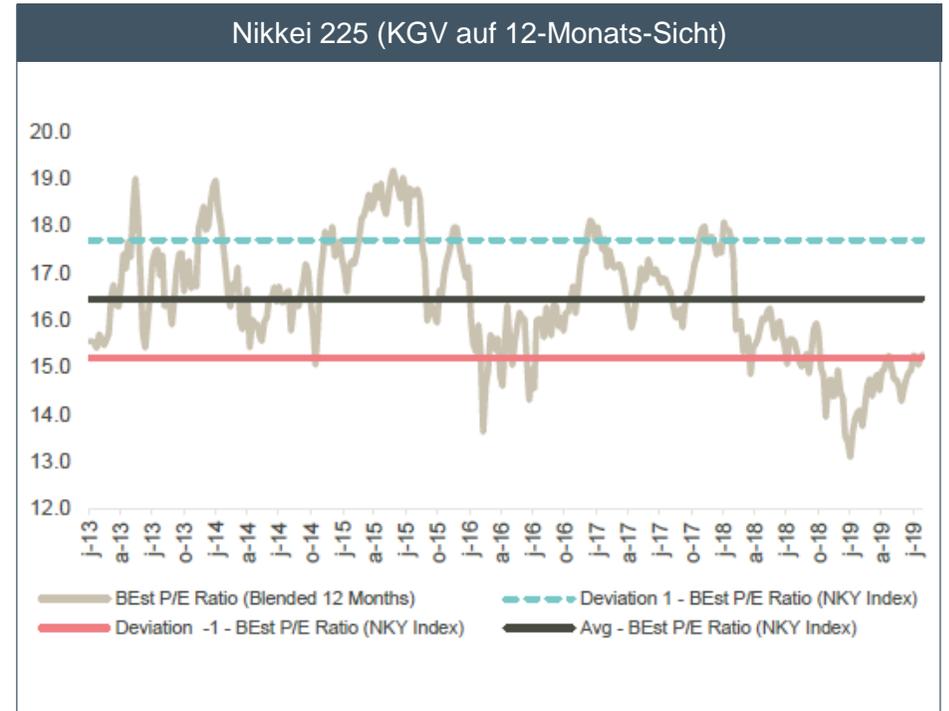
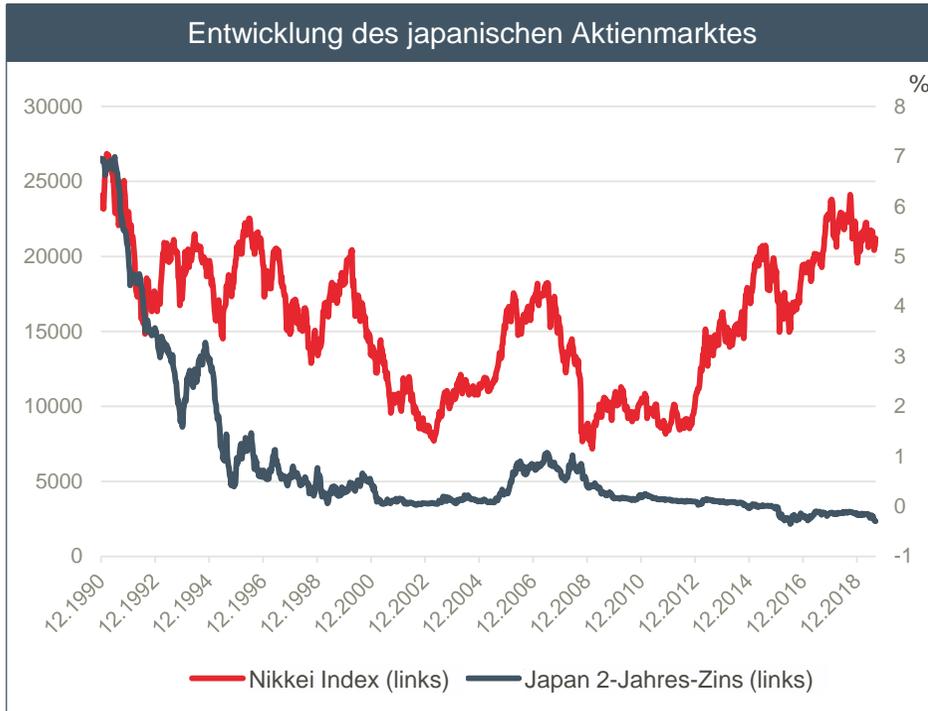
Beispiel: L'Oréal (Kosmetik)

Bewertung 221,12 €	<b>Diskontierungssatz</b> Δ-1% (von 7% auf 6%)	Bewertung 272,35 €	+23%
	<b>Operative Marge</b> Δ+2%	Bewertung 231,36 €	+5%

Beispiel: Aperam (sehr zyklischer Titel - Stahlindustrie)

