



## **ODDO BHF AM - Estrategia de inversión**

### **Enero de 2020 – Resiliencia y fragilidad**

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

**Laurent Denize**, Global Co-CIO

**Nicolas Jacob**, director de análisis ESG



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

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

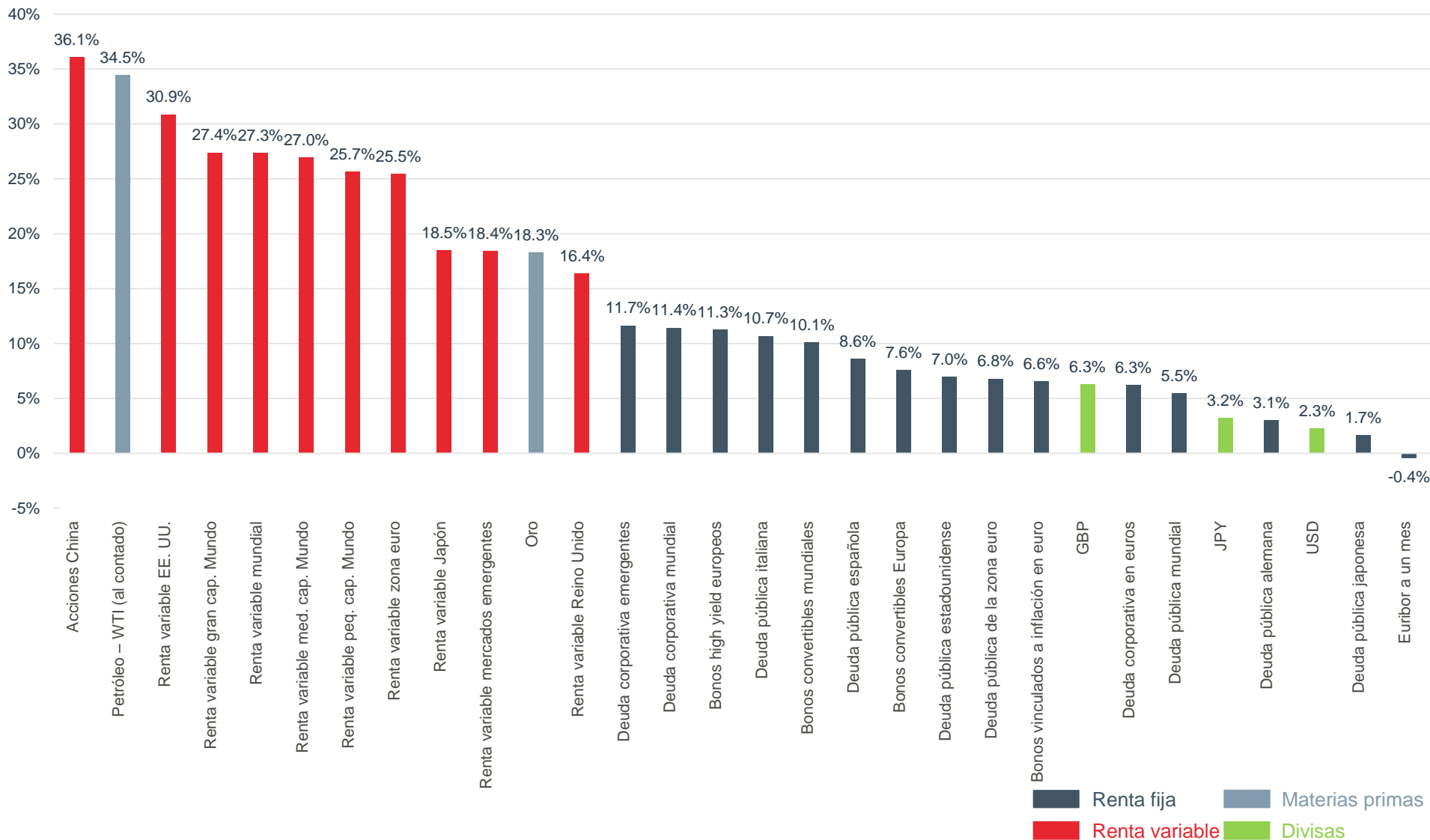
**Se recomienda a los posibles inversores que consulten a un asesor de inversiones antes de suscribirse al fondo regulado por la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia (AMF), la Comisión de Supervisión del Sector Financiero de Luxemburgo (CSSF) o la Autoridad Federal de Supervisión Financiera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

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

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

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

# Rentabilidades excelentes de los mercados en 2019



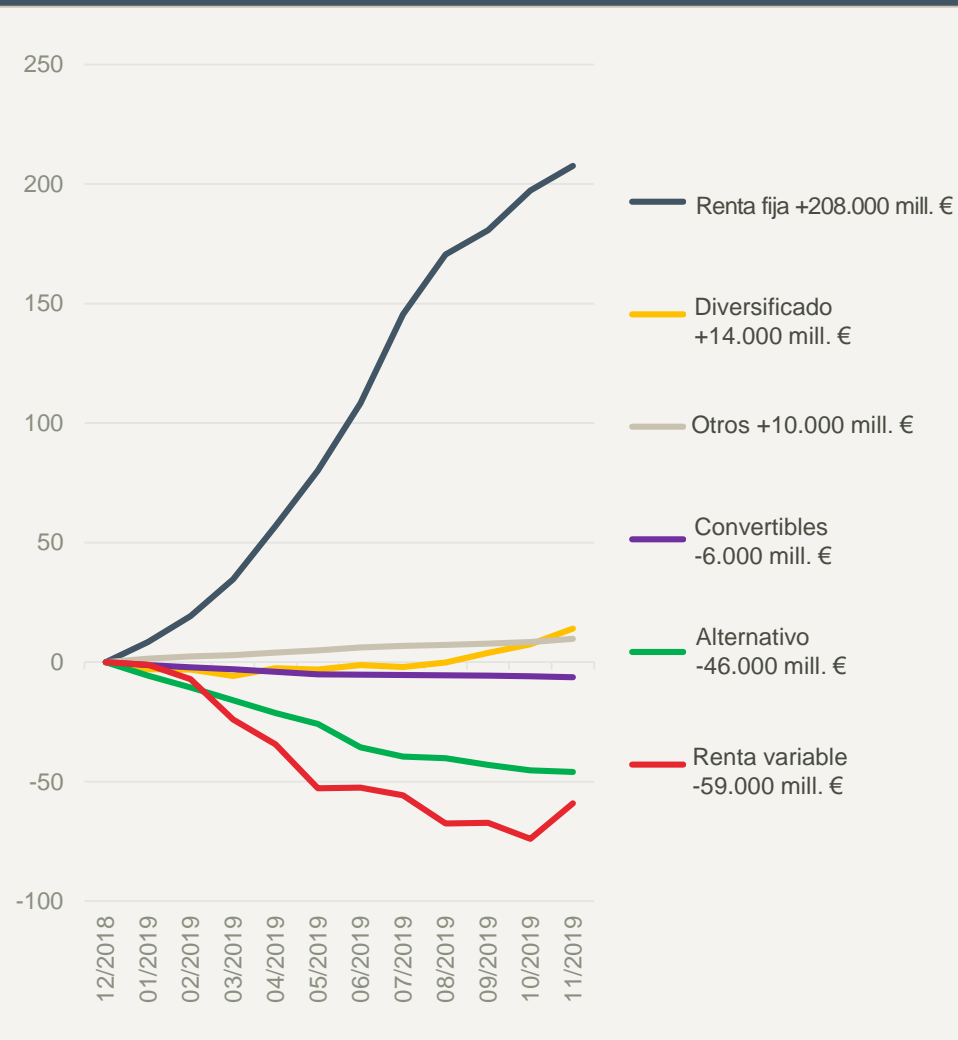
**La rentabilidad histórica no constituye una indicación fiable de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.**

Fuentes: Bloomberg y BoA ML. Datos a 31/12/2019, rentabilidades expresadas en divisa local

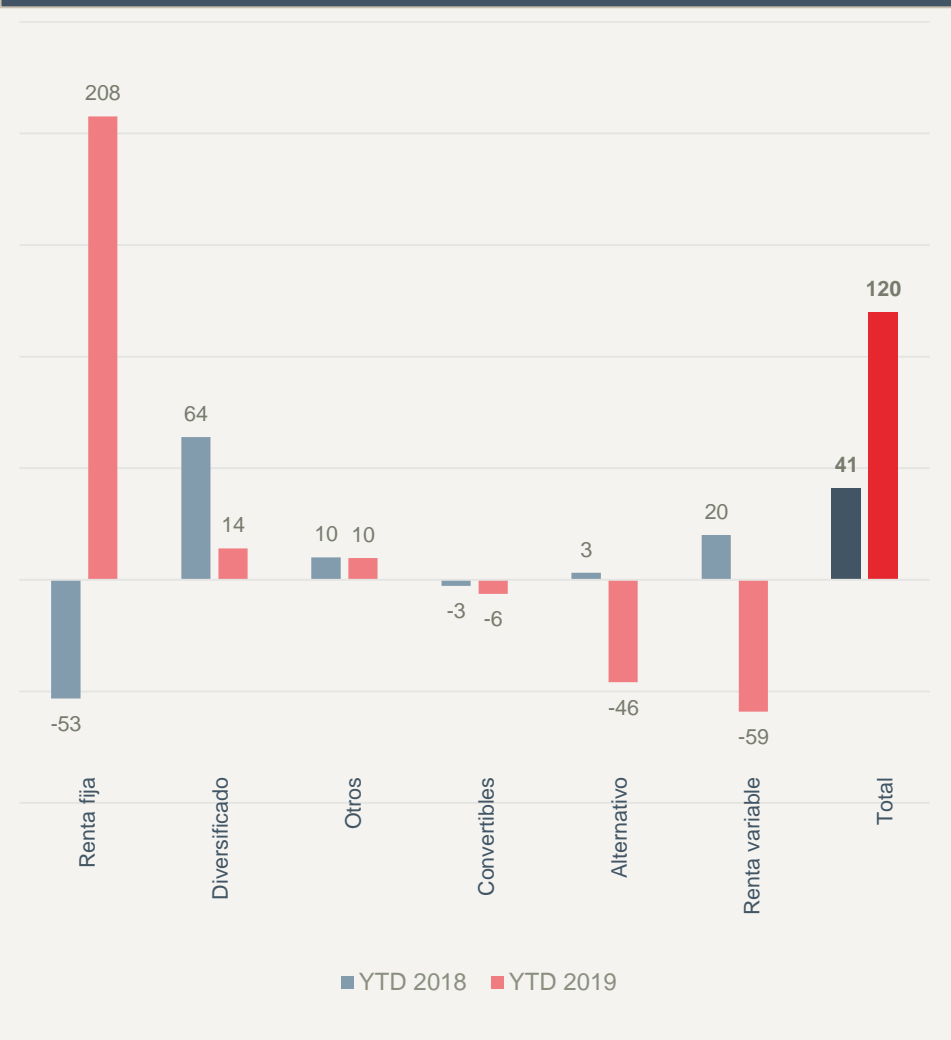
# Una paradoja: en 2019, los inversores salieron en masa de las acciones



Flujos de fondos abiertos YTD 2019 (exc. ETF): total + 120.000 mill. €



Flujos YTD 2018 + 41.000 mill. € frente a YTD 2019 + 120.000 mill. €



Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Morningstar Europe OE ex MM ex ETFs | Datos a 30/11/2019



**01** Entorno macroeconómico

**02** Valoraciones

**03** Nuestro posicionamiento

**04** Nuevas maneras de invertir



# 01

## ENTORNO MACROECONÓMICO

Lecciones de 2019 – Perspectivas para 2020

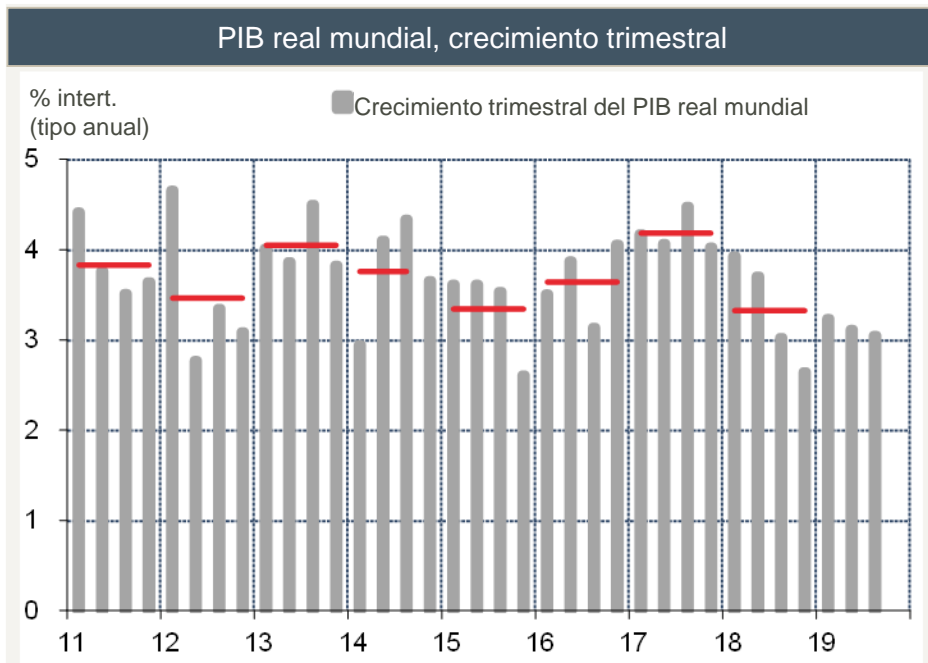
Bruno Cavalier, economista jefe, ODDO BHF

# La gran pregunta: ¿recesión/expansión?

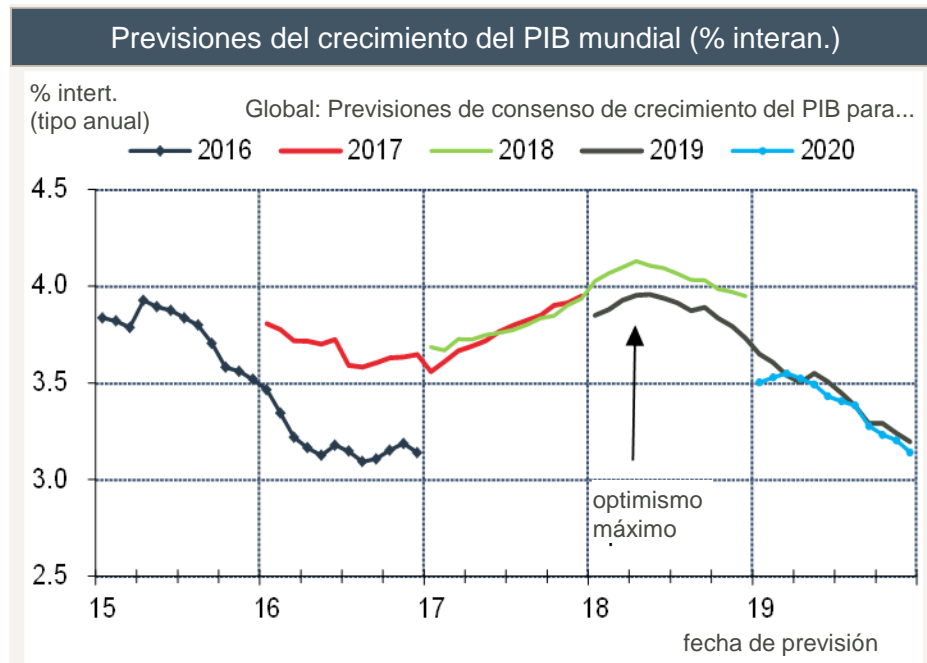
## El crecimiento mundial confirma su estabilización en torno al 3% anual



①



②



Según los datos finales del tercer trimestre, el crecimiento del PIB real mundial se situó en el 3,1% intertrimestral anualizado (frente a la media del 3% de los cuatro trimestre anteriores ①). En resumen, la tendencia se ha estabilizado, pero se sitúa por debajo de su media de después de la crisis.

Las perspectivas del consenso no muestran una mejora significativa en 2020 con respecto a 2019 ②. El proceso de revisiones bajistas que se observa desde hace dos años no se intensifica y parece más bien en vías de estabilizarse.

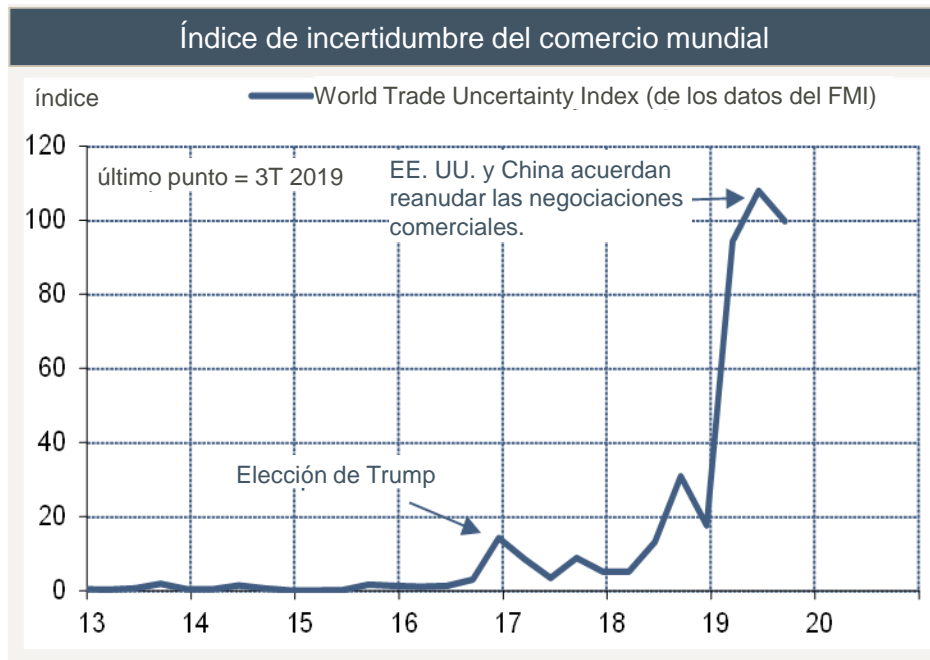
- Es normal comparar el crecimiento medio anual, pero esto podría ocultar el impulso a corto plazo. La zona euro cerró 2019 con una «evolución del crecimiento» débil, pero la previsión de crecimiento medio apunta a una ligera aceleración gradual en 2020.

# Lección de 2019 (1)

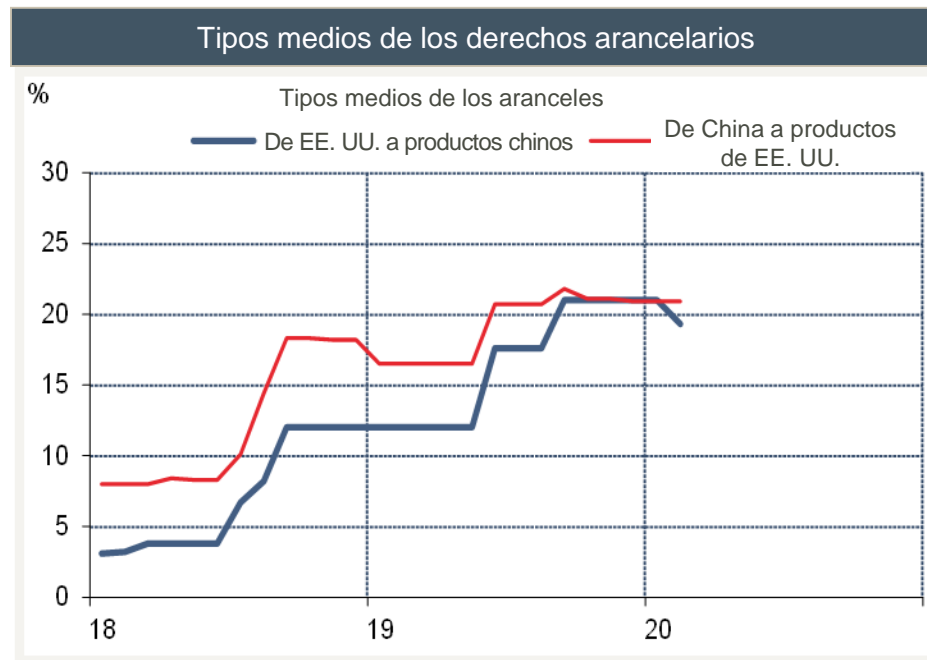
## Guerra arancelaria = Incertidumbre comercial permanente



①



②



La Casa Blanca da una de cal y otra de arena a todas las cuestiones relacionadas con el comercio internacional. Recientemente, lo positivo (acuerdo de primera fase con China, ratificación del USMCA) se ha impuesto, pero no es suficiente para reparar todo el daño provocado a las reglas del libre comercio en los dos últimos años.

- El FMI calcula un índice de incertidumbre comercial basado en los informes económicos de 143 países. A pesar de una cierta moderación en el tercer trimestre (reanudación de las negociaciones con China), su nivel no se corresponde con las últimas décadas ①. Y lo mismo sucede con los indicadores exclusivamente en Estados Unidos. El nivel de los aranceles entre ambos países sigue siendo elevado ②.
- La reciente decisión de la Administración estadounidense de dejar sin efecto al tribunal de apelación de la OMC demuestra el giro estructural de su política comercial, abandonando el multilateralismo en favor de las relaciones de fuerza bilaterales.