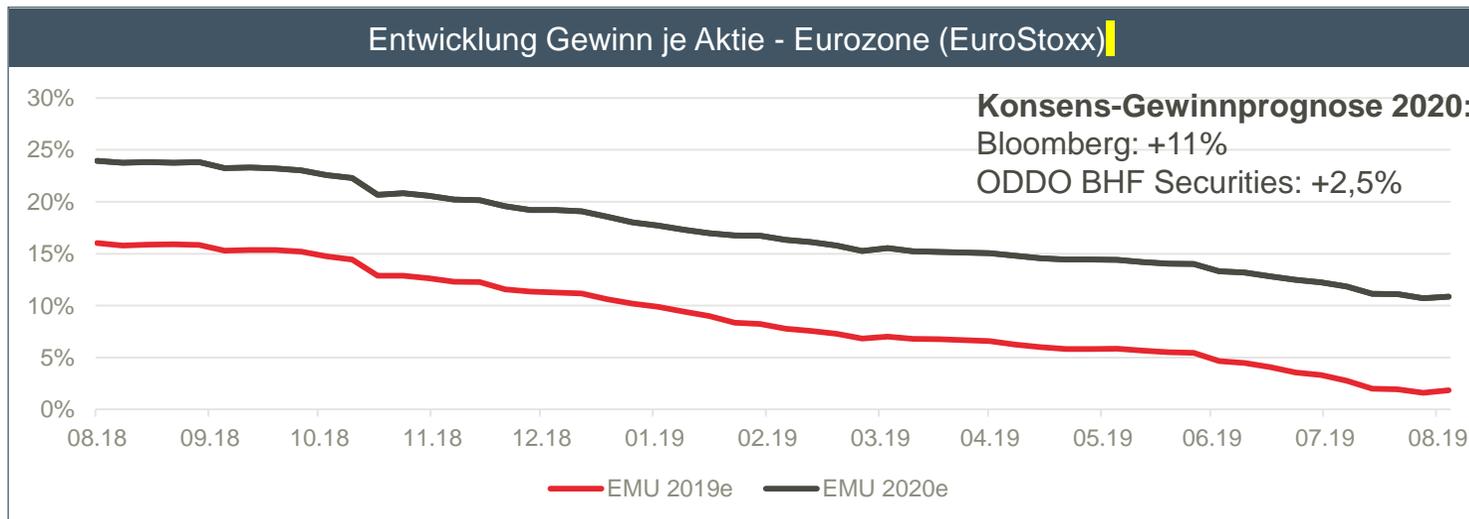
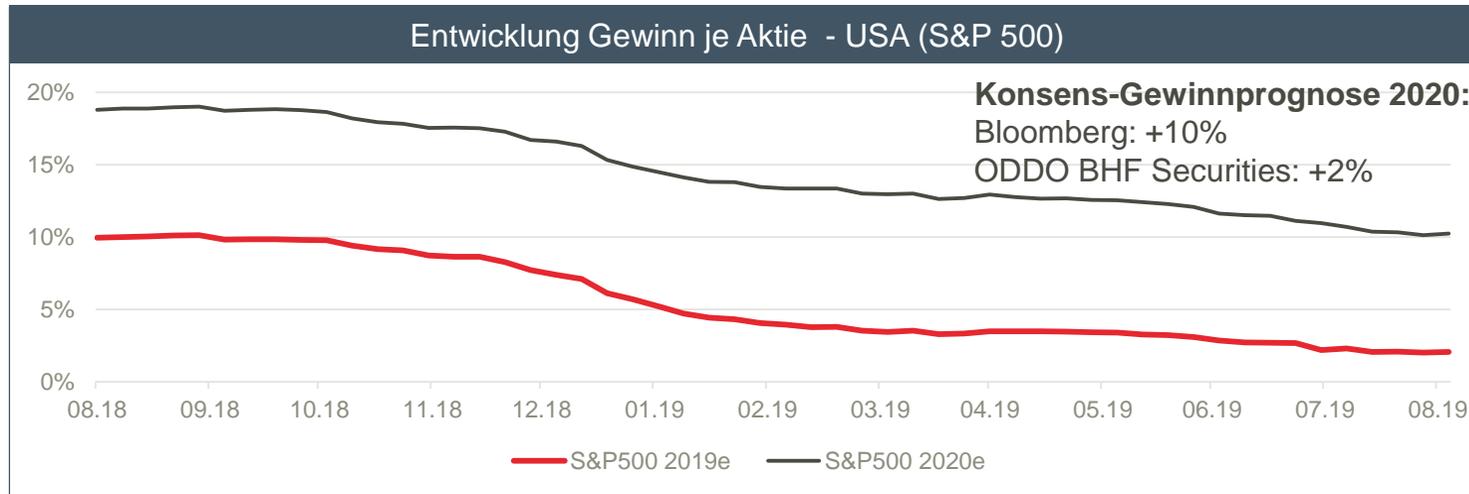
Bewertung 29,56 €	<b>Diskontierungssatz</b> Δ-1% (von 10% auf 9%)	Bewertung 34,13 €	+15%
	<b>Operative Marge</b> Δ+1%	Bewertung 32,98 €	+12%