# Lección de 2019 (2)

## Giro de 180° en las políticas monetarias



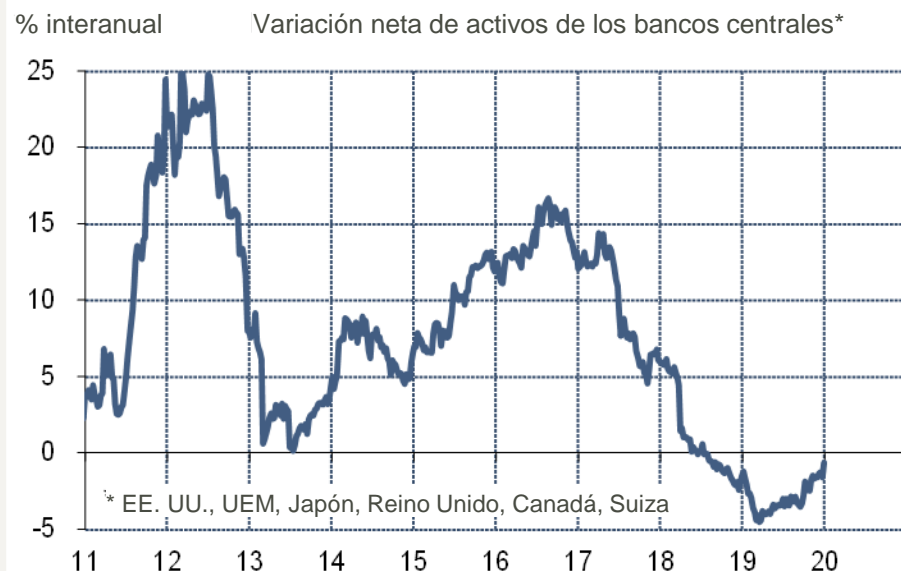
①

### Política monetaria mundial



②

### Variación clara de los activos de los bancos centrales



El enfoque global de las políticas monetarias ha cambiado de rumbo durante el año, a pesar de que las condiciones económicas en sí no han variado sustancialmente. En la función de reacción de los bancos centrales, el riesgo de recesión se impone claramente al riesgo de inflación.

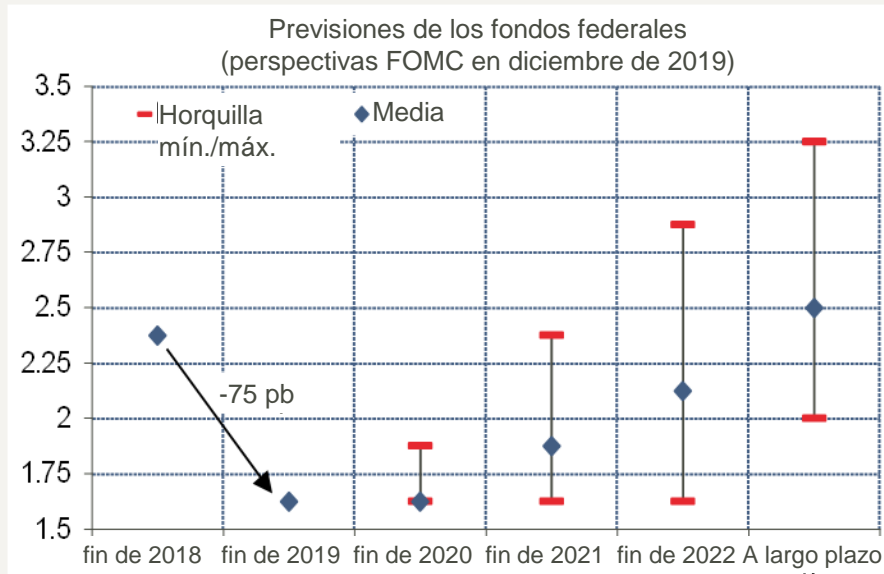
- La relajación monetaria se refiere al nivel de los tipos oficiales ①, pero afecta también a la política de compra de activos ②.
- La Fed ha abandonado su programa de normalización previsto hasta 2021 (tres bajadas frente a tres subidas previstas en 2019). Ha inflado su balance en unos 250.000 millones de dólares en respuesta a la crisis de liquidez del mercado *repo* del pasado septiembre.
- El BCE ha abandonado sus (vagas) intenciones de abandonar la NIRP en 2020 para intensificar/prolongar dicha política. Además, reanudó su programa de compra de activos con 20.000 millones de euros al mes (con una proporción de deuda pública del 55%, frente al 75% de la expansión cuantitativa anterior).

# Fed: unanimidad para no cambiar nada más hasta 2021



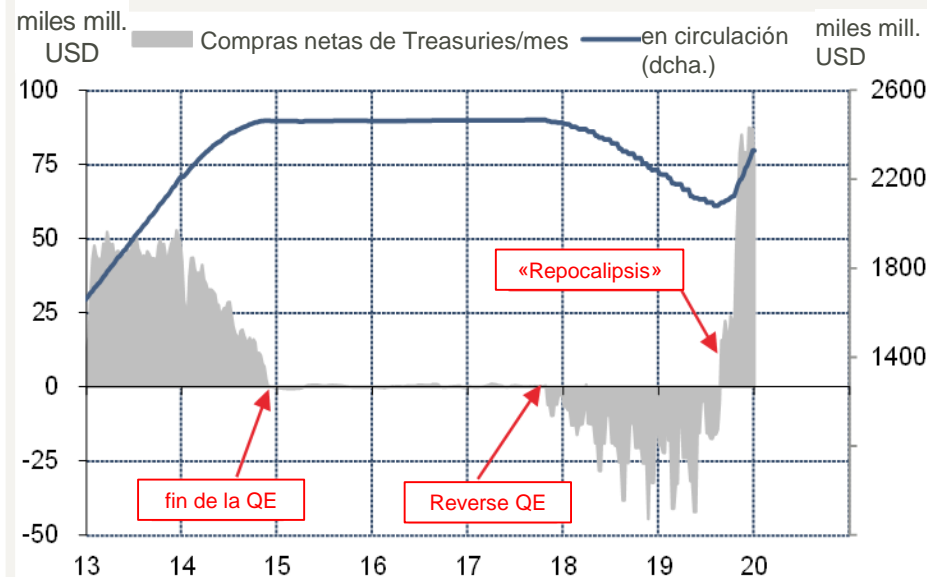
①

## Previsiones de la Fed



②

## Compras netas de bonos del Tesoro y tenencia por parte de la Fed

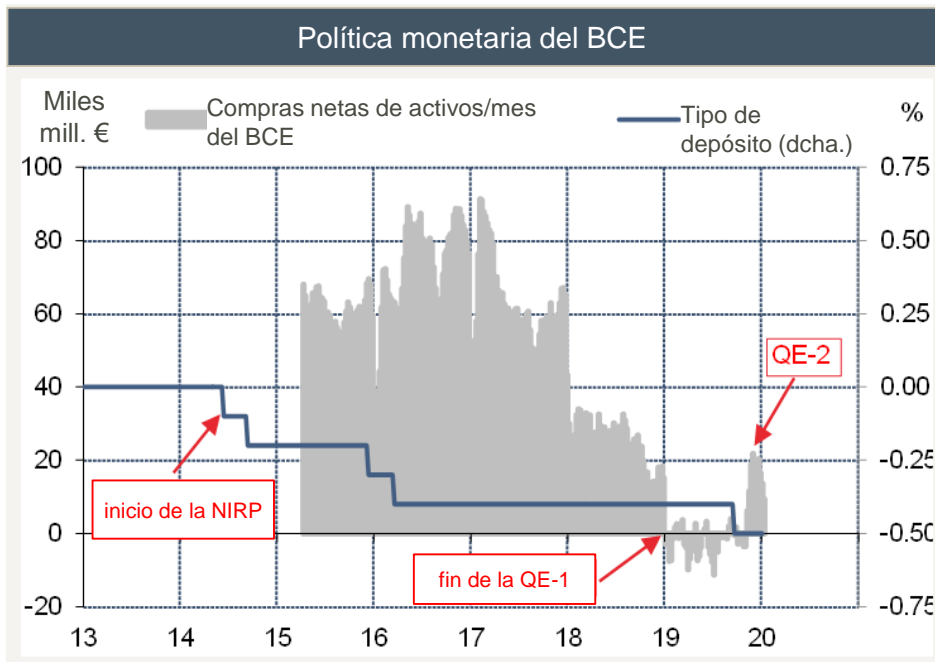


Tras un cambio de rumbo radical este año (tres rebajas de tipos, compras de títulos a corto plazo), la Fed apuesta ahora por no hacer cambios en su política monetaria durante el año electoral 2020 o incluso después ①.

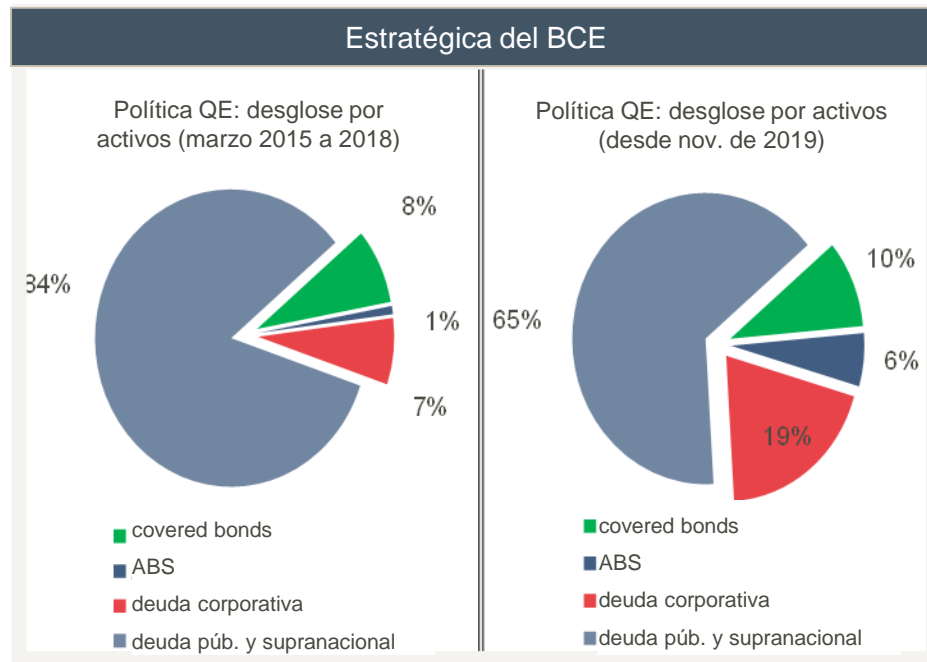
- Hay riesgo de descenso de la actividad, pero menos que hace unos meses (estabilización del ciclo industrial, reanudación de las negociaciones entre EE. UU. y China, *Brexit*), por lo que no bastan para prolongar el ciclo de relajación. Además, la Fed no ve ningún riesgo de inflación en su horizonte de previsión. La Fed considera que el desempleo puede mantenerse en niveles muy bajos (muy por debajo del NAIRU) sin provocar presiones salariales reales. Si esto sucediese, siempre habría tiempo de endurecer la política. La Fed está dispuesta a tolerar la superación del objetivo de inflación, tras años por debajo.
- Después de las turbulencias del mercado del repo en septiembre, la Fed aborda el problema de forma muy pragmática, ofreciendo más liquidez con vencimientos a más largo plazo. A corto plazo, la expansión del balance es significativa ②, pero se trata de un ajuste puntual, no la reanudación a largo plazo de una política de compra de activos.



①



②



A través de su estilo, aparentemente de mayor consenso que el de Mario Draghi, y por el anuncio de una revisión de la estrategia en 2020, la nueva presidenta Christine Lagarde ha reducido el aparente grado de desavenencia dentro del Consejo. El conjunto de medidas anunciado en septiembre se está aplicando según lo anunciado.

- Desde principios de noviembre, el BCE reanudó un programa de compra de activos al ritmo de 20.000 millones de euros al mes y sin límite preestablecido de duración ①. De momento, el desglose de títulos comprados difiere del programa anterior (reducción de la proporción de deuda pública ②).
- La revisión de estrategia debe permitir evaluar los pros y contras de las políticas pasadas (QE, NIRP, TLTRO), sin controversias inútiles. Básicamente, los estudios actuales concluyen que estas políticas han estimulado el crecimiento económico, han frenado el riesgo de deflación (pero sin reactivar la inflación), han alentado el crédito bancario y no son el motivo principal de los escasos beneficios de los bancos. Además, esta revisión estratégica podría sentar las bases para una cooperación más estrecha con las demás políticas acordadas por la UE, sobre todo sobre la cuestión clave del momento: la descarbonización de la economía a largo plazo.

# Lección de 2019 (3)

## Desacoplamiento de los sectores industriales y no industriales



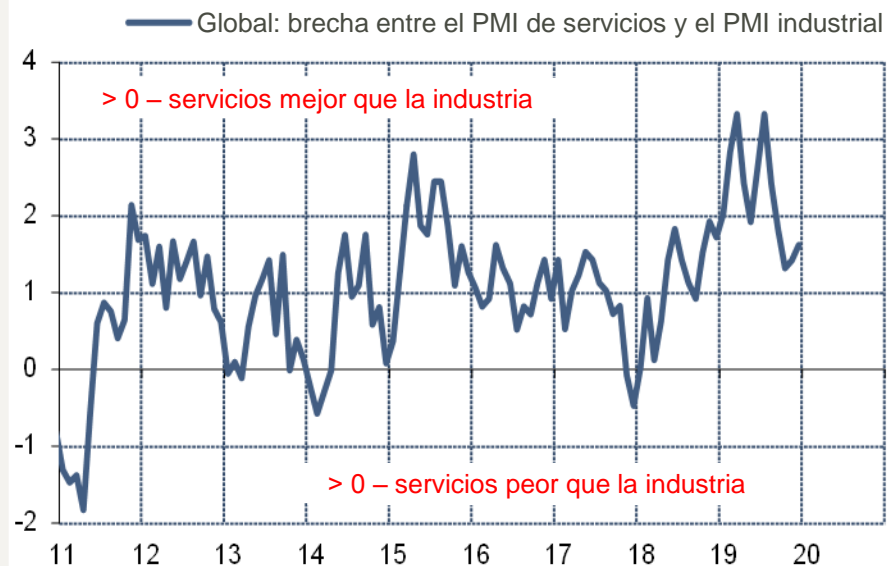
①

### Índice PMI industrial global



②

### Diferencia entre los PMI de los servicios y del sector industrial



Por primera vez desde abril, el índice PMI industrial global volvió a superar levemente el nivel crítico de 50 puntos en noviembre (50,3). Ha subido un punto desde su mínimo marcado en el mes de julio ①.

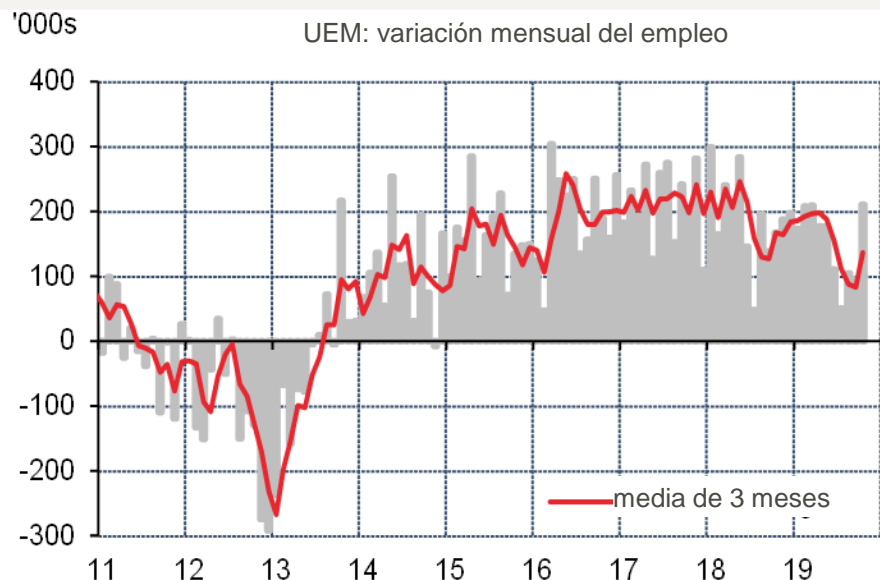
- El nivel absoluto sigue débil. Desde el punto de vista económico, que esté algo por debajo o por encima de ese umbral no cambia prácticamente el mensaje: el de una actividad industrial casi estancada (-1% anual en septiembre a escala global).
- En la zona euro (46,9) y sobre todo en Alemania (44,1), la estabilización de la confianza de las empresas industriales apunta a nivel más bajo y el sector industrial sigue contrayéndose con fuerza (-5% anual en Alemania).

Los otros sectores han seguido creciendo en general a un ritmo positivo desde hace dos años. La confianza de las empresas de servicios sigue siendo muy superior a la de la industria ②.



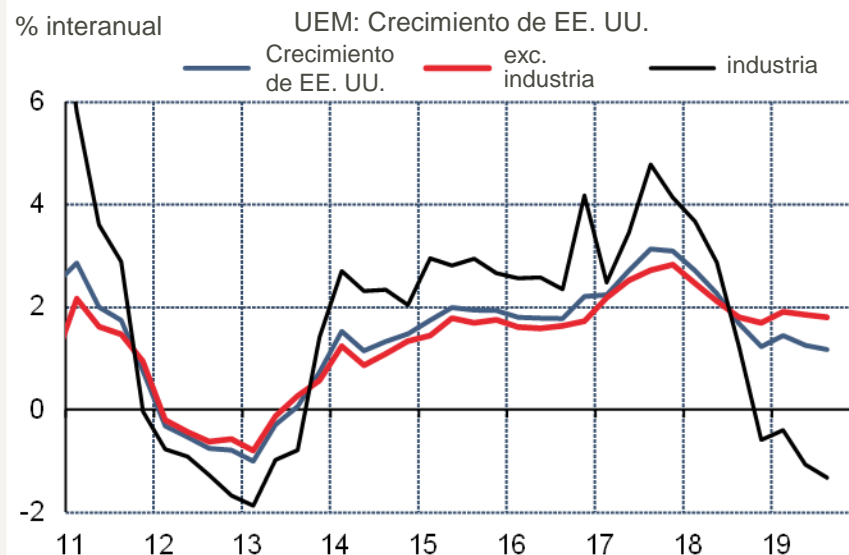
①

## Situación del empleo en la zona euro



②

## Crecimiento del PIB en la zona euro



La demanda interna se benefició del efecto de tres factores positivos: la mejora de la situación del empleo, el crecimiento del crédito y conjunto de políticas de estímulo. Ninguno de estos factores está a punto de desaparecer o desmoronarse.

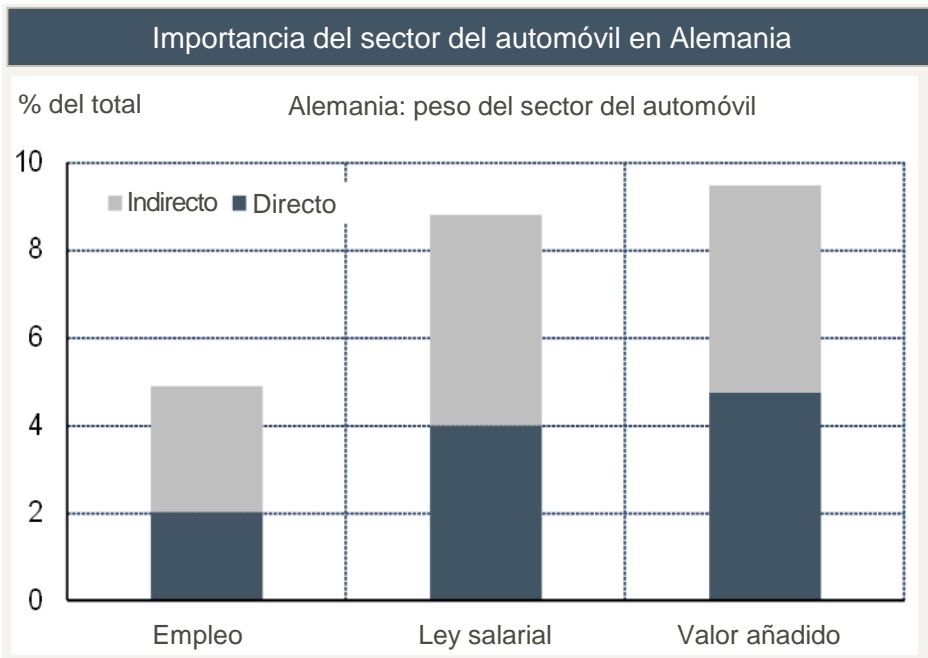
- Los efectos de la recesión industrial son especialmente visibles en el sector de los servicios empresariales (p. ej., el trabajo temporal), pero el impacto total es limitado. Según nuestras estimaciones, el ritmo mensual de creación de empleo en la zona euro se enfrió en el verano, cayendo por debajo de los 100.000, su menor ritmo desde 2014, pero volvió a una tendencia más favorable (aprox. 150.000) ①.
- Básicamente, la ralentización del crecimiento económico en la zona euro (del 3% anual a fin de 2017 al 1,2% actual) se debe al sector industrial (el VA pasó del 4,1% al -1,3%). Al mismo tiempo, los sectores no industriales apenas se desaceleraron (VA del 2,8% al 1,8%) y han mantenido una tendencia estable desde finales de 2018 ②.