# Senkung des Diskontierungssatzes alleine reicht nicht – siehe Japan



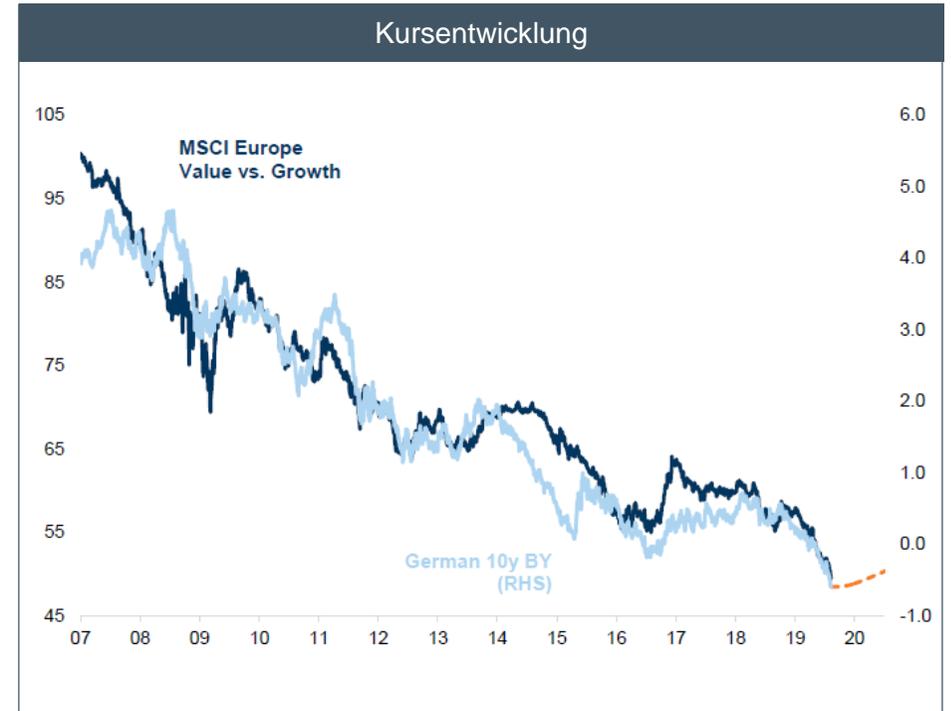
Quelle: ODDO BHF AM, ODDO BHF Securities, Bloomberg. Angaben zum 30.08.2019

Dies gilt umso mehr, als die Gewinne ebenfalls rückläufig sind



Quelle: ODDO BHF AM SAS, Deutsche Bank AG/London. Angaben zum 31.08.2019| ODDO BHF Securities

Wir erwarten weder eine Wachstumsbeschleunigung, noch große Zinsbewegungen, die eine nachhaltige Umschichtung in zyklischen Werte bewirken könnten



SXXP CAI: Indikator für Umsatzaktivität

Quelle: ODDO BHF AM SAS, Datastream, I/B/E/S, Goldman Sachs Investment Research | Angaben per August 2019

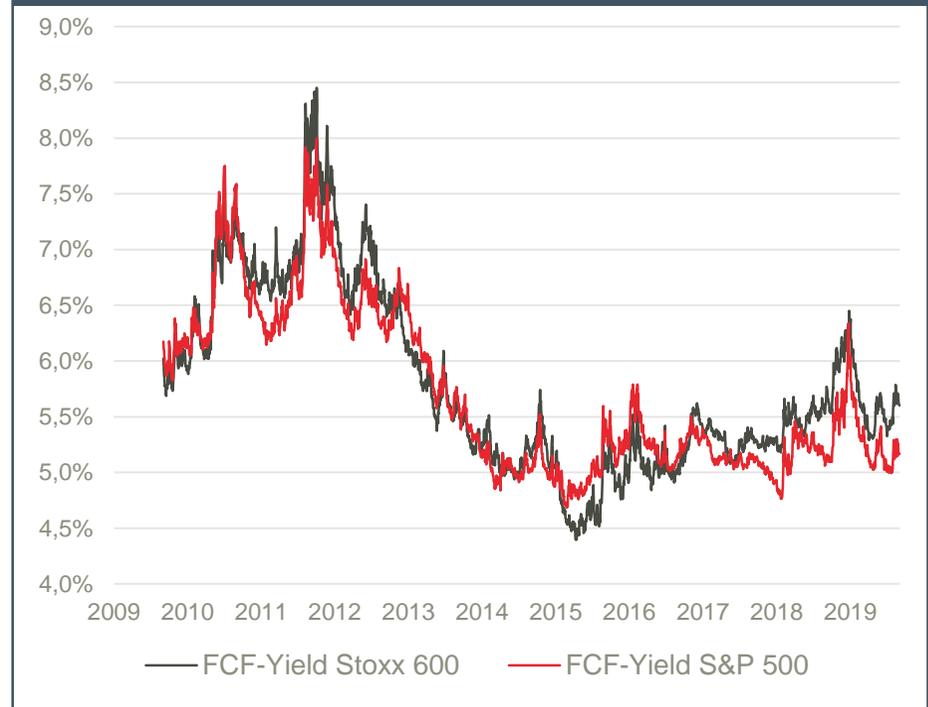
# Was also tun? Aufs Erfolgsduo setzen: Grenzertrag und freie Cashflow-Rendite



## Kapitalertrag & Kapitalkosten der Unternehmen



## Freier Cashflow auf 12-Monats-Sicht / Europa und USA



WACC: Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten  
ROIC: Kapitalrendite  
FCF: freier Cashflow

Quelle: Gavekal Data / macrobond | \*IC zu Wiederbeschaffungskosten | ODDO BHF AM GmbH, Angaben zum 31.08.2019

# Einige Beispiele für als „hoch“ bewertet betrachtete Werte in unseren Portfolios



Titel	Land	Positionierung
		MTU Aero Engines ist ein weltweit führender Hersteller von Komponenten für den Flugzeugantrieb. 4% Umsatzsteigerung im ersten Halbjahr 2019
		LVMH ist weltweit führender Anbieter von Luxuswaren Bewertung nahe dem historischen Höchststand, zählt zu den Titeln mit der höchsten Kapitalisierung in Europa
		Yandex ist die führende Suchmaschine Russlands (56% Marktanteil), vor Google. Damit vereint das Unternehmen einen Großteil des Online-Werbemarktes auf sich

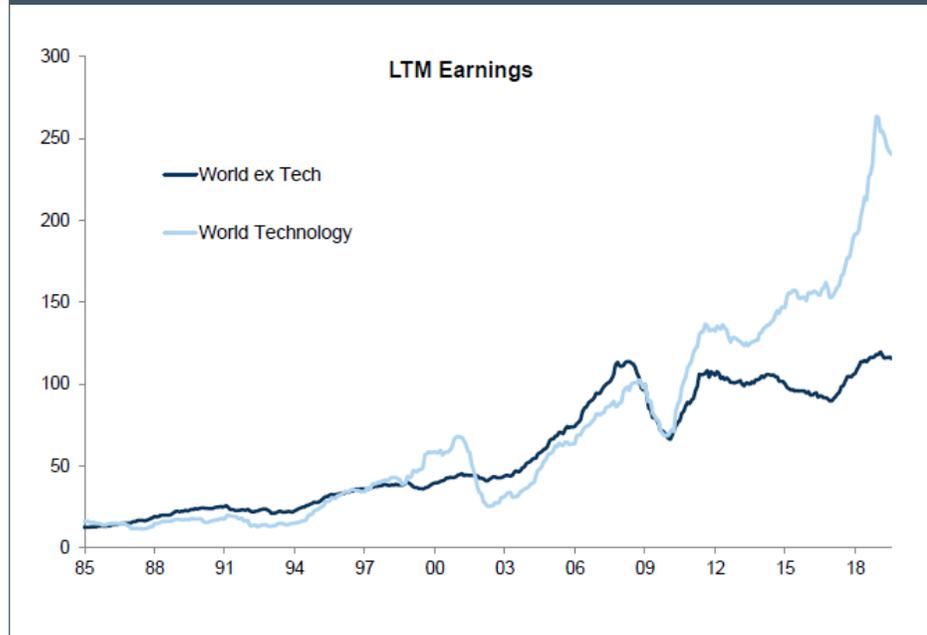
Diese Beispiele stellen keine Anlageempfehlung dar.

Quelle: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg.

# Globales Umfeld im Wandel: Entsprechend müssen sich auch die Geschäftsmodelle der Unternehmen wandeln



### Von Tech-Werten getriebene Gewinne



### Wertentwicklung Automobilmarkt und Stoxx 600 im Vergleich



\*Revisionen der Gewinnprognosen für 2019 im laufenden Jahr

Quelle: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg, Datastream, Worldscope, I/B/E/S, Facset, Goldman Sachs Investment Research | Angaben per August 2019

# Ein Blick in die Historie zeigt: Standardwerte von heute sind nicht unbedingt immer die Gewinner von morgen



1980		1990		2000		2010		2019 - June	
	IBM	●	NTT		Microsoft		Exxon Mobil		<b>Microsoft (US\$1.035trn)</b>
	AT&T	●	Bank of Tokyo-Mitsubishi*		General Electric		PetroChina		<b>Amazon (US\$936bn)</b>
	Exxon	●	Industrial Bank of Japan	●	NTT DoCoMo		Apple Inc.		<b>Apple (US\$913bn)</b>
	Standard Oil	●	Sumitomo Mitsui Banking*		Cisco Systems		BHP Billiton		<b>Google (US\$766bn)</b>
	Schlumberger	●	Toyota Motor		Wal-Mart		Microsoft		<b>Facebook (US\$538bn)</b>
	Royal Dutch	●	Fuji Bank		Intel		ICBC		<b>Alibaba (US\$421bn)</b>
	Mobil	●	Dai-ichi Kangyo Bank	●	NTT		Petrobras		<b>Tencent (US\$412bn)</b>
	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)

\* Merged entities

**Vorherrschende Meinung:**  
Peak oil / US-Unternehmen werden besser geführt

**Vorherrschende Meinung:**  
Japan erobert die Welt

**Vorherrschende Meinung:**  
USA als großer Gewinner des TMT-Booms

**Vorherrschende Meinung:**  
China erobert die Welt

**Vorherrschende Meinung:**  
Technologie als Wachstumsmotor dank Monopol

# LANGFRISTIGE TRENDS - EINE AUSWAHL

# 04



Klimawandel

Grüner Planet



Demographischer Wandel

Zeitalter der Millennials



Technologischer Wandel

Künstliche Intelligenz

# Grüner Planet – Beim Klima kein Neustart möglich

12% des Globus ist mittlerweile extremen Wetterbedingungen ausgesetzt.  
Zum Vergleich: 1951-1980 waren es 0,2%



Die weltweite **Durchschnittstemperatur** lag 2018 rund **1°C über** dem vorindustriellen Referenzwert



**2 Mrd.** Menschen haben keinen Zugang zu **Müllsammel-**diensten



**Verarmung von Böden** betrifft ein Fünftel der Landflächen der Erde und das Leben von 1 Mrd. Menschen



Bis 2030 könnten **700 Mio.** Menschen aufgrund von **enormer Wasser-****knaptheit** vertrieben werden



**Über 41 Mio.** betroffen von **Überflutungen** in Südasien

Saubere Energie

Energieeffizienz

Biodiversität

Kreislaufwirtschaft

Nachhaltige Mobilität

# Grüner Planet – Investieren in Schlüsselsektoren



Weltweites Investitionsdefizit = 1.500 Mrd. Euro jährlich bis 2050 um unterhalb der 1,5°C-Marke zu bleiben, davon entfallen 270 Mrd. Euro in Europa