# Lección de 2019 (4)

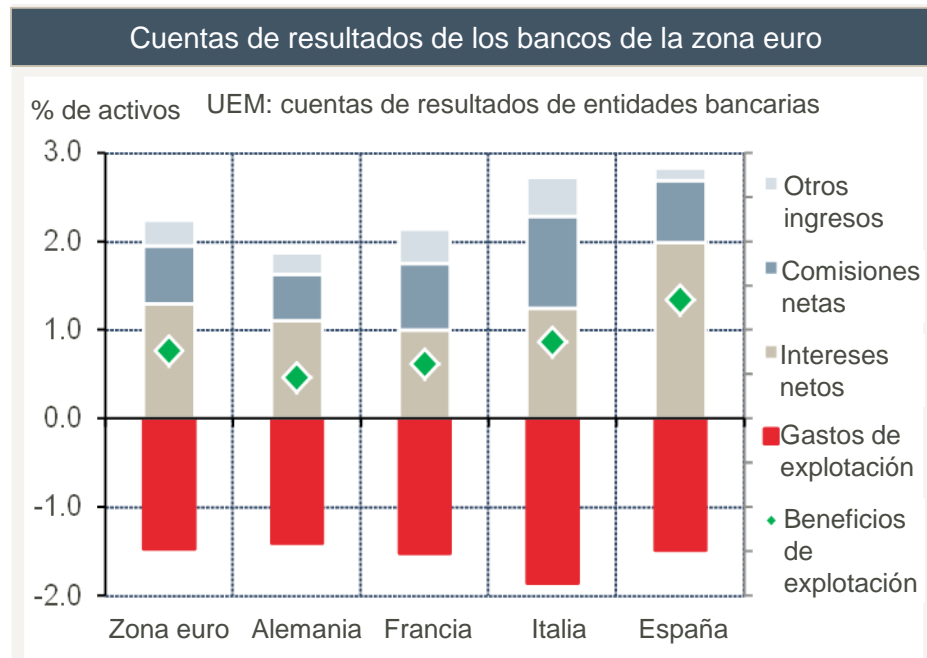
## Los límites del «modelo» de crecimiento alemán



①



②



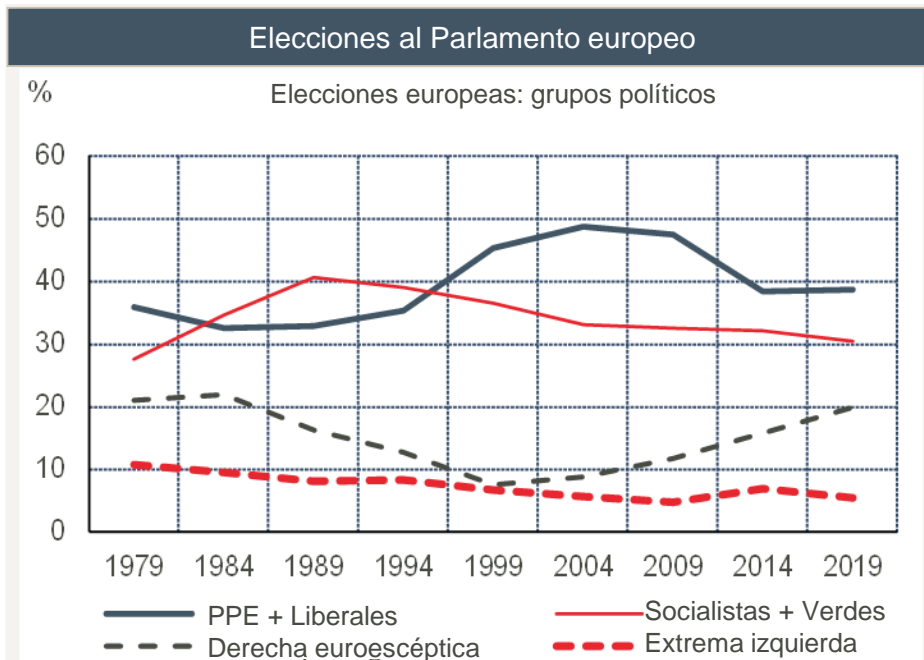
El debilitamiento cíclico de Alemania desde 2017 —debido en gran parte a la crisis del sector automovilístico, con un peso sobredimensionado ①, y a la evolución del comercio exterior— ha revelado algunos puntos débiles que pueden tener repercusiones estructurales: insuficiente gasto de inversión, baja rentabilidad del sector bancario ②.

- Alemania mantiene muchas ventajas con respecto a otros países europeos —competitividad, pleno empleo, baja deuda pública—, pero su cacareado «modelo de crecimiento» de las últimas dos décadas (en pocas palabras: la exportación de productos industriales de alto valor añadido a Asia) parece menos adecuado en un mundo dominado por el aumento de los competidores, la ralentización de la economía china, la densidad del comercio internacional (barreras arancelarias y no arancelarias) y el énfasis en las cuestiones medioambientales (mix energético, electrificación/hibridación de vehículos).
- El apego, a veces dogmático, a la ortodoxia presupuestaria genera incompreensión para muchos (incluidos nosotros).

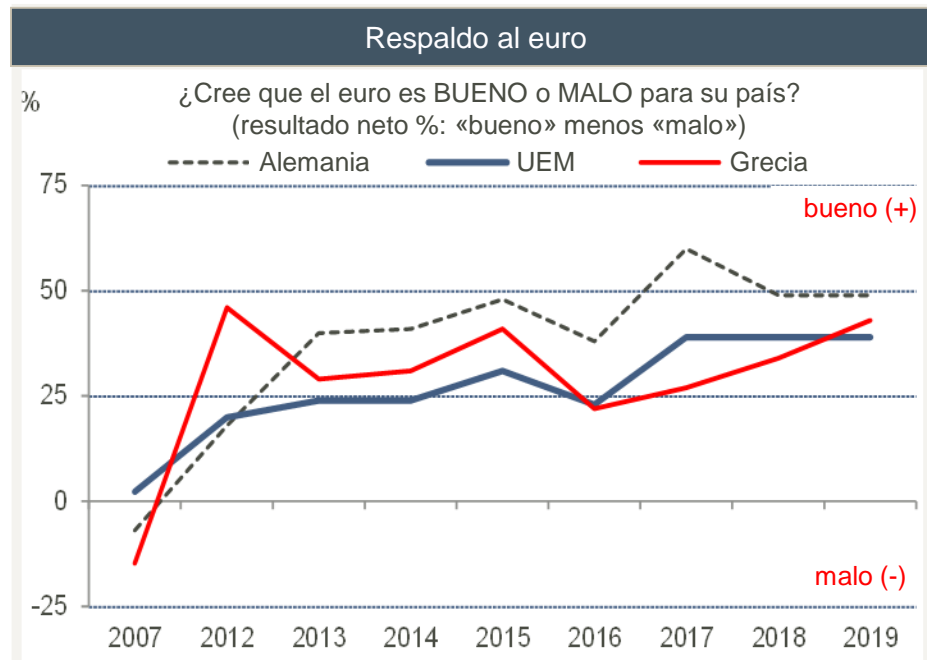
Fuentes: Thomson Reuters, BCE, ODDO BHF



①



②



La división entre derecha e izquierda que era habitual en la mayoría de los países europeos ha dado paso a una fragmentación de partidos políticos. Las elecciones al Parlamento Europeo del pasado mes de mayo dieron una buena muestra de ello ①.

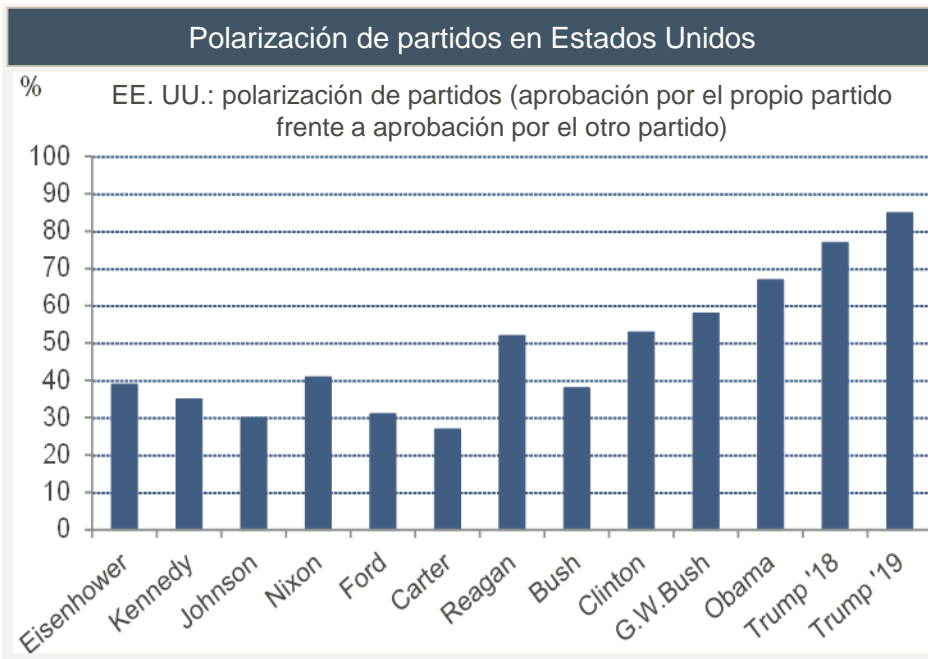
- Con unas pocas excepciones (Italia 2018), la fragmentación política no benefició a los partidos populistas o euroescépticos, que siguen relegados al papel de oposición. Otros partidos (conservadores, liberales, socialdemócratas, verdes) se ven obligados a formar alianzas. Efecto negativo: esto puede retrasar la toma de decisiones (tiempo para formar coaliciones, negociación de compromisos aceptables). Efecto positivo: frena a los partidos que propugnan la desintegración de Europa (intentos infructuosos después de la crisis griega en 2015 y el referéndum del *Brexit* en 2016).
- De hecho, el apoyo al euro registra su nivel más alto desde su creación, pues está claro que no hay ninguna alternativa creíble a corto plazo ②. Incluso los políticos hostiles al euro (como Matteo Salvini y Marine Le Pen) están de acuerdo.

# Riesgo para 2020

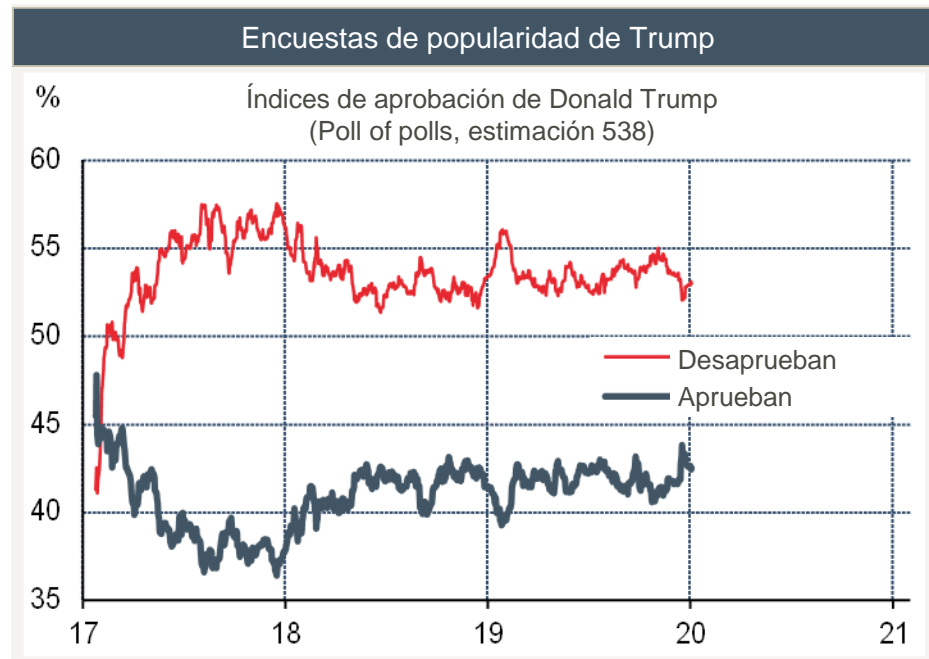
Una palabra lo resume todo (China, petróleo, mercados, dólar, etc.): T-R-U-M-P



①



②



Trump es y va a seguir siendo un riesgo. Es capaz de desestabilizar casi todo, pero también tiene el mayor incentivo para prolongar el ciclo de expansión, ya que se juega su reelección en noviembre de 2020.

- La polarización partidista, un fenómeno que ha ido creciendo desde la década de 1980, ha alcanzado un nivel sin precedentes con Donald Trump ①. Por ello, las encuestas de popularidad son muy estables ②. Haga lo que haga, Trump suscita la adulación de sus partidarios y el rechazo absoluto de sus oponentes. Al igual que en 2016, el resultado de las elecciones podría decidirse por los resultados de unos pocos *swing states*.
- Trump se acerca a la cita electoral con muchas cartas de triunfo bajo la manga. Ya es el presidente en ejercicio. No tiene ningún rival en su propio partido, mientras que las primarias demócratas probablemente provocarán división en el campo contrario. La economía de EE. UU. va como un tiro, con el desempleo en su nivel más bajo en 50 años. Trump ha cumplido muchas de sus promesas de campaña del 2016. Su recaudación de fondos está a otro nivel que la del bando contrario.

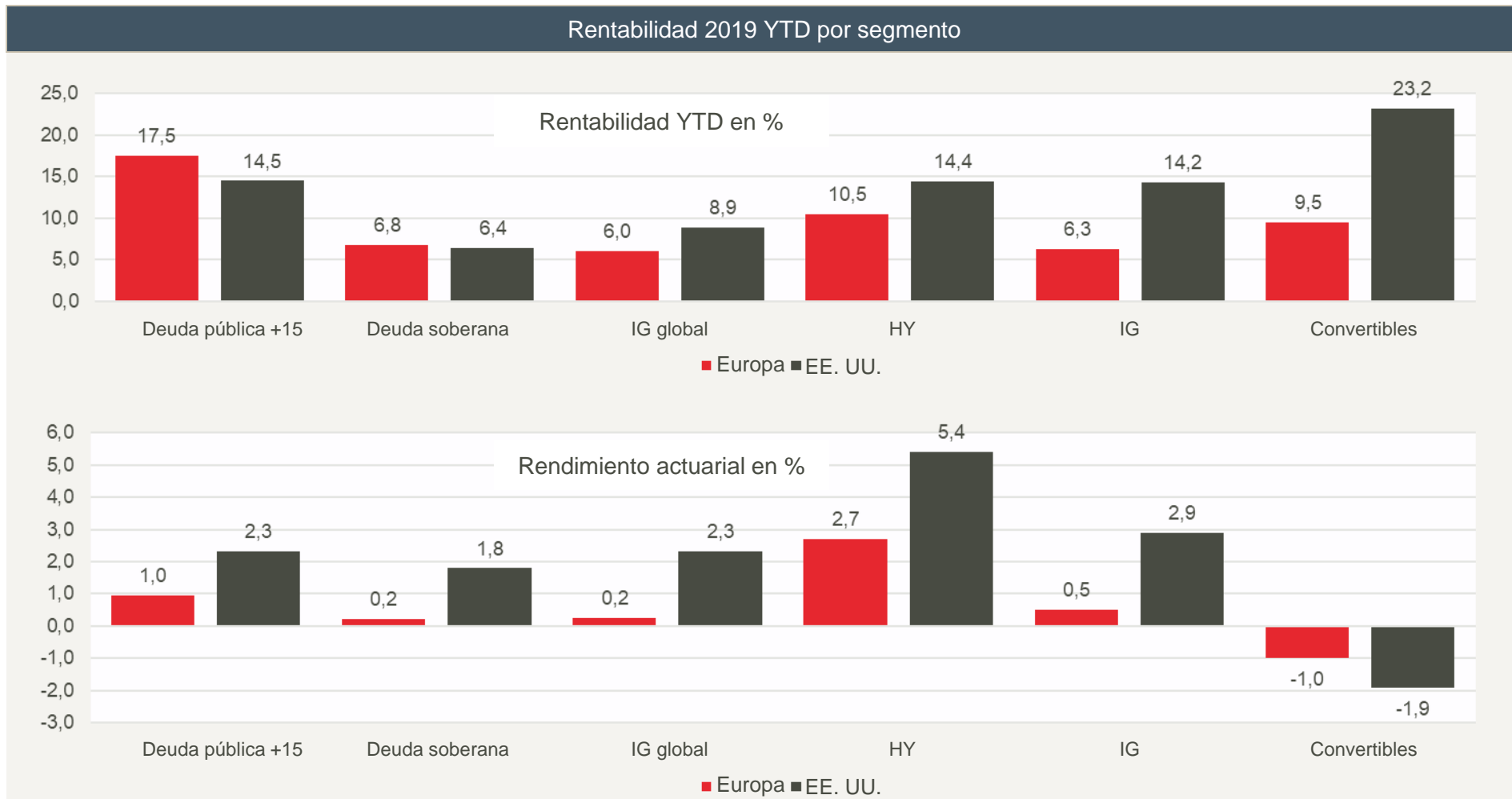




# 02

## VALORACIONES TIPOS Y CRÉDITO

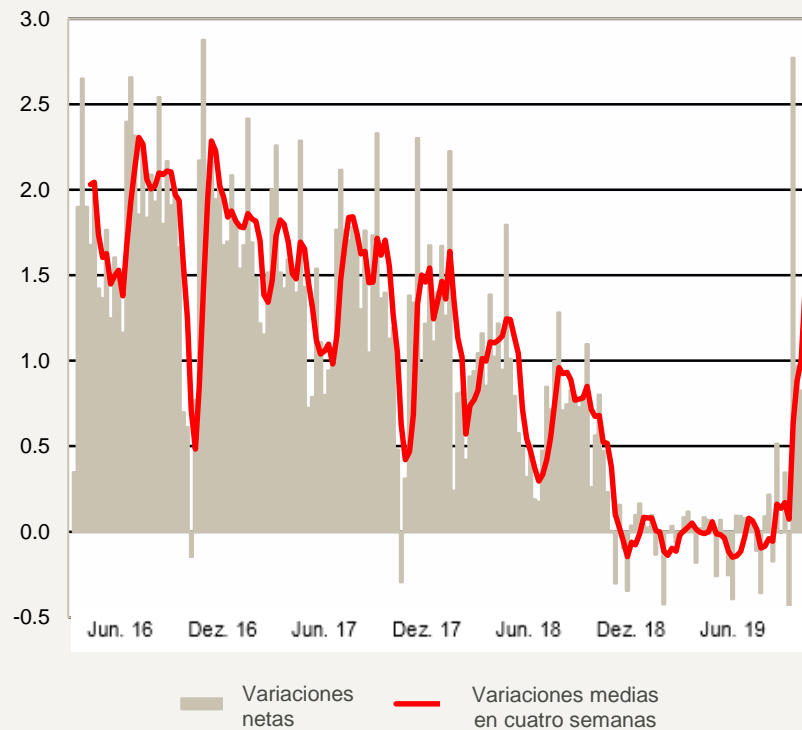
# Rentabilidad excelente de los títulos de renta fija en 2019



Fuentes: ODDO BHF AM GmbH, Bloomberg, Datos a 31/12/2019 | Rentabilidades de los índices representativos expresados en divisa local



Compras netas del CSPP\* (mill. €)



Oferta de deuda pública de la zona euro, sin expansión cuantitativa

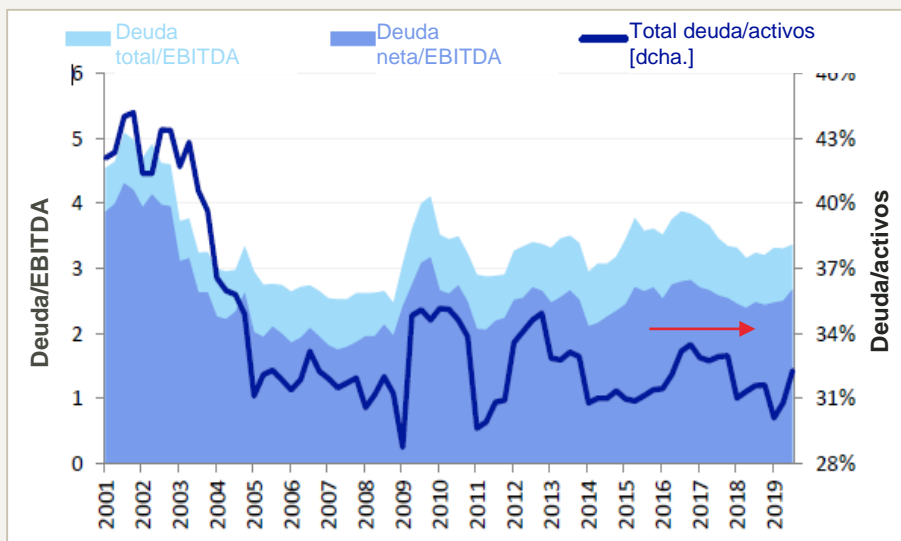
Bonos soberanos	Entradas netas en 2019 tras el PSPP (miles mill. €)	Entradas netas en 2020 incluidos 240.000 mill. € APP (miles mill. €)
Francia	63,7	32,6
Alemania	6,7	-29,8
Italia	50,3	7,0
España	26,2	8,2
<b>Total</b>	<b>146,9</b>	<b>18,0</b>

\* CSPP: Corporate sector purchase programme (BCE)  
Fuentes: ODDO BHF AM | Unicredit, BNP Paribas, datos a 3/12/2019