## Verkehrswesen

Modernisierung des städtischen Nahverkehrs, um den internationalen Vorgaben zu entsprechen

Sicherstellung hinreichender Kapazitäten für den Fernverkehr

**~80 Mrd. €**

Investitionsdefizit\*

## Wasser & Abfall

Wasserversorgungssicherheit, einschl. Hochwasserrisikomanagement

Sanierung/Umbau der Wasserinfrastruktur

Optimierung des Abfallmanagements und der Wiederverwertung von Wertstoffen

Zusätzlicher Bedarf für robuste und effiziente Infrastruktur

**~90 Mrd. €**

Investitionsdefizit\*

## Energie

Modernisierung des Energienetzes (Gas und Strom)

Energieeffizienz von Gebäuden und in der Industrie

Stromerzeugung, einschl. erneuerbare Energien

**~100 Mrd. €**

Investitionsdefizit\*

Quelle: ODDO BHF AM, EU | \*Europäisches Investitionsdefizit (270 Mrd. €)

# Millennials: Radikaler demographischer Wandel



1,7 Mrd. Millennials weltweit (Generation Y, 25-38 Jahre). Das entspricht 23% der Weltbevölkerung (7,4 Mrd.)



- In den USA stellen die Millennials die größte lebende Generation in der Geschichte der Vereinigten Staaten.
- 2019 ist Generation Y erstmals zahlenmäßig größer als Generation X
- Ein wichtiger Motor für das US-BIP-Wachstum



- In China gibt es fast so viele Millennials (327 Mio.) wie es Einwohner in den USA gibt (331 Mio.)

- 86% der Millennials leben in den Schwellenländern

# Eine Welt ohne Grenzen

Deutliche geänderte Verhaltensweisen & Haltungen im Vergleich zu früheren Generationen:  
Hier werden die Unternehmen die Nase vorn haben, die dieses neue Konsumverhalten für sich zu nutzen wissen



## MILLENNIALS MACHEN SICH GEDANKEN UND MÖCHTEN DIE WELT BESSER MACHEN

- **87%** der Millennials glauben, dass Erfolg mehr als nur eine finanzielle Komponente hat
- Für **93%** der Millennials ist „Impact Investing“ ein wichtiger Aspekt bei Anlageentscheidungen

## TECHNOLOGIE ALS NEUE NORM

- Durchweg Digital Natives

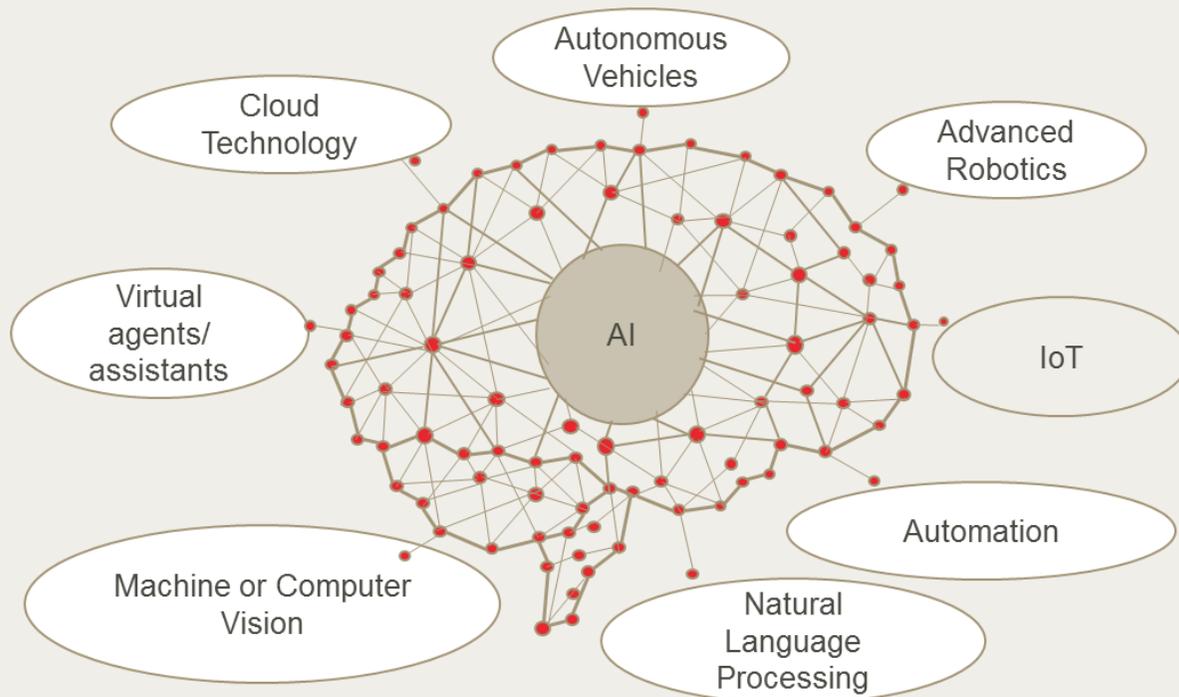
## ZENTRALE THEMEN DER MILLENNIALS

- Smarthomes – Amazon Prime
- Social Media – Umfassende Monetarisierung
- Apps – Kanalübergreifendes Erlebnis
- Musik: Freizeitbeschäftigung Nr. 1 / Video on demand
- E-sport, Videospiele, interaktive Unterhaltungsangebote
- Führende Generation in Sachen nachhaltiger Konsum



# Künstliche Intelligenz (KI)

KI ist eine stille Revolution, die in alle Wirtschaftssektoren hineinwirken wird



## Definition

KI ) ist die Fähigkeit eines Programms oder einer Maschine, wie ein Mensch zu denken und zu lernen. Die Maschinen werden darauf trainiert, zu sehen, zu hören, zu navigieren und in Echtzeit zu interagieren.

## Wachstum

Die jährliche Wachstumsrate von künstlicher Intelligenz (KI) dürfte zwischen 2018 und 2025 (nach Schätzungen Gartners) bei 23% liegen. Zum Vergleich: Für den globalen Tech-Sektor werden 10% erwartet.

## Einige Beispiele

Suchalgorithmen von Google, Alexa, Siri; Netflix und Spotify; Gesichts-, Stimm-, Fingerabdruckererkennung ...

# Vielfältige Anwendungsmöglichkeiten von KI



## Haushalt



**IRobot** mit Roomba, einem automatisierten Staubsauger-Roboter

## Freizeit



**AMD** mit seiner Radeon Grafikkarte

## Gesundheit



**Elekta** arbeitet mit IBM Watson Health daran, durch die Kombination von Watson und Elektras gemeinsame Lösungen auf dem Gebiet der Onkologie anzubieten

## Beratung



**Ping An** mit seinen Fortschritten auf dem Gebiet der KI (Versicherungen, Finanzen, Gesundheit).

## Automobile



**General Motors** mit Cruise, seiner Entwicklungssparte für Autonomes Fahren

## Industrie



**Fortive** bietet innovative Ausrüstung, um Fabriken mit Hilfe von KI „smarter“ zu machen

# UNSERE POSITIONIERUNG

# 04





## Basisszenario: Abschwächung des weltweiten Wachstums. Handelsspannungen weiterhin im Fokus

### Europa

- Anhaltende makroökonomische Divergenz zwischen robuster Inlandsnachfrage und anhaltender Schwäche/Rezession im Industriesektor in einigen Ländern, z.B. Deutschland
- Politische Risiken weiterhin gegeben (Brexit, Iran, Hongkong/China usw.)
- Verlängerung der unterstützenden Geldpolitik bis mindestens 2020

### USA

- Konjunktur weiter solide trotz diversen Gegenwinds. Belastung des Konsum durch die neue Zolltarifrunde
- Fed setzt zur Verlängerung der Expansionsphase unterstützenden Kurs fort, aber Frage nach Unabhängigkeit der Notenbank
- Unsicherheiten durch mehr Protektionismus, Regulierung und geopolitische Risiken

55%

#### Übergewichtung in



- Aktien (aktuell noch neutral)
- Unternehmensanleihen

#### Untergewichtung in



- Staatsanleihen

#### Strategie



- Flexibilität
- Absicherung (Optionen, Gold, etc.)

## Alternativszenario: Zinsrisiken durch überraschend anziehende Inflation in den USA und das wachsende US-Haushaltsdefizit

- Anziehendes Lohnwachstum
- Steigende Ölpreise angesichts wachsender politischer Spannungen im Nahen Osten
- Schwindendes Wachstumspotenzial

5%

#### Übergewichtung in



- inflationsgesicherten Anleihen
- alternativen Strategien
- Geldmarktinstrumenten

#### Untergewichtung in



- Aktien
- Staatsanl. aus Kernländern
- hochverzinslichen Unternehmensanleihen

## Alternativszenario: Verstärkter Protektionismus & Dominoeffekte aus Schwellenländern

- Handelskonflikt zwischen USA/China belastet globale Lieferketten
- Geopolitische Risiken verfestigen sich (Schwellenländer, Naher Osten ...)
- China: Risiko einer wirtschaftlichen Neuordnung
- Brexit: Ausstieg ohne Deal