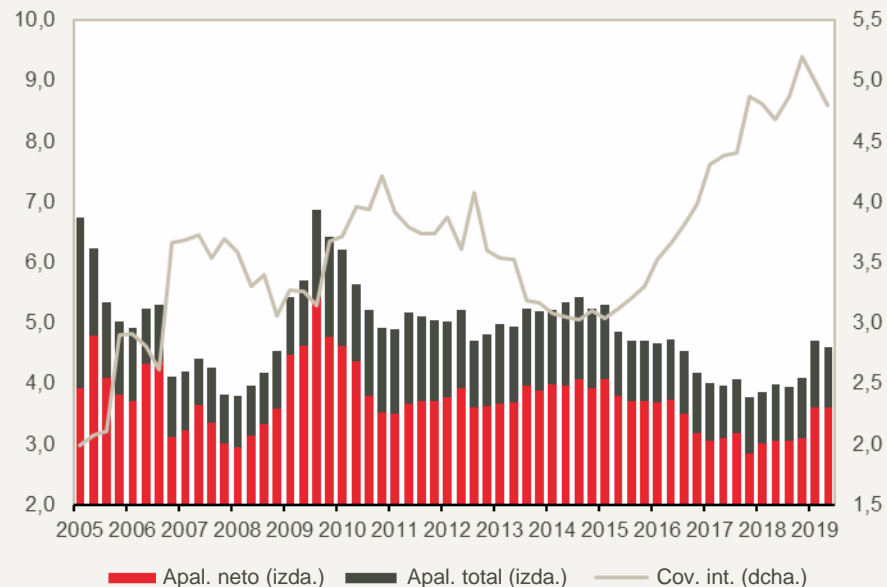
# Los perfiles de crédito siguen fuertes



## Deuda corporativa europea BBB



## Apalancamiento y cobertura de intereses - Zona euro high yield

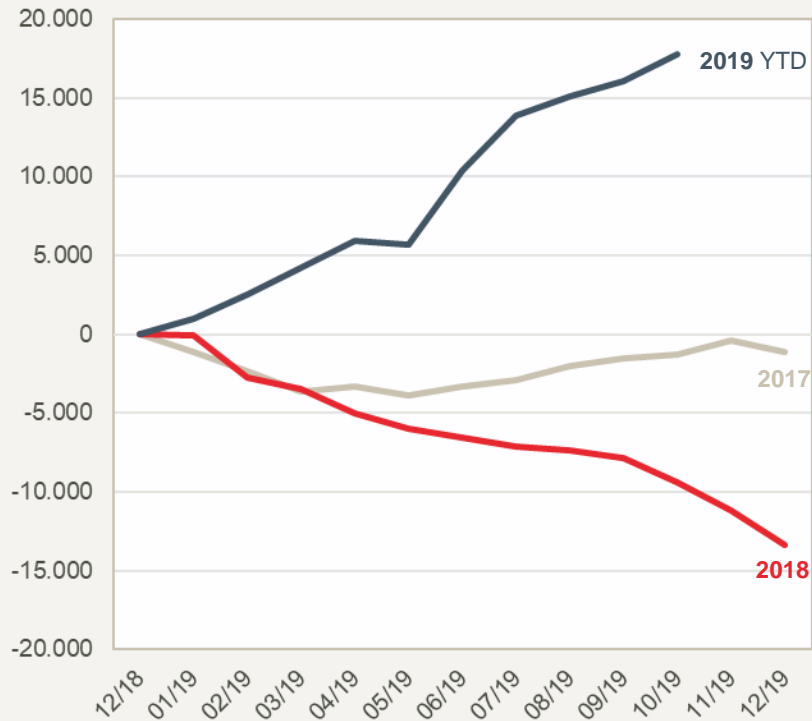


\* Subida reciente debido principalmente a IFRS 16  
Fuentes: ODDO BHF AM GmbH, JP Morgan, agencias de calificación; 11/2019

# Un déficit de oferta papel que debería seguir beneficiando al *investment grade*



Suscripciones netas - Fondos europeos *investment grade*\* (mill. €)

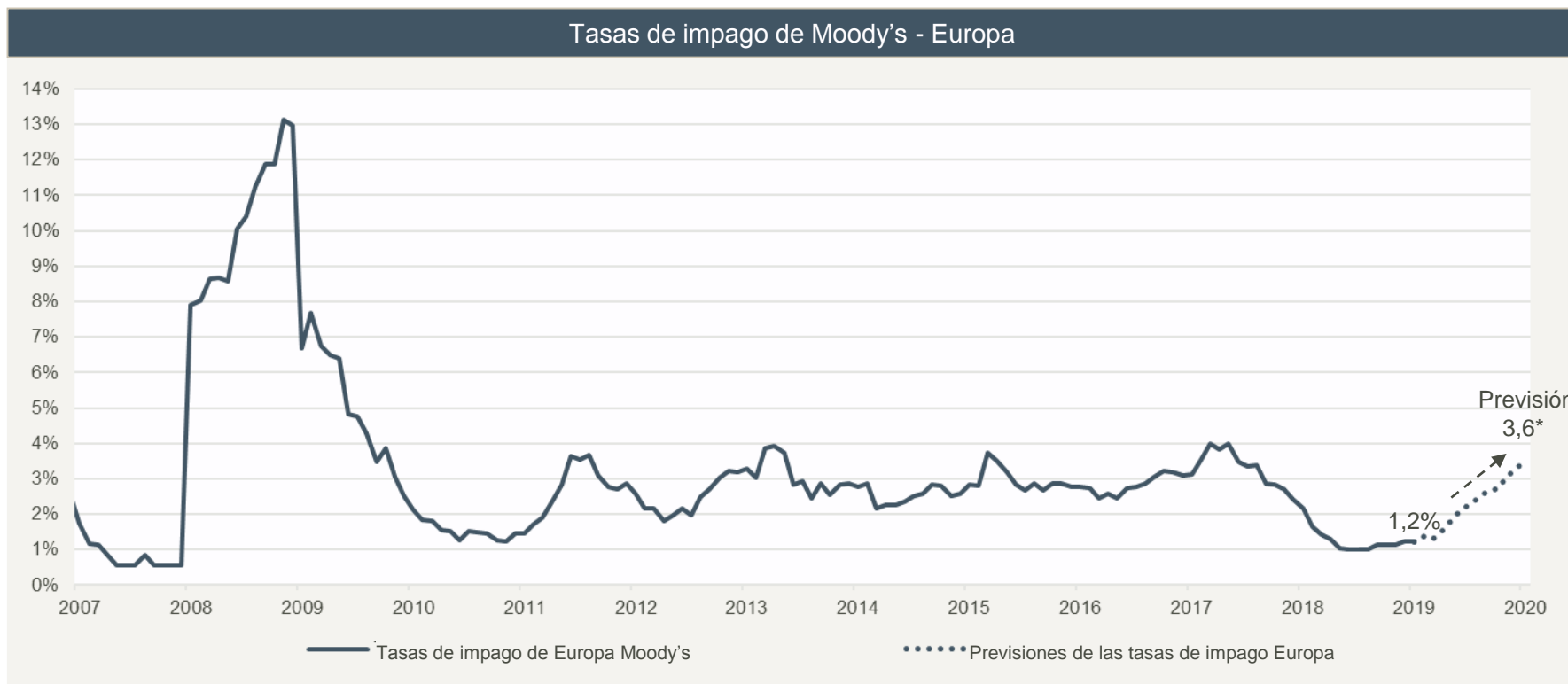


Oferta neta prevista bonos *investment grade* EUR (miles mill. €)

	2019e (miles mill. €)	2020e (miles mill. €)
Oferta bruta	540	470
Reembolsos	236	255
Cupones	40	40
CSPP neto	5	45
<b>Oferta neta</b>	<b>259</b>	<b>130</b>

Fuentes: ODDO BHF AM | Morningstar, Datos a 30/11/2019 | \* Categoría de Morningstar «Deuda corporativa en euros».

# En el *high yield* europeo, las tasas de impago han vuelto a su media de los últimos cinco años

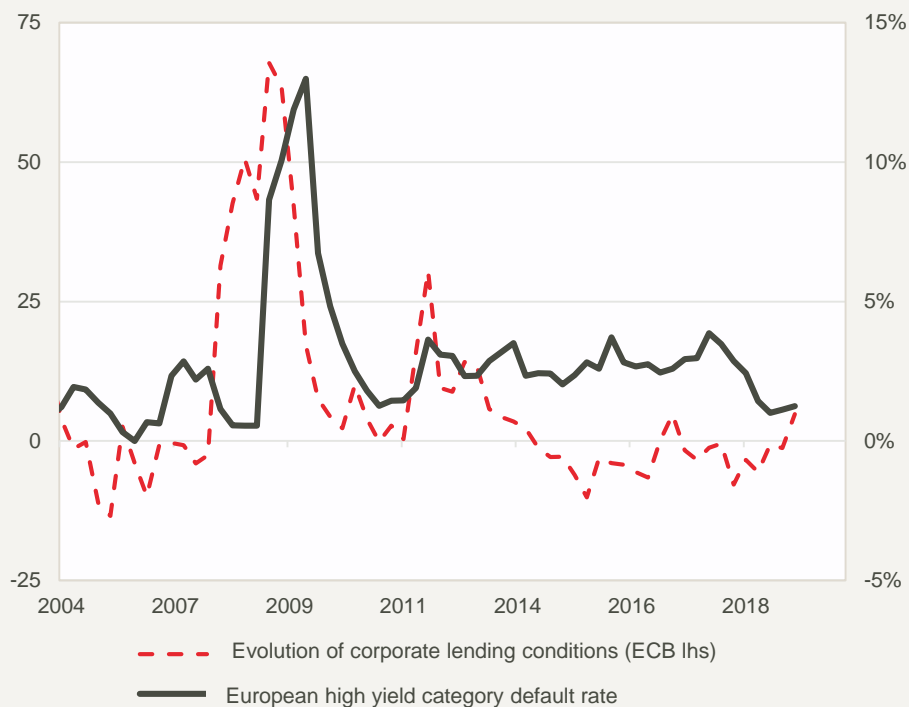


Fuentes: ODDO BHF AM GmbH | \* Previsiones de Moody's a 31/10/2019 a un año.

# Sin embargo, deberían seguir bajas



Condiciones de concesión de crédito y tasas de impago - Zona euro



Perfil de vencimiento de los bonos *high yield* denominados en euros, miles mill. €

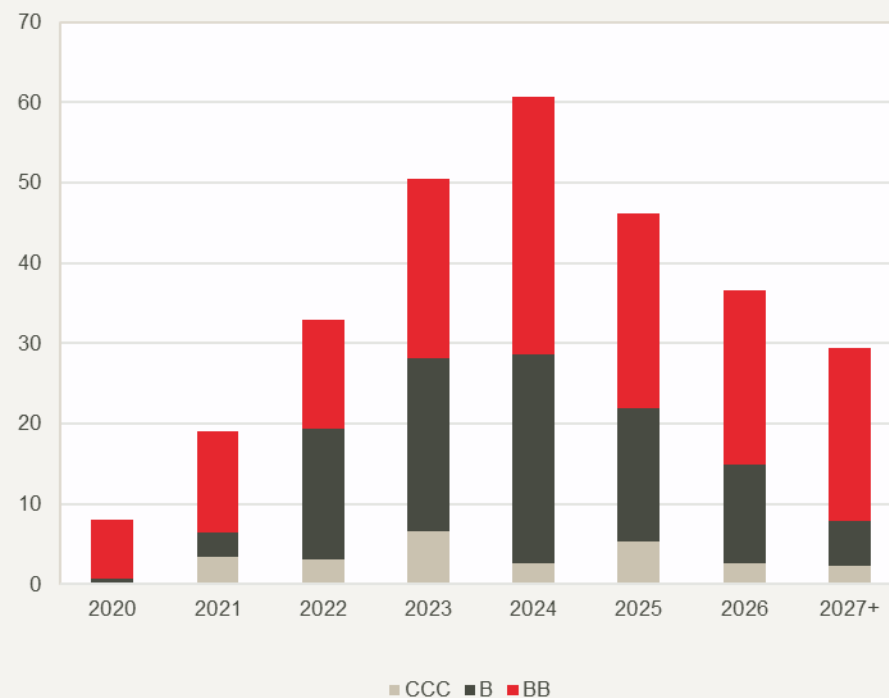


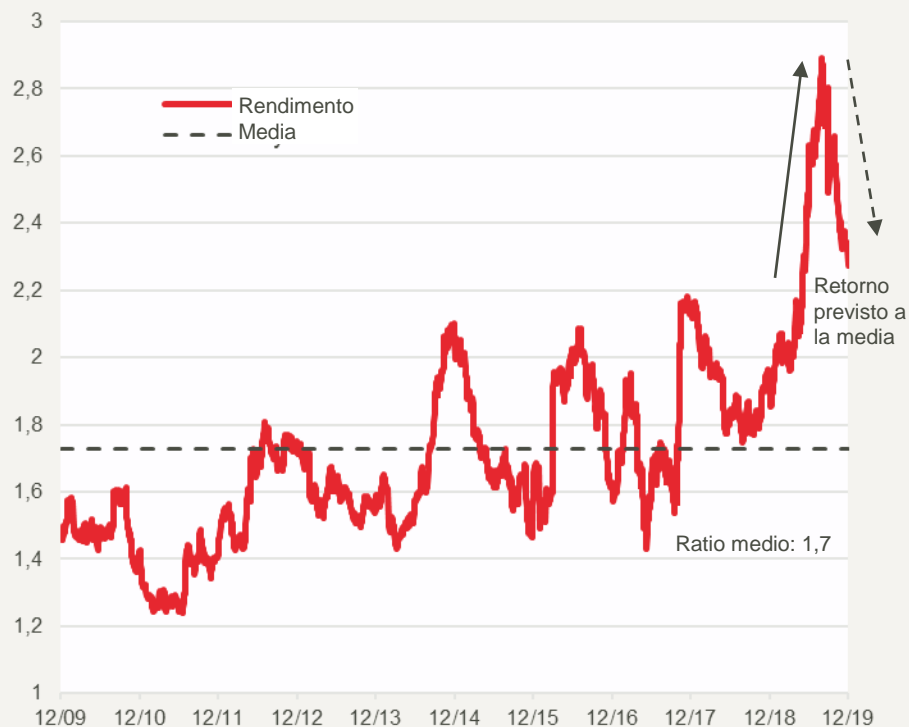
Gráfico de la izda: datos a 9/2019; gráfico de la dcha.: híbridos excluidos, datos a 11/2019

Fuentes: ODDO BHF AM GmbH, JP Morgan

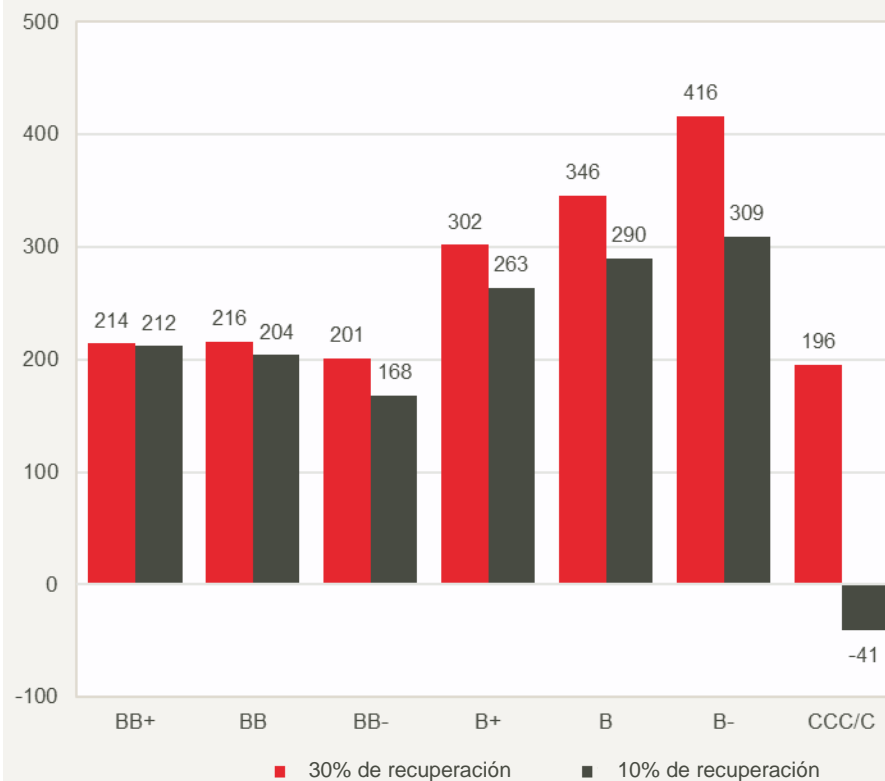
# Los bonos con calificación B siguen teniendo potencial de recuperación...



Ratio entre los bonos con calificación B y BB a 10 años



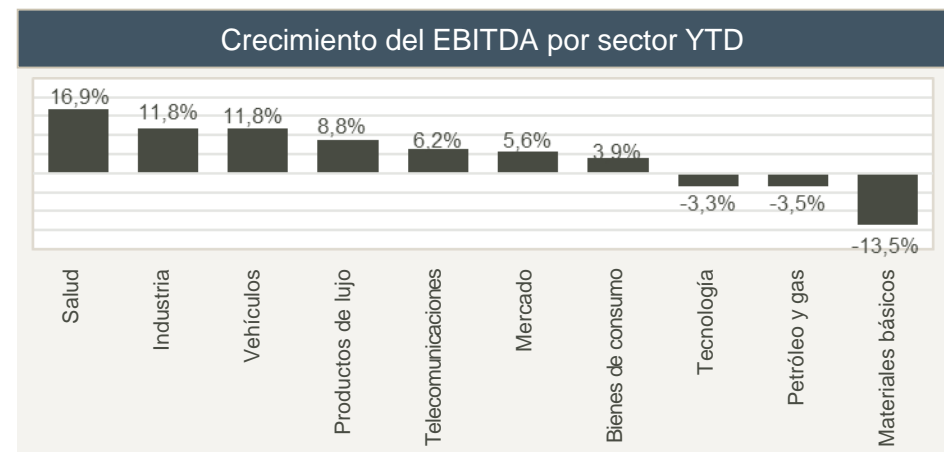
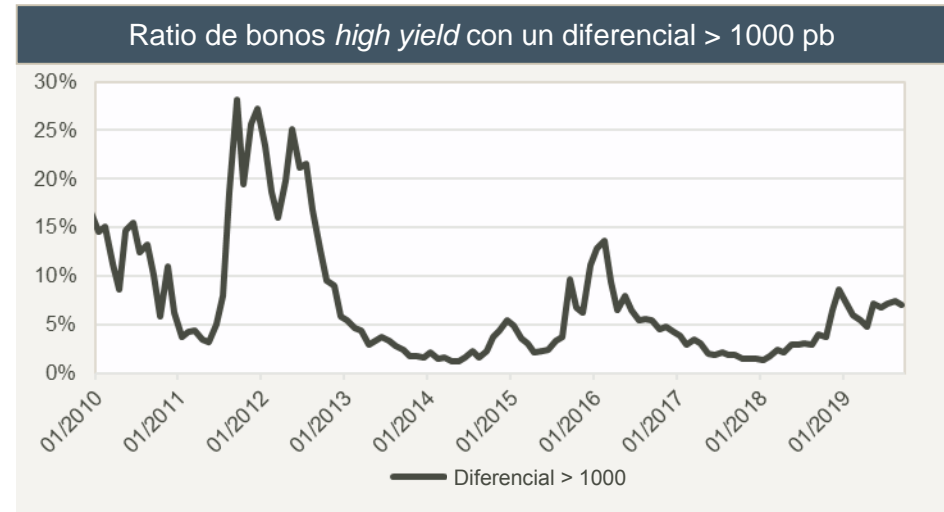
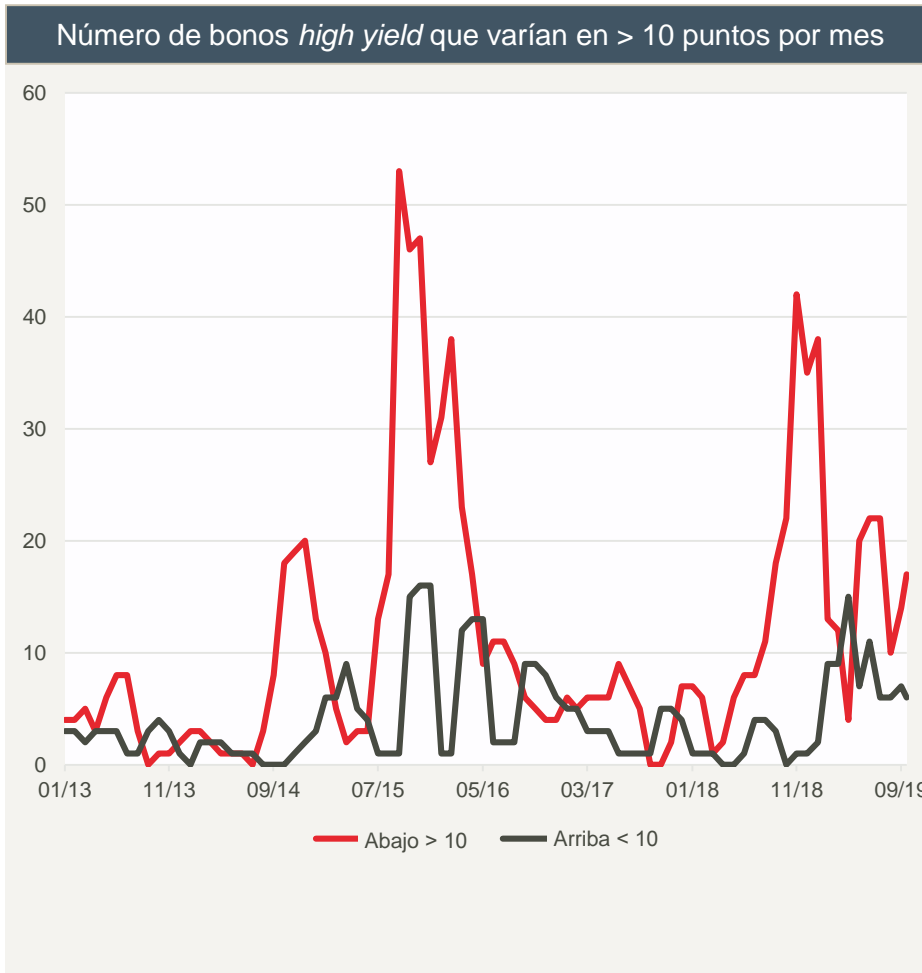
Desvío del diferencial comparado con la tasa de impago histórica, por calificación



Fuentes: ODDO BHF AM | ICE, BoAL ML índices | HE20 (EURO B rated bonds) y HE10 (EURO BB rated bonds) | Datos a 31/12/2019 (izda.) | Datos a 30/11/2019 (dcha.)



# Pero, ¿ser selectivos es más importante que nunca!

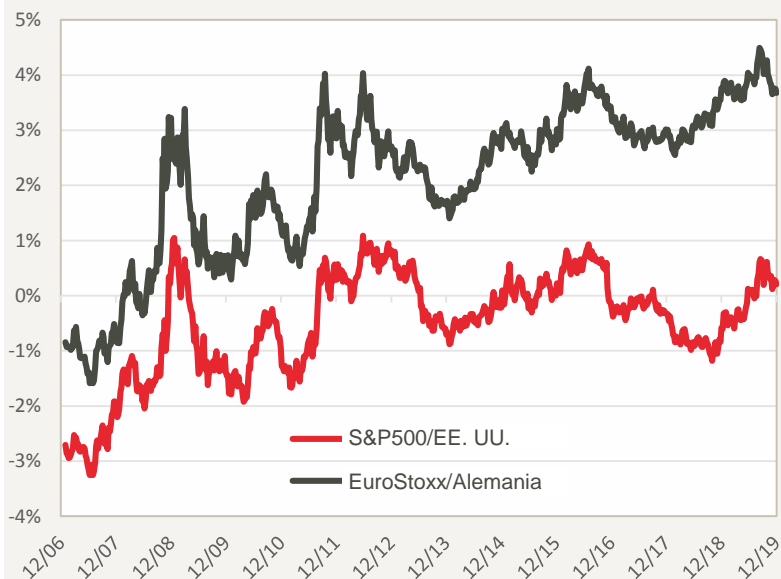


Fuentes: ODDO BHF AM GmbH, JP Morgan; 11/2019 | Emisores calificados. J.P. Morgan (parte inferior derecha) – 30/9/2019

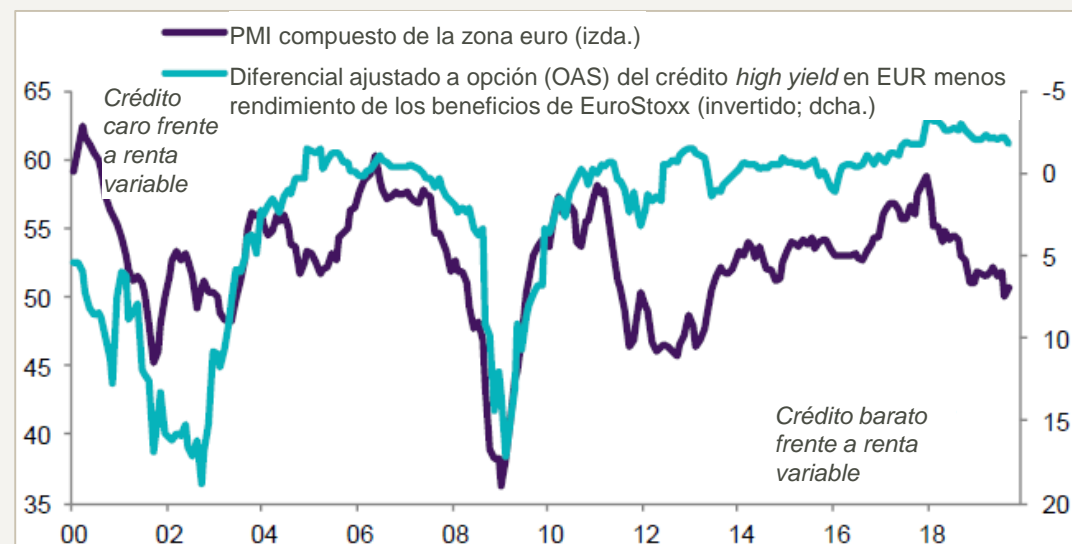
# Sin embargo, el perfil de riesgo y rentabilidad del crédito sigue siendo menos atractivo que el de las acciones al menos en Europa



Rentabilidad del dividendo (a 12 meses) - Tipo de deuda pública (nominal a 10 años nominal)



La evaluación del crédito europeo *high yield* frente a la de las acciones y el PMI compuesto de la zona euro

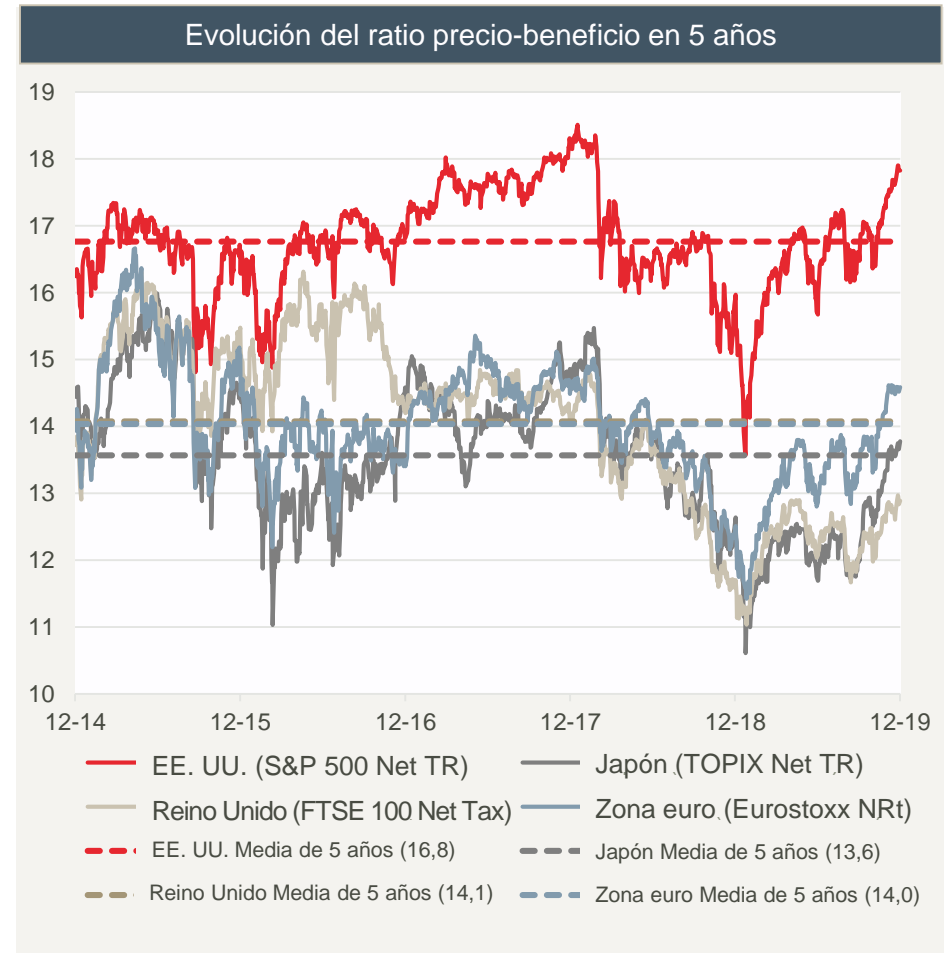


Fuentes: ODDO BHF AM SAS, | Thomson Reuters, Datastream ODDO BHF Securities Datos a 6/12/2019 | NWM, Bloomberg, Markit, Haver | Datos a 30/11/2019



# VALORACIONES RENTA VARIABLE

# Una rentabilidad superior de EE. UU. que puede haber tocado techo

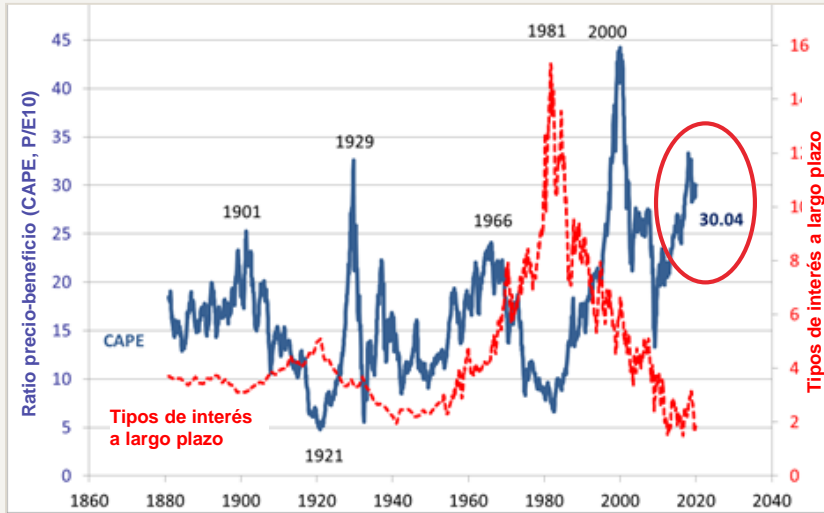


Fuentes: Bloomberg, ODDO BHF AM SAS | Datos a 30/11/2019

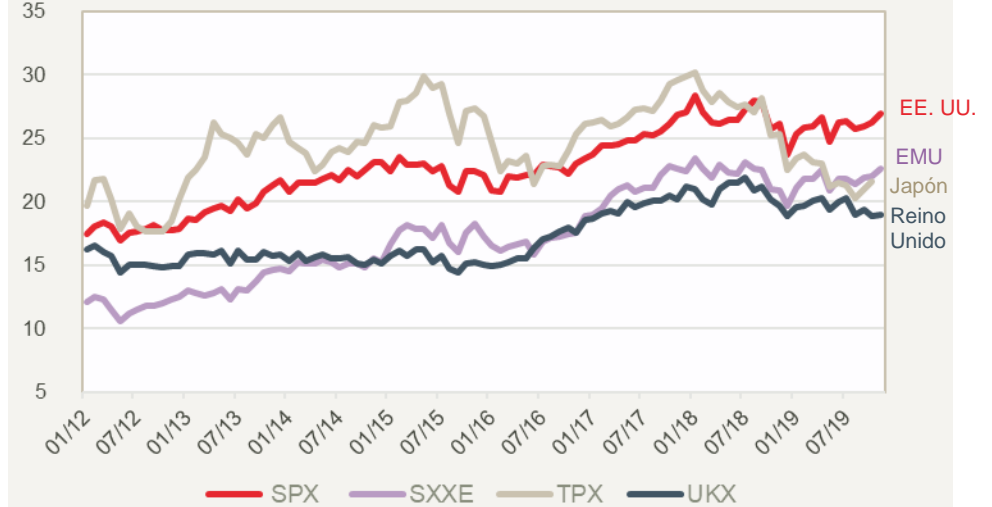
# Las acciones estadounidenses presentan valoraciones elevadas en términos absolutos y comparadas con las de otros mercados



EE. UU.: Ratios precio-beneficio de Shiller



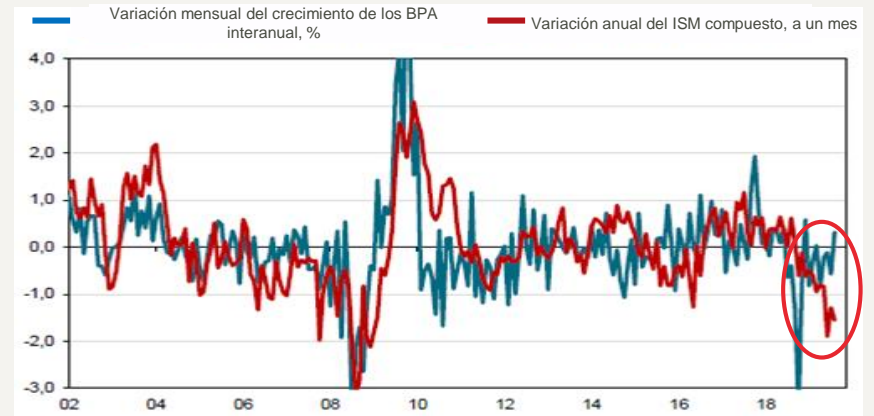
Precio-beneficio de Shiller\* EE. UU., zona euro, Japón y Reino Unido



EE. UU.: Rendimiento de los FCF - S&P 500



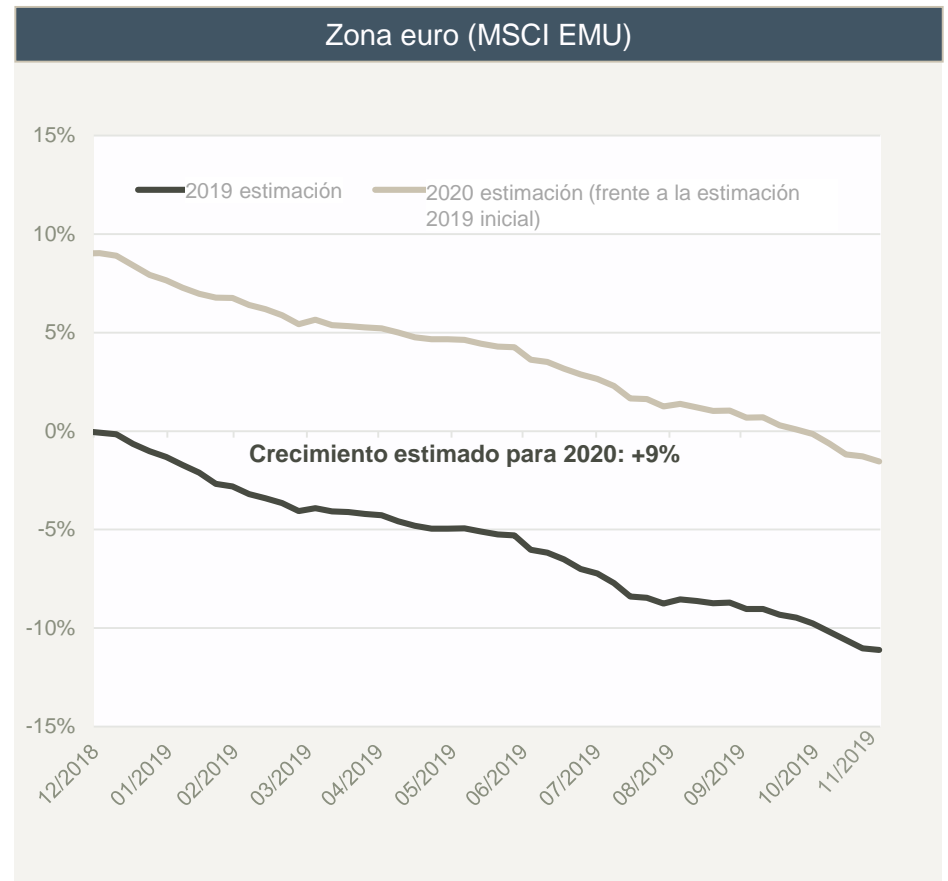
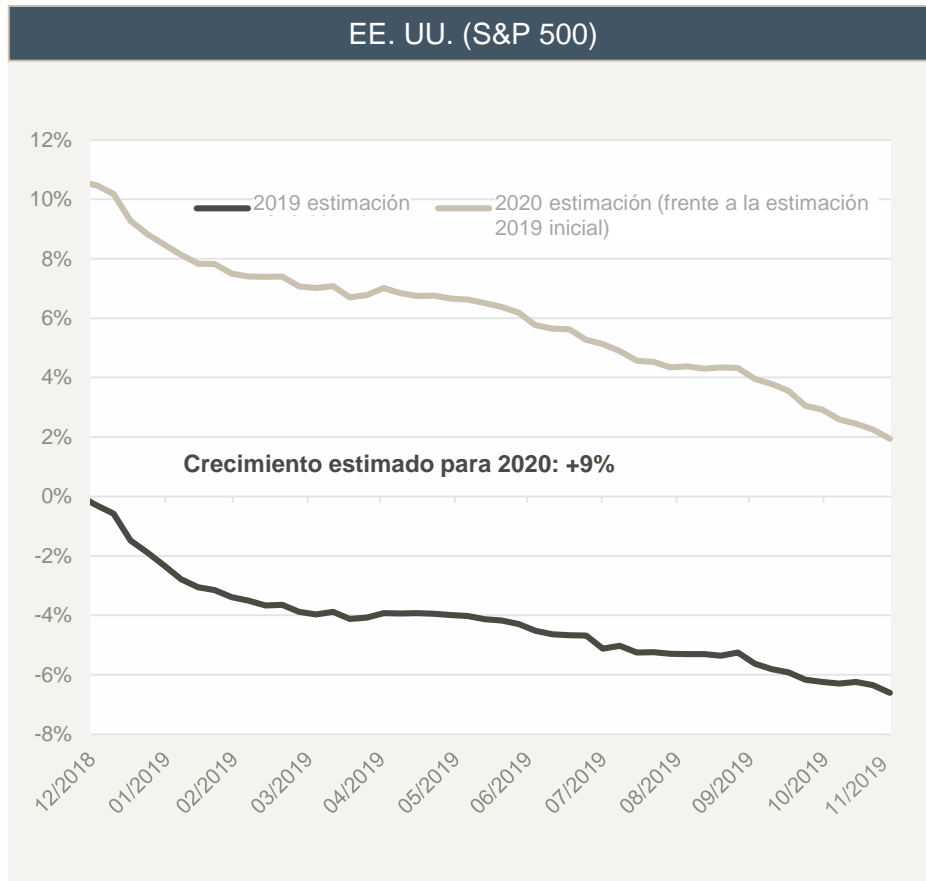
EE. UU.: ISM compuesto y crecimiento de los BPA



FCF: Flujos de caja libre |\* CAPE (precio-beneficio de Shiller): Ratio precio-beneficio ajustado al ciclo: se calcula dividiendo la capitalización bursátil entre la media del resultado neto de diez años, ajustado a la inflación

Fuentes: ODDO BHF AM SAS, NWM, Bloomberg | Datos a 30/11/2019 | Datastream, Exane Derivatives | R. Shiller/Yale

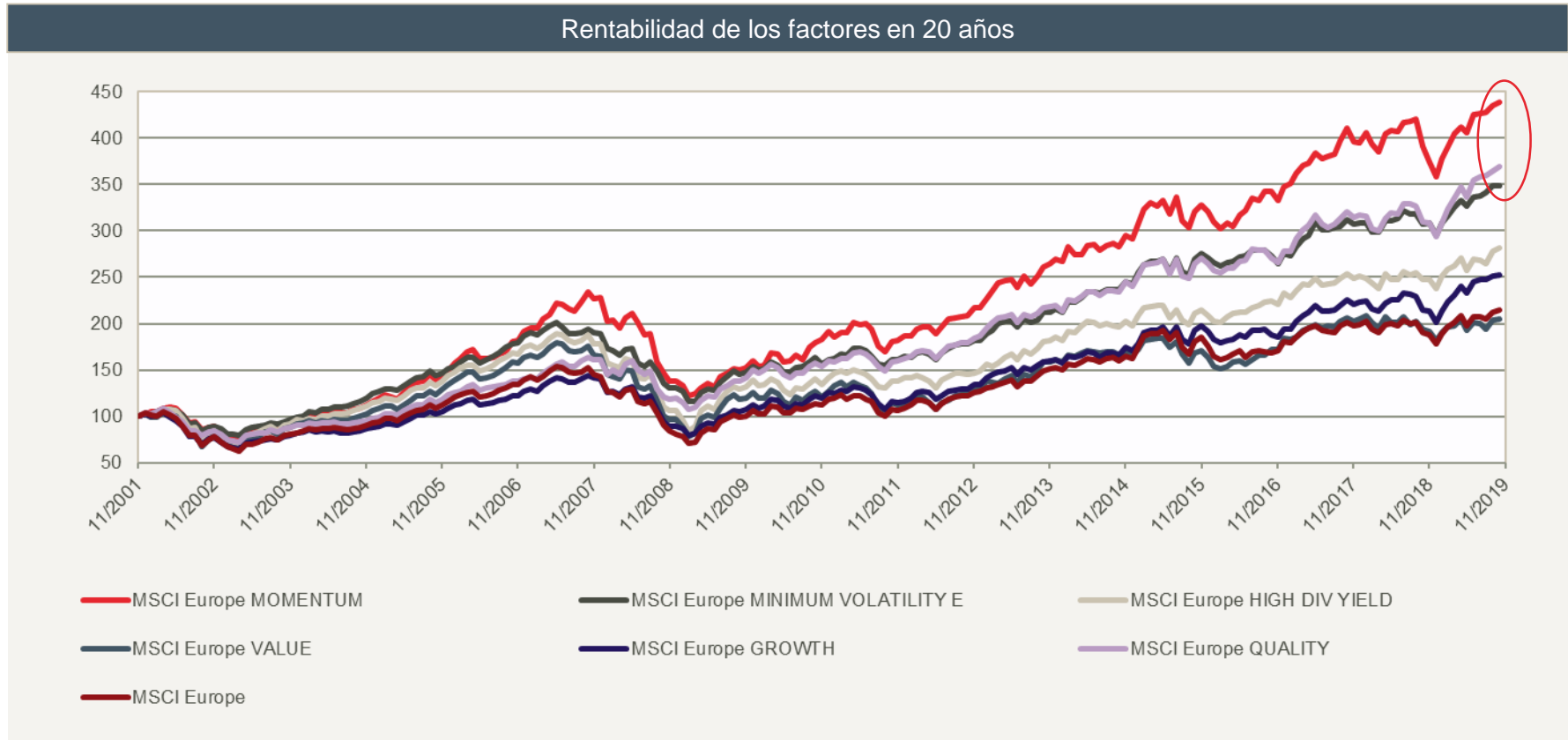
# Incertidumbre en cuanto a los resultados de las empresas y expectativas muy optimistas