40%

#### Übergewichtung in



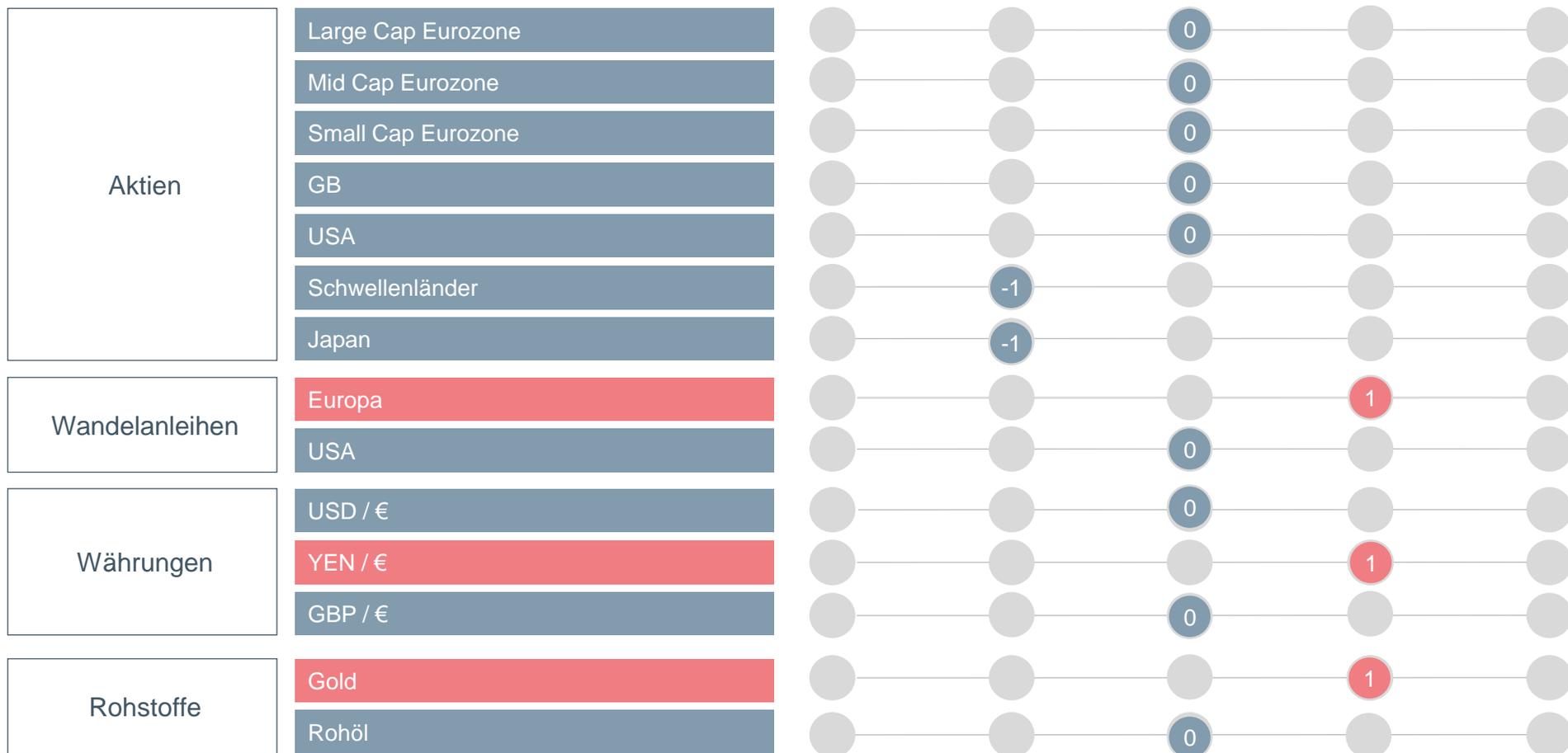
- Geldmarkt: CHF & JPY
- Volatilität
- Staatsanleihen aus Kernländern