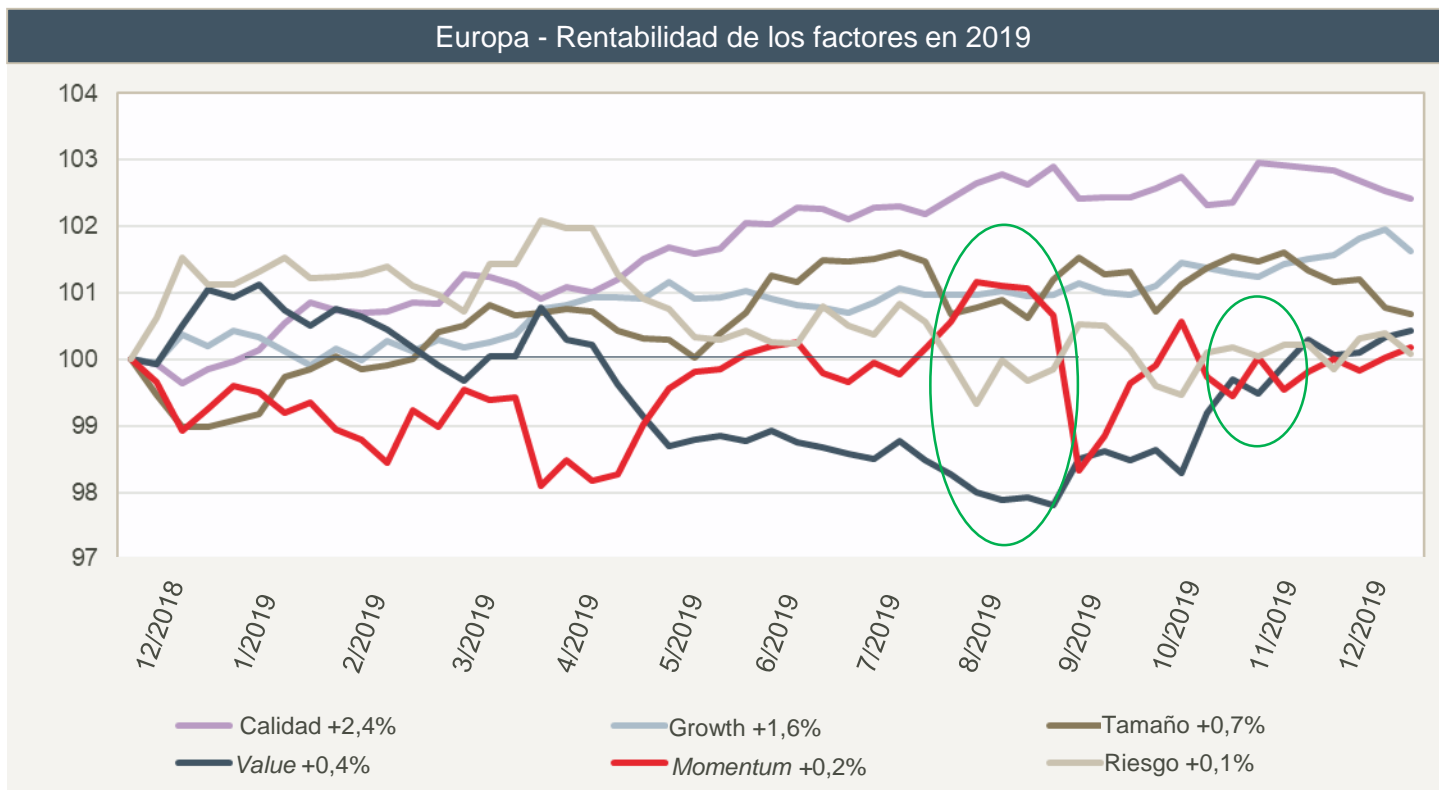
Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Bloomberg | Datos a 30/11/2019

# Una nueva perspectiva: el análisis factorial en Europa

## Rentabilidad superior del factor *momentum* en 20 años



# Un año 2019 marcado por una fuerte rentabilidad superior de las acciones de «calidad» y «crecimiento»





# Un paso en falso para el repunte de la rentabilidad del factor *value*



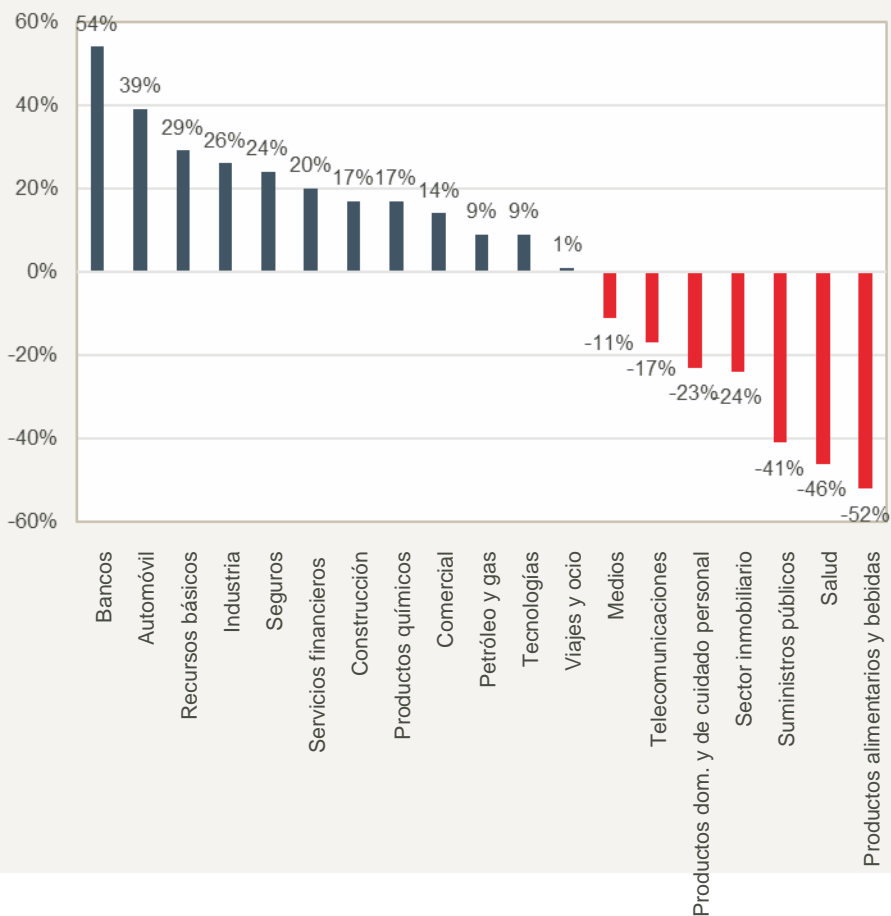
Europe: rentabilidad relativa del estilo *value* frente al *growth*



Pero que podría tomar forma con un vuelco positivo de los resultados de los valores cíclicos, esperado con la estabilización del crecimiento



Correlación de la rentabilidad con el tipo a diez años alemán



Mapa de calor de una rotación intrasectorial/sectorial

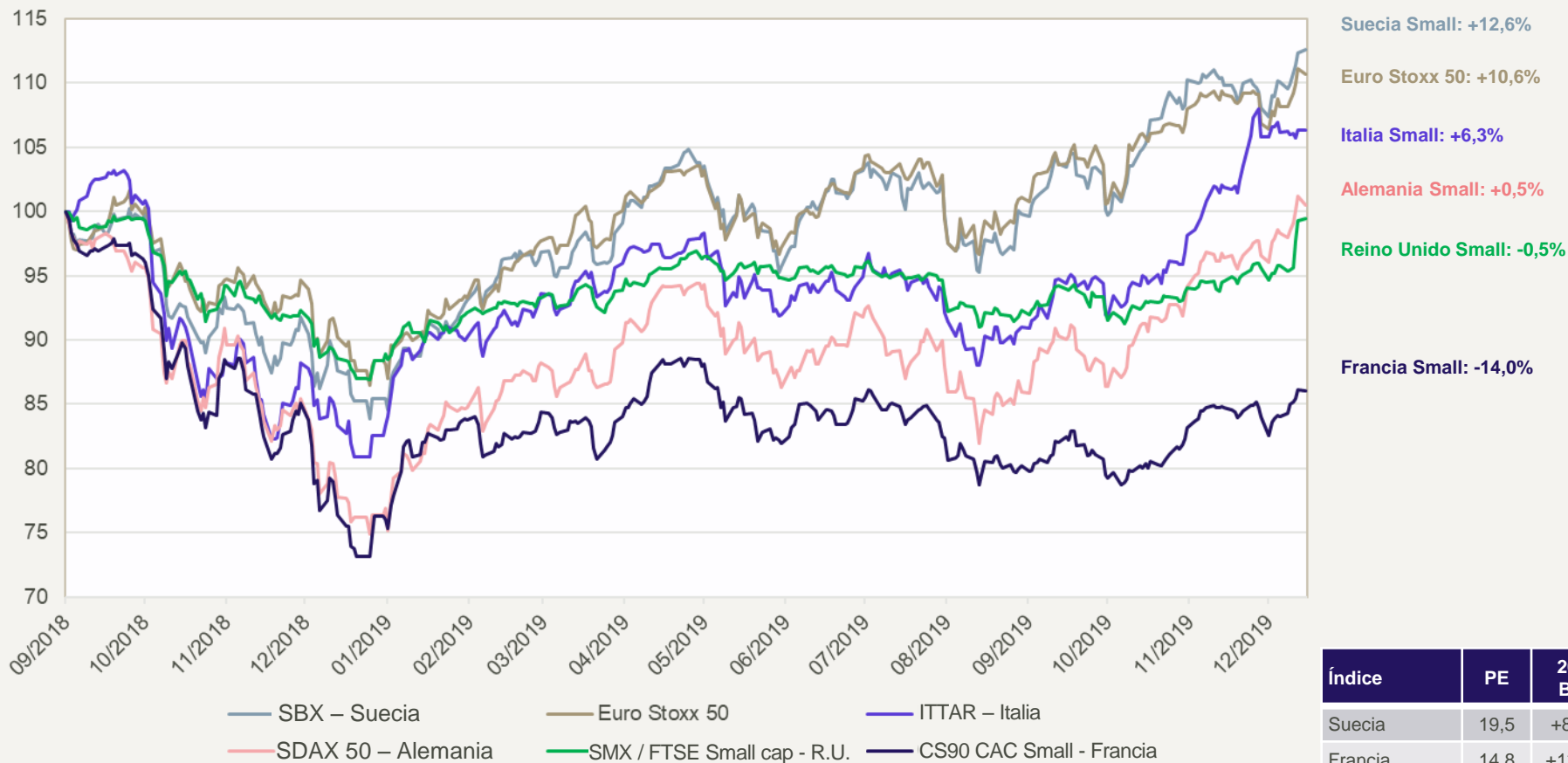
Rentabilidad	Value (precio-beneficio)	
	Ene-Ago	Sep-Oct
Mercado	-16,7	10,0
Bancos	-6,8	1,3
Automóviles	-6,3	-2,8
Recursos básicos	-12,0	0,9
Industria	-4,0	2,3
Seguros	-3,7	6,4

Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Exane BNP Paribas estimaciones, Bloomberg | Datos a diciembre de 2019

# Enfoque en el factor «tamaño»: el universo de valores de pequeña capitalización franceses, penalizado en Europa



Comparación de los índices *small cap* en Francia, Alemania, Reino Unido, Italia y Suecia



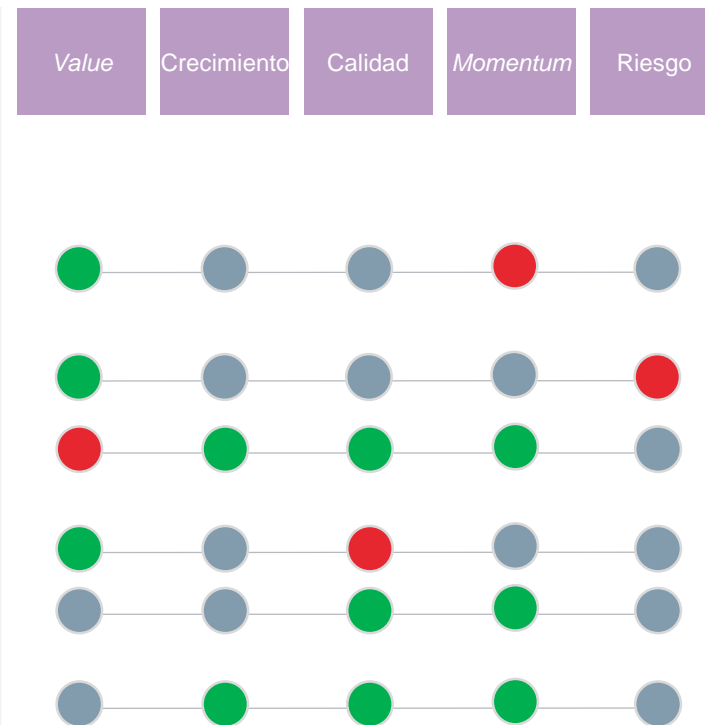
La rentabilidad histórica no constituye una indicación de beneficios futuros y puede mantenerse constante a lo largo del tiempo.

Fuentes: ODDO BHF AM | Datastream, Factset. Datos a 16/12/2019.

# ¿Por qué sectores apostar?



	Ratio precio-beneficio próximos 12 meses Dic. 2019	Crecimiento de los BPA 2017	Crecimiento de los BPA 2018	Crecimiento de los BPA 2019	Crecimiento de los BPA 2020	Rend. del dividendo	Rentabilidad YTD
STOXX Europe 600	14,6 x	21%	5%	3%	8%	3,6%	20,7%
<b>Materias primas</b>							
Petróleo y gas	11,4 x	83%	40%	-12%	17%	5,9%	2,6%
<b>Sectores cíclicos</b>							
Automóviles y piezas de repuesto	8,0 x	34%	-10%	-4%	9%	3,9%	16,5%
Tecnologías	21,5 x	11%	8%	10%	16%	1,4%	33,3%
<b>Finanzas</b>							
Bancos	9,0 x	49%	13%	1%	4%	5,9%	3,7%
Sector inmobiliario	18,1 x	12%	19%	0%	6%	3,9%	22,8%
<b>Sectores defensivos</b>							
Salud	17,9 x	4%	4%	7%	8%	2,7%	25,9%



● Favorable    ● Neutra    ● Desfavorable

Fuente: ODDO BHF AM SAS, FactSet. Datos a 2/12/2019 | Atención, puede haber disparidades dentro de estos sectores



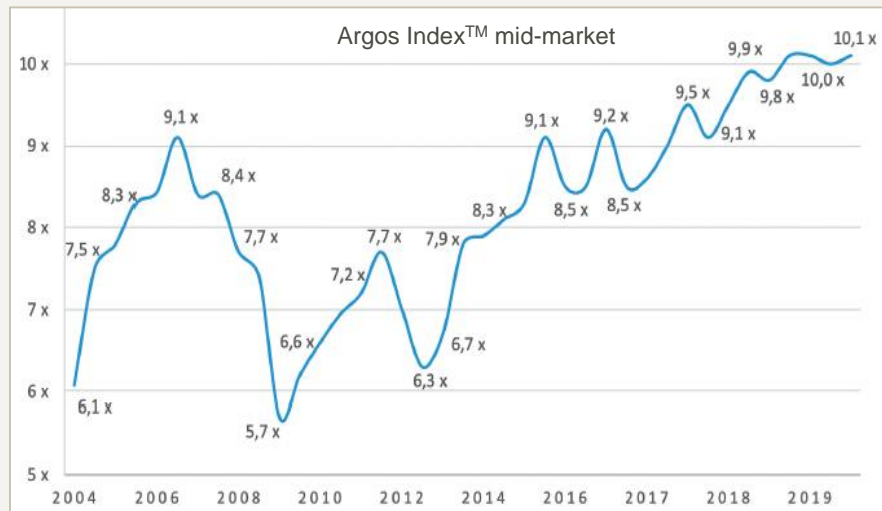
## *PRIVATE EQUITY*

# Enfoque en el capital riesgo (*private equity*)

En un contexto de reducción de las operaciones de fusiones y adquisiciones, los precios del mercado son elevados

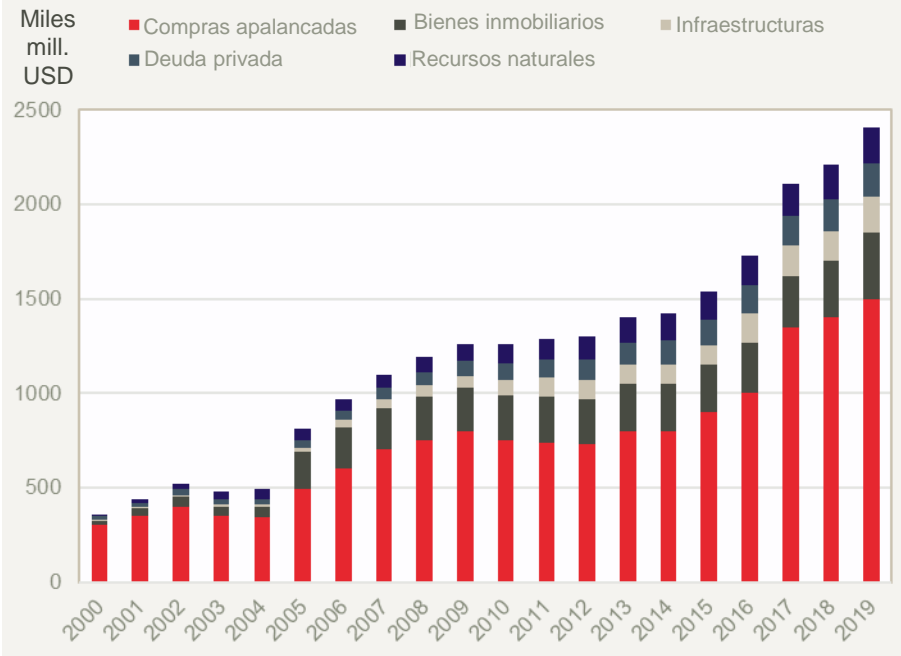


### Múltiplo VE/EBITDA medio en periodos sucesivos de 6 meses



**Las adquisiciones, más caras que nunca**

### Importes de inversión (Dry Powder) por los fondos de PE



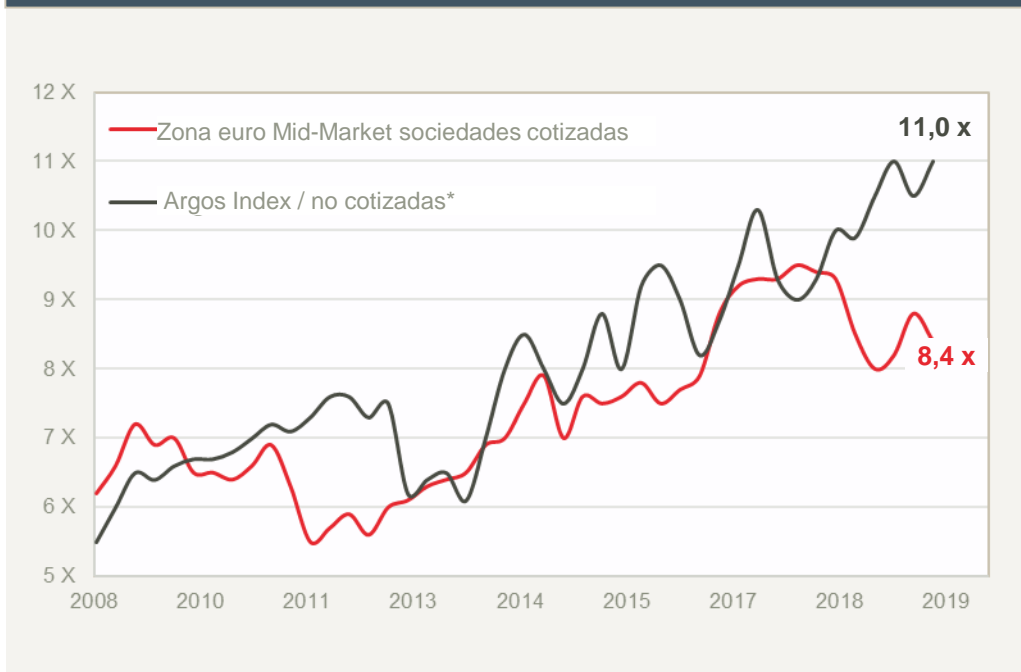
**Importes para invertir muy significativos: 2,5 bill. USD, de los cuales la mitad proviene de LBO**

# Una tendencia acentuada por los compradores estratégicos



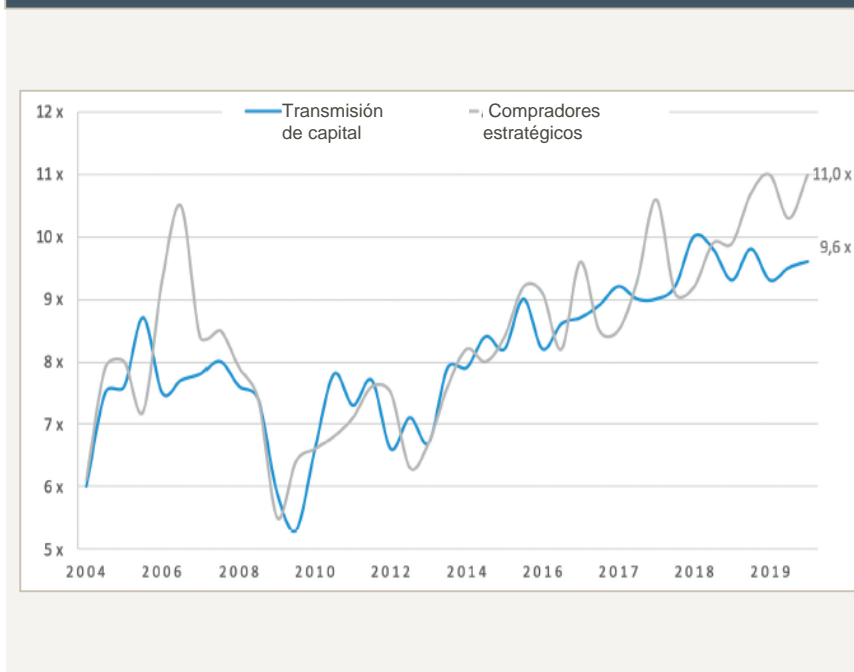
Los múltiplos han alcanzado un nivel récord de 11 veces el EBITDA para las no cotizadas frente a 8,4 para las *mid cap* cotizadas europeas

### Comparación entre los múltiplos *mid-market* cotizados y no cotizados



**La diferencia de valoraciones entre las cotizadas y no cotizadas nunca había sido mayor desde la crisis de 2008**

### Niveles de valoración – VE/EBITDA



**Los compradores estratégicos empujan las valoraciones al alza y provocan dispersión**

El descuento potencial en el mercado secundario permite seguir fuera de estos niveles de múltiplos

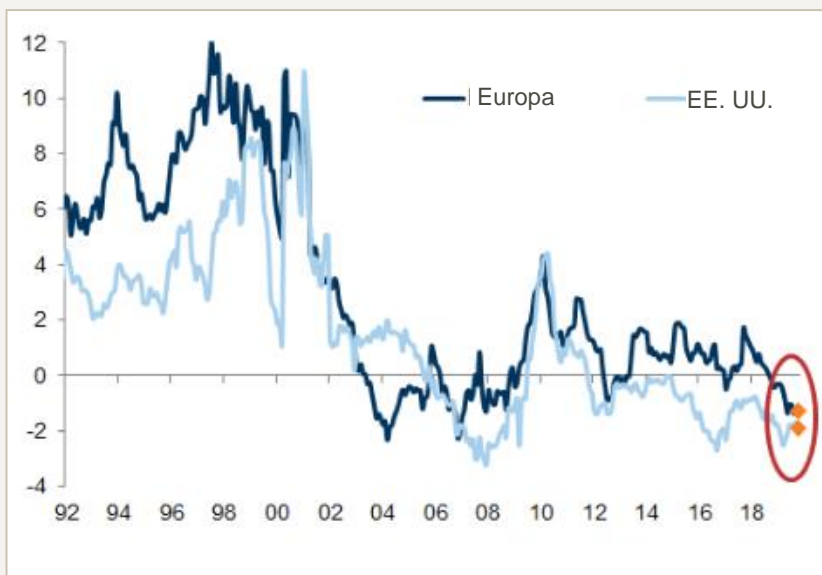
Múltiplo VE/EBITDA medio

Fuentes: ODDO BHF AM | Argos Index™ mid-market / Epsilon Research | Datos del tercer trimestre de 2019

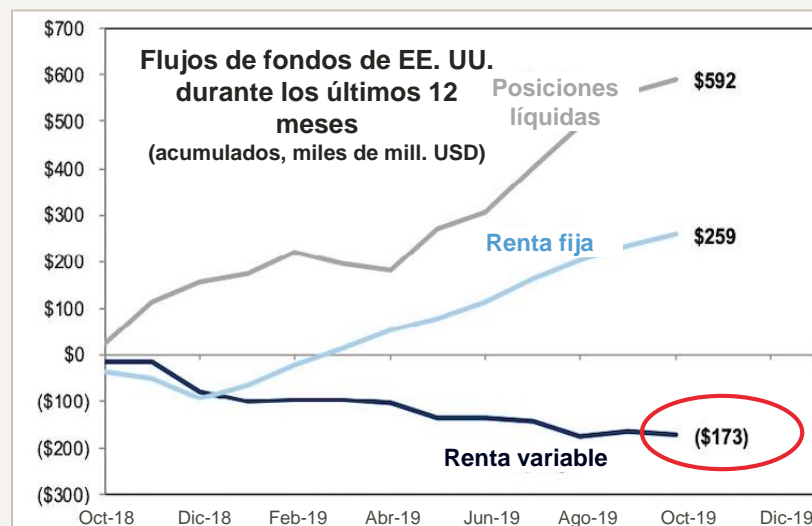
# Enfoque en los flujos - Las salidas de bolsa y una vuelta de los inversores podrían impulsar el mercado



Oferta/demanda de acciones en Europa



Flujos a EE. UU. en 12 meses









# 03

## NUESTRO POSICIONAMIENTO

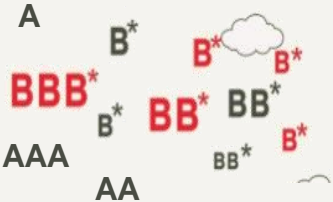



### Geografía






### Tipos y crédito






*Investment grade*



*High yield*  
B

### Renta variable




Valor

Crecimiento

Revisiones

Riesgo

Momentum



**Táctico**

Value

Peq. cap.

---

**Estratégica**

Calidad

### Sin cotizar





*Private equity*  
**primario**

Temática

---

*Private equity*  
**secundario**

Buyout

Fuente: ODDO BHF AM | Las opiniones expresadas en el presente documento corresponden a nuestras previsiones de mercado en el momento de la publicación del documento. Pueden variar en función de las condiciones de mercado y no comprometen en ningún caso la responsabilidad contractual de ODDO BHF AM SAS.

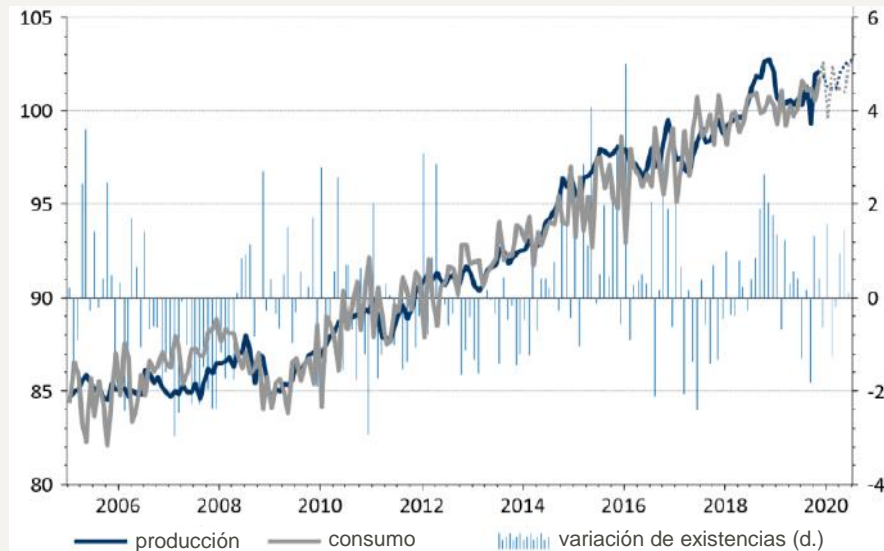
# ¿Qué sucede con las materias primas?



### Comportamiento del petróleo en 5 años (Brent)



### Consumo, producción y variación de las reservas de petróleo



En millones de barriles al día (previsiones de la AIE en puntos discontinuos)

La rentabilidad histórica no constituye una indicación de beneficios futuros y puede mantenerse constante a lo largo del tiempo.

Fuentes: ODDO BHF AM | Bloomberg. Datos a 6/1/2020. | Refinitiv Datastream, *Les cahiers verts de l'économie*



## Escenario central: Primeros signos de estabilización del crecimiento mundial. Alivio de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, pero los riesgos geopolíticos aumentan

### Europa

- Datos recientes muestran señales tímidas de que el sector industrial está tocando fondo, pero los primeros brotes verdes deben confirmarse en los próximos meses. La demanda interna sigue siendo muy fuerte
- La política monetaria flexible, prolongada hasta al menos 2021

### EE. UU.

La economía prosigue su buena marcha, a pesar de algunos obstáculos. Hasta ahora se ha contenido el posible efecto de contagio de las debilidades del sector manufacturero al sector de los servicios.

- Pausa de la FED después de que se haya hecho el ajuste de mitad de ciclo
- Incertidumbre derivada del aumento del proteccionismo y la regulación

65%

### Activos para sobreponderar



- Renta variable
- Crédito

### Activos para infraponderar



- Deuda soberana

### Estrategia



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

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

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

10%

### Activos para sobreponderar



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

### Activos para infraponderar



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

## Escenario alternativo: aumento del proteccionismo y contagio geopolítico

- La guerra comercial entre EE. UU. y China impacta en las cadenas de suministro globales
- Los riesgos geopolíticos se materializan (mercados emergentes, Oriente Medio, etc.)
- China: riesgos de reequilibrio económico
- *Brexit*: acuerdo después de las elecciones generales

25%

### Activos para sobreponderar



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

### Activos para infraponderar



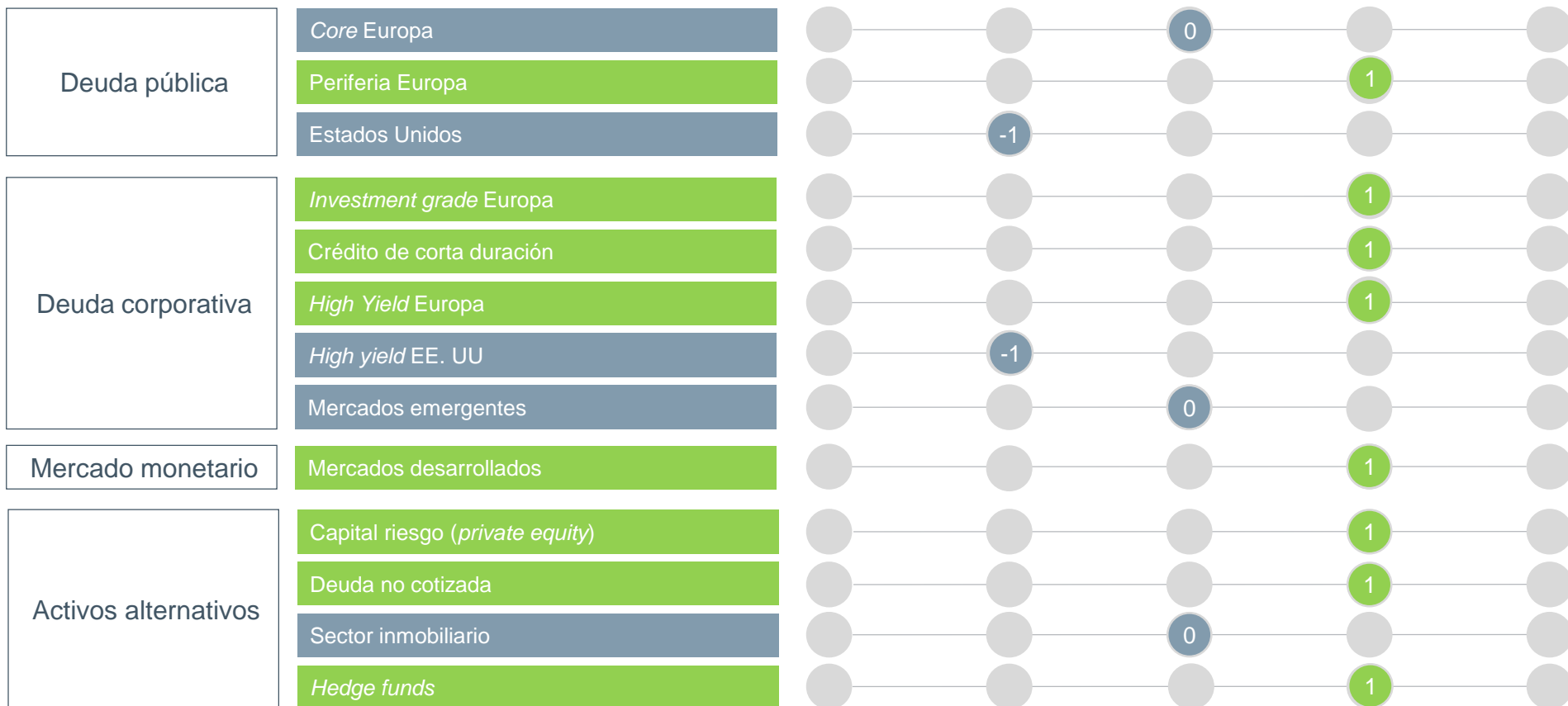
- Renta variable
- Crédito *high yield*

# Nuestras convicciones para cada clase de activos para los próximos seis meses



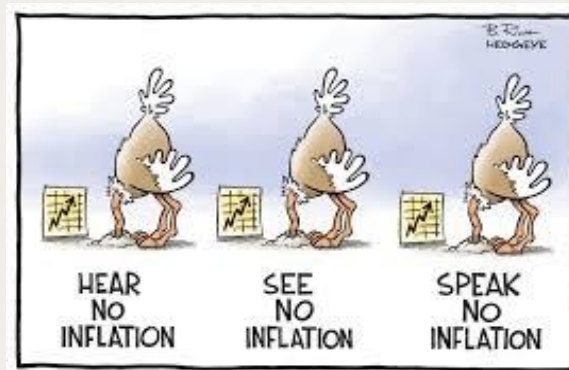
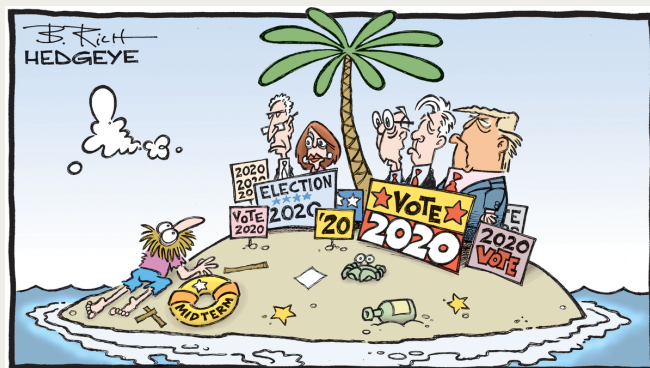
ODDO BHF AM | Datos a 09/01/2020 | Las opiniones expresadas en el presente documento se derivan de nuestros pronósticos de mercados a la fecha de publicación. Pueden variar dependiendo de las condiciones del mercado y ODDO BHF Asset Management SAS notendrá en ningún caso responsabilidad alguna con respecto a las mismas.

# Nuestras convicciones actuales para cada clase de activos



ODDO BHF AM | Datos a 09/01/2020 | Las opiniones expresadas en el presente documento se derivan de nuestros pronósticos de mercados a la fecha de publicación. Pueden variar dependiendo de las condiciones del mercado y ODDO BHF Asset Management SAS notendrá en ningún caso responsabilidad alguna con respecto a las mismas.

# Principales riesgos a tener en cuenta



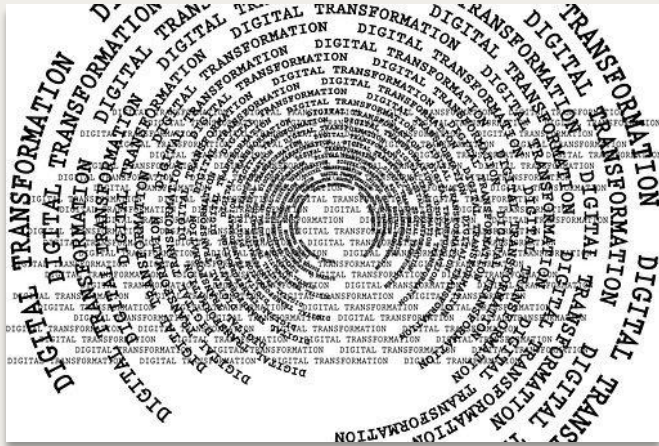


# 04

## NUEVAS MANERAS DE INVERTIR



Ante los cambios en nuestras sociedades y los riesgos a largo plazo, actualmente es fundamental replantearse la forma en que invertimos



### Análisis mediante inteligencia artificial

---

Anticiparse a las grandes tendencias de los próximos años y encontrar las empresas más prometedoras



### La contribución a la rentabilidad de la integración de criterios ESG

---

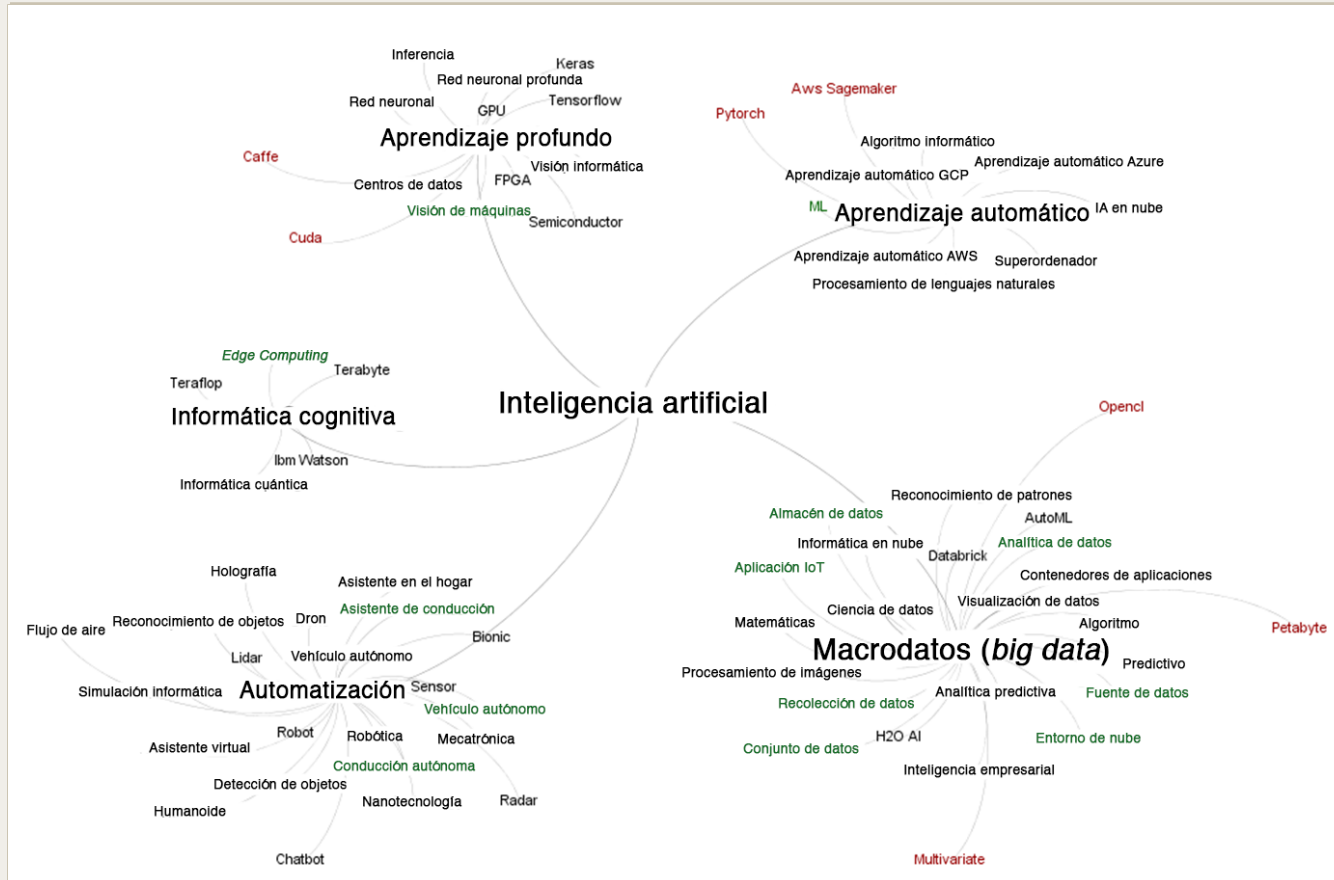
El análisis de los datos extrafinancieros (consideración de criterios ESG, informes de RSE, etc.) permite conocer más a fondo las empresas