#### Untergewichtung in

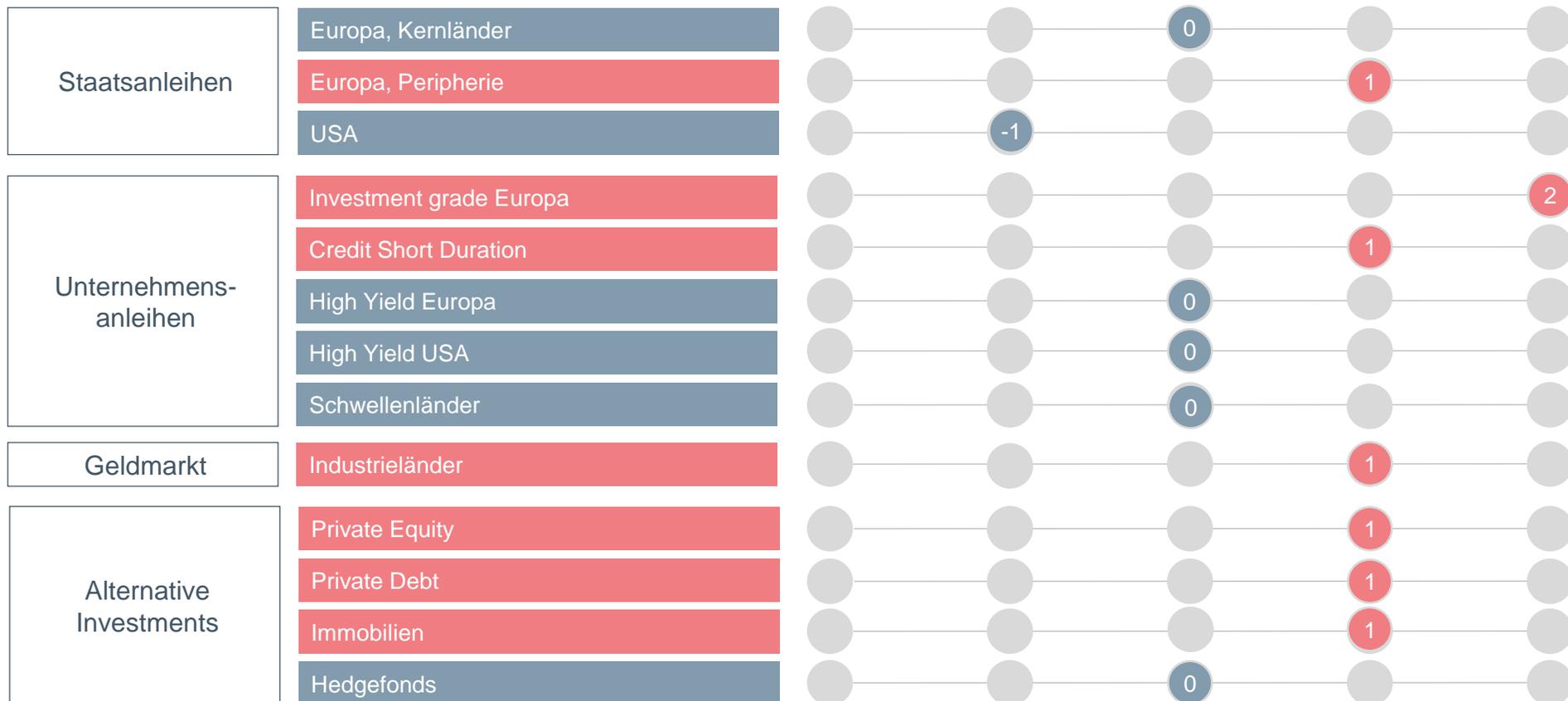


- Aktien
- hochverzinslichen Unternehmensanleihen

# Unsere Einschätzung auf Sicht der nächsten 6 Monate



# Unsere Einschätzung auf Sicht der nächsten 6 Monate



# Anhang - Prognosetabellen



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	2.2	1.6	3.1	2.0	1.5	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8	2.3	1.9
EMU	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
- Germany	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
- France	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
- Italy	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
- Spain	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
UK	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
Japan	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 (y/y%)	6.6	6.1	5.8	6.4	6.2	6.0	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	6.2	6.0

\*y/y or q/q annualised rate

\*\*12 August 2019

FORECASTS - RATES & FX											
	Actual	Target		Last 5 years*		Average					
	09/09/2019	3M	12M	High	Low	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Policy rate</b>											
Fed funds	2.25	1.75	1.75	2.50	0.25	0.27	0.52	1.13	1.96	2.31	1.75
ECB deposit rate	-0.40	-0.50	-0.50	-0.20	-0.40	-0.20	-0.38	-0.40	-0.40	-0.43	-0.50
<b>10Y rate</b>											
US T-note	1.6	1.6	1.9	3.2	1.5	2.1	1.8	2.3	2.9	2.1	1.8
German Bund	-0.6	-0.6	-0.3	0.8	-0.6	0.5	0.1	0.4	0.5	-0.3	-0.4
French OAT	-0.3	-0.3	0.0	1.3	-0.3	0.8	0.5	0.8	0.7	0.1	-0.1
<b>Forex</b>											
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

\*monthly average

Quelle: Konsensusprognosen, IWF, ODDO BHF

18/09/2019

# Prognosetabellen (2)



FORECASTS - KEY MACRO DATA for US, EMU, & France *											
	Average			2019				2020			
	2018	2019	2020	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>United States</b>											
Real GDP	2.9	2.2	1.6	3.1	2.0	1.5	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8
Private Consumption	3.0	2.6	2.4	1.1	4.7	3.0	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Nonresidential Investment	6.4	2.3	0.7	4.4	-0.6	-2.0	0.0	1.0	2.0	2.0	2.0
Residential Investment	-1.5	-2.2	1.9	-1.0	-2.9	1.0	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
Domestic Demand (contribution, %pt)	3.2	2.5	2.1	1.9	3.8	2.1	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2
Inventories (contribution, %pt)	0.1	0.2	-0.1	0.5	-1.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Exports (contribution, %pt)	-0.4	-0.4	-0.4	0.8	-0.8	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
Inflation (CPI, % yoy)	2.4	1.8	2.3	1.6	1.8	1.8	1.9	2.2	2.3	2.3	2.4
Unemployment rate (%)	3.9	3.7	3.6	3.9	3.6	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5
<b>Euro area</b>											
Real GDP	1.9	1.2	1.5	1.7	0.8	1.1	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
Private Consumption	1.4	1.3	1.6	1.6	0.8	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Investment	2.3	2.8	2.2	0.8	2.2	1.8	2.2	2.2	2.3	2.5	2.5
Domestic Demand (contribution, %pt)	1.4	1.5	1.6	1.4	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Inventories (contribution, %pt)	0.0	-0.3	0.0	-0.5	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Exports (contribution, %pt)	0.5	0.1	-0.1	1.2	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Inflation (HICP, % yoy)	1.8	1.2	1.3	1.4	1.4	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
Unemployment rate (%)	8.2	7.6	7.1	7.8	7.6	7.5	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0
<b>France</b>											
Real GDP	1.7	1.4	1.7	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Private Consumption	0.9	1.2	1.7	1.3	0.9	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Investment	2.8	2.8	2.2	2.0	3.6	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0
Domestic Demand (contribution, %pt)	1.3	1.5	1.7	1.2	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
Inventories (contribution, %pt)	-0.2	-0.1	0.0	1.3	-0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net Exports (contribution, %pt)	0.7	0.0	0.0	-1.3	0.3	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Inflation (HICP, % yoy)	2.1	1.2	1.3	1.4	1.3	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
Unemployment rate (%)	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



**ODDO BHF Asset Management SAS (Frankreich)**

Von der französischen Börsenaufsicht (Autorité des Marchés Financiers) unter der Nummer GP 99011 zugelassene Fondsverwaltungsgesellschaft.

Vereinfachte Aktiengesellschaft französischen Rechts (*société par actions simplifiée*) mit einem Kapital von 9.500.000 €.

Eingetragen ins Pariser Handelsregister unter der Nummer 340 902 857.

12 boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 Frankreich – Telefon: 33 1 44 51 85 00

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