# EL ANÁLISIS MEDIANTE LA INTELIGENCIA ARTIFICIAL



# Detectar las temáticas prometedoras gracias al análisis semántico y al *big data*

## Un ejemplo de la temática de la inteligencia artificial: en 2019, 13 nuevas palabras entraron en el campo semántico



Fuente: ODDO BHF AM SAS. Estos ejemplos no son recomendaciones de inversiones. Datos exclusivamente a título ilustrativo, a diciembre de 2019

Una calificación exacta de los valores, gracias al análisis de *big data*, que permite seleccionar las empresas más prometedoras de la temática de la IA



Nombre de empresa	Automatización	Macrodatos (big data)	Informática cognitiva	Aprendizaje profundo	Aprendizaje automático	Puntuación global	Clasificación	
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	Nueva
Keysight Technologies	0.01	0.09	-	0.10	0.00	0.21	13	Nueva
Micron Technology	0.03	0.01	0.00	0.14	0.03	0.20	14	Nueva
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	Nueva
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	Nueva

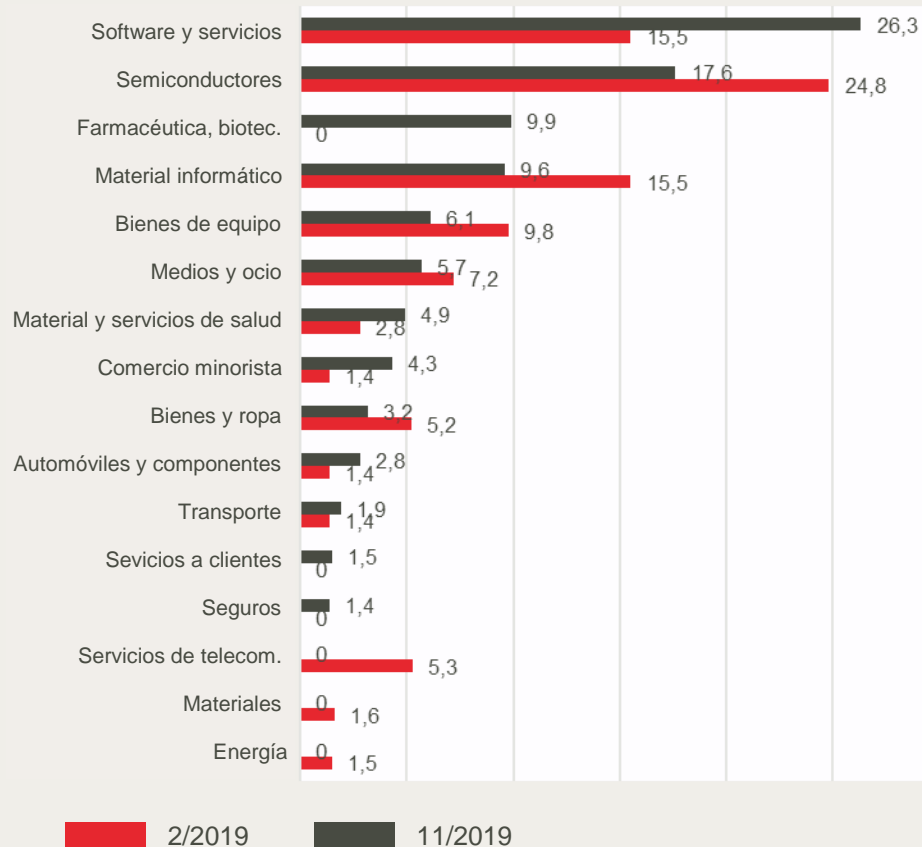
→ Variación con respecto a enero de 2019

Estos ejemplos no son recomendaciones de inversiones. Fuente: ODDO BHF AM SAS. | Datos de diciembre de 2019

# Resumen de los sectores que han evolucionado en la cartera y su impacto en la rentabilidad



## Comparación de los sectores en cartera (ponderación en %)



## Comparación de las principales posiciones en cartera

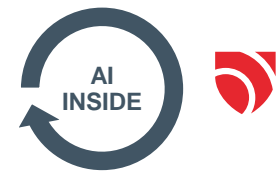
2/2019

Valor	Ponderación	Sector	País
<b>ROBOT</b>	2,09%	Electrodomésticos	
<b>ARISTA</b>	1,82%	Equipos de comunicación	
<b>GARMIN</b>	1,80%	Electrónica de consumo	
<b>mercury systems.</b>	1,80%	Industria aeroespacial y de defensa	
<b>WABCO</b>	1,79%	Maquinaria de construcción, maquinaria agrícola	

11/2019

Valor	Ponderación	Sector	País
<b>IAG</b> INTERNATIONAL AIRLINES GROUP	1,93%	Compañías aéreas	
<b>FORTINET</b>	1,90%	Software de sistemas	
<b>ST</b>	1,84%	Semiconductores	
<b>GUIDEWIRE</b>	1,83%	Software de aplicaciones	
<b>REGENERON</b>	1,81%	Biología	

Fuente: ODDO BHF AM SAS. Estos ejemplos no son recomendaciones de inversiones.



Creado en diciembre de  
**2018**



**68 mill. de €**  
en activos gestionados



**+ 30,2%** en 2019



**1T** desde principios  
de 2019

- Acciones internacionales expuestas a la temática de la inteligencia artificial
- **Un proceso que utiliza las tecnologías más modernas disponibles para un gestor de activos:** combinación de un análisis basado en la inteligencia artificial, de nuestro modelo cuantitativo multifactorial Algo 4 y de una revisión fundamental.
- **Los valores de pequeña y mediana capitalización, en el centro de la estrategia:** gracias al análisis de inteligencia artificial, el fondo puede encontrar empresas pequeñas y medianas prometedoras, que escapan del radar de los gestores fundamentales.
- **La diversificación, uno de los pilares de nuestro fondo:** diversificación por subtemática de la inteligencia artificial, por sector y por país
- El análisis de inteligencia artificial permite también **detectar rápidamente las nuevas tendencias** de la temática «Inteligencia artificial», así como los **cambios de confianza del mercado**

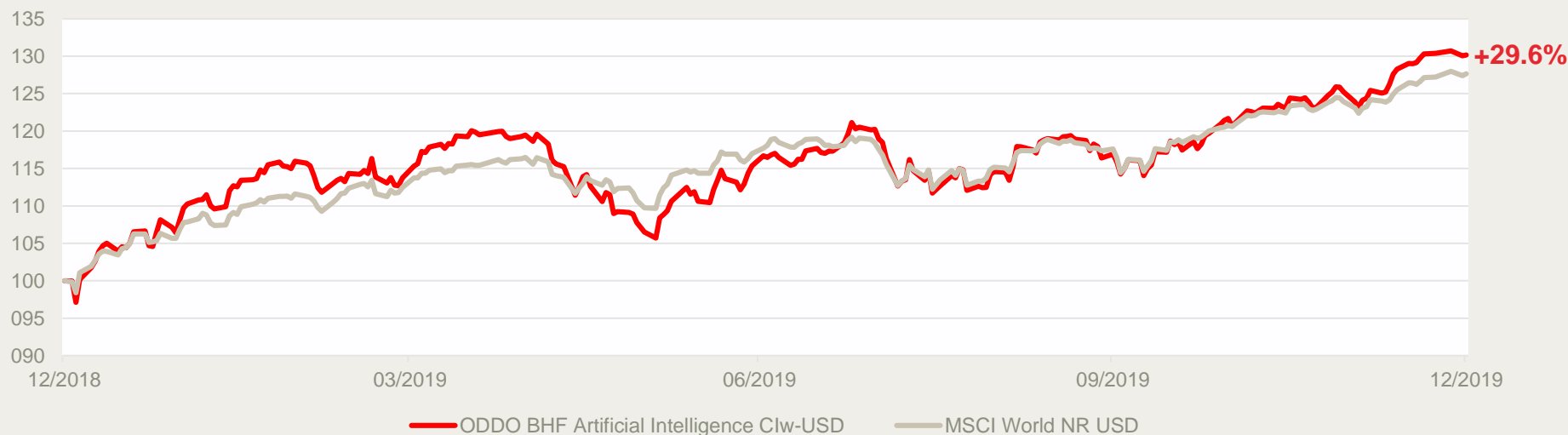
La rentabilidad histórica no es una indicación de la rentabilidad futura ni se mantiene constante a lo largo del tiempo.



## Rentabilidad anualizada desde su creación (en %)

de	19/12/2018			
a	31/12/2019			
<b>ODDO BHF Artificial Intelligence Clw-USD**</b>	<b>29.6%</b>	<b>Fondo (Clw-USD)</b>	Índice de referencia	Por información Categoría de Morningstar***
Índice de referencia	26.2%	Volatilidad a 1 año	10.1%	12.0%
Por información				
Categoría de Morningstar***	23.9%			

## Evolución de la rentabilidad desde su creación (base de 100)



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

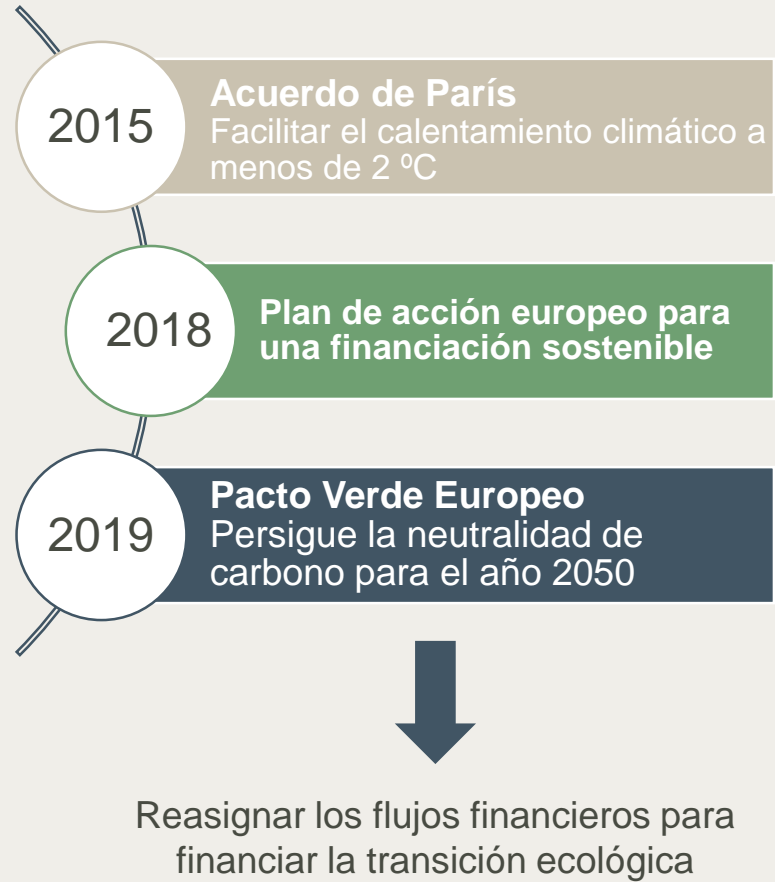
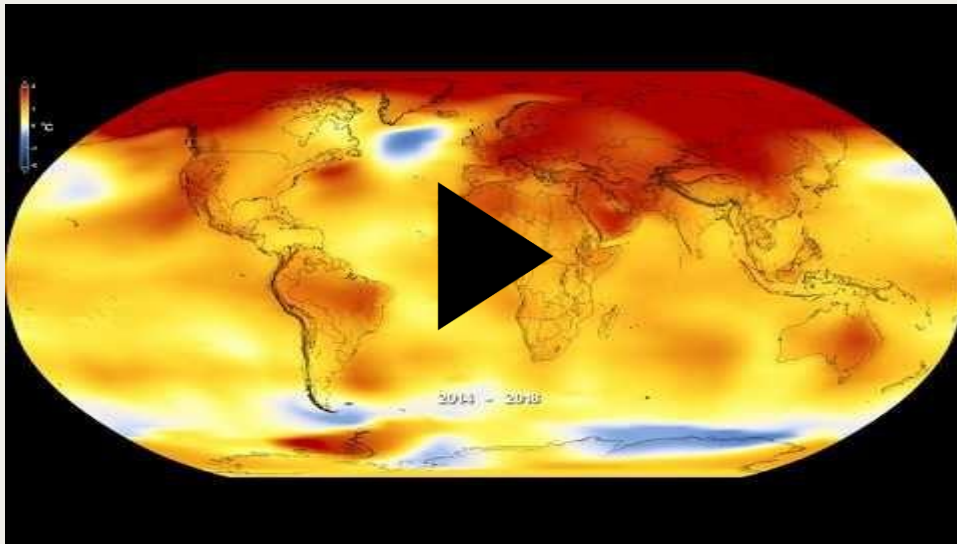
Este fondo presenta principalmente un riesgo de pérdida de capital.

Índice de referencia: 100% MSCI World NR USD. Fuente: ODDO BHF Asset Management SAS. Datos a 31/12/2019. \*Creación a 31/12/2019 \*\* Participación Clw-USD. Después de comisiones. El historial de rentabilidad de la participación CR-EUR es insuficiente para ser mostrado. \*\*\* Categoría de Morningstar: Global Large-Cap Blend Equity

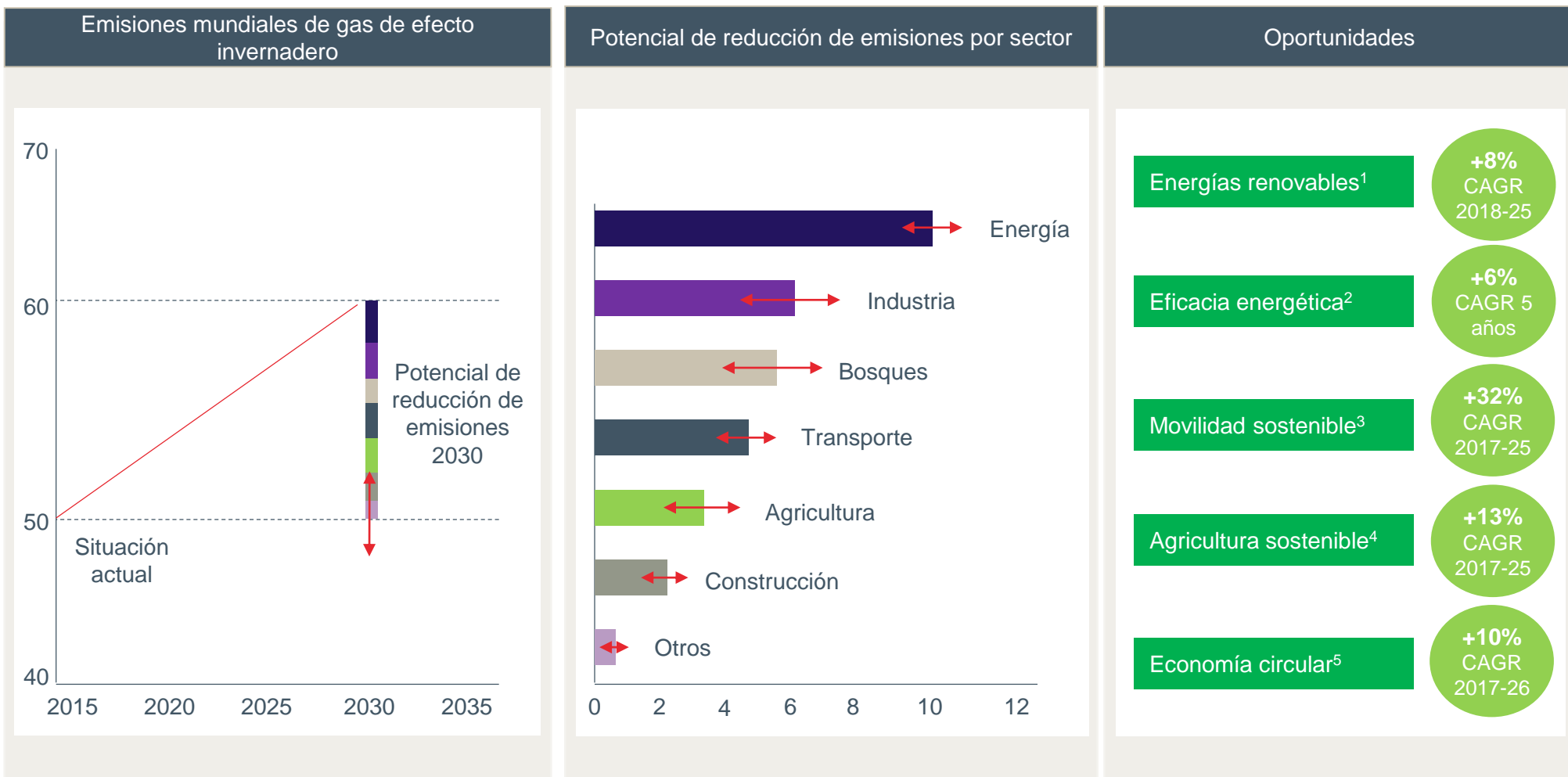
# LA CONTRIBUCIÓN A LA RENTABILIDAD DE LA INTEGRACIÓN DE CRITERIOS ESG







# La transición ecológica supone una oportunidad para los inversores



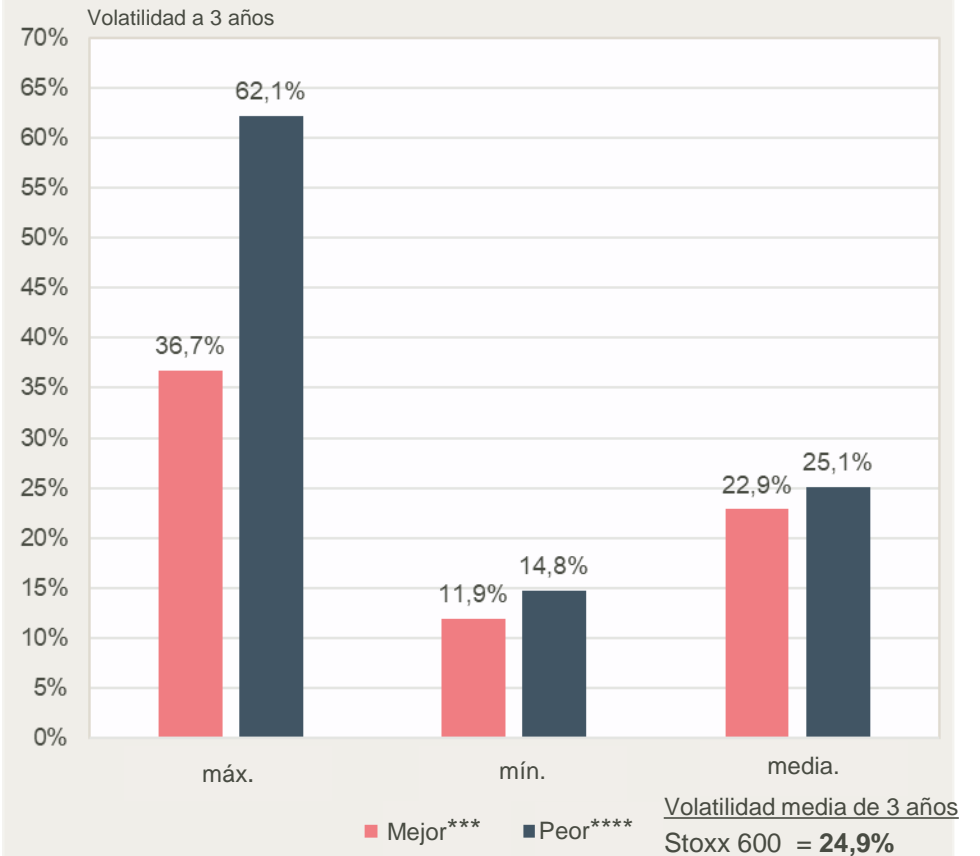
Fuentes: ODDO BHF AM SAS, <sup>1</sup> Agencia Internacional de Energía, noviembre de 2018, *World Energy Outlook 2019 – excluding conventional hydroelectric* | <sup>2</sup> Bloomberg, abril de 2019 – *2019 Sustainable Energy in America FactBook* | <sup>3</sup> Bloomberg New Energy Finance, octubre de 2018, *electric Vehicle Outlook 2018 – annual sales volume* | <sup>4</sup> Zion Market Research, junio de 2019, *Smart Agriculture Market by Agriculture Type* | <sup>5</sup> Research & Markets, febrero de 2019, *Water Treatment Technologies – Global Market Outlook (2017-206)*



## Gestión operativa: El capital humano, fuente clave de rentabilidad a largo plazo de las empresas



## Control: El gobierno corporativo, fuente clave de limitación de riesgos



Fuentes: ODDO BHF AM SAS, Factset, datos a 30/9/2019 \* 118 empresas; \*\* 103 empresas | \*\*\* 129 empresas; \*\*\*\* 79 empresas



## Un ejemplo: Schneider Electric

45% de la cifra de negocio vinculada a la eficacia energética



Informe ESG



Fecha: 07/01/2020  
Sector: Bienes de equipo  
Domicilio: FRANCIA

**ABB Ltd**

### Rentabilidad global



## Un ejemplo: ABB Ltd

57% de la cifra de negocio vinculada a la eficacia energética y las energías limpias



Informe ESG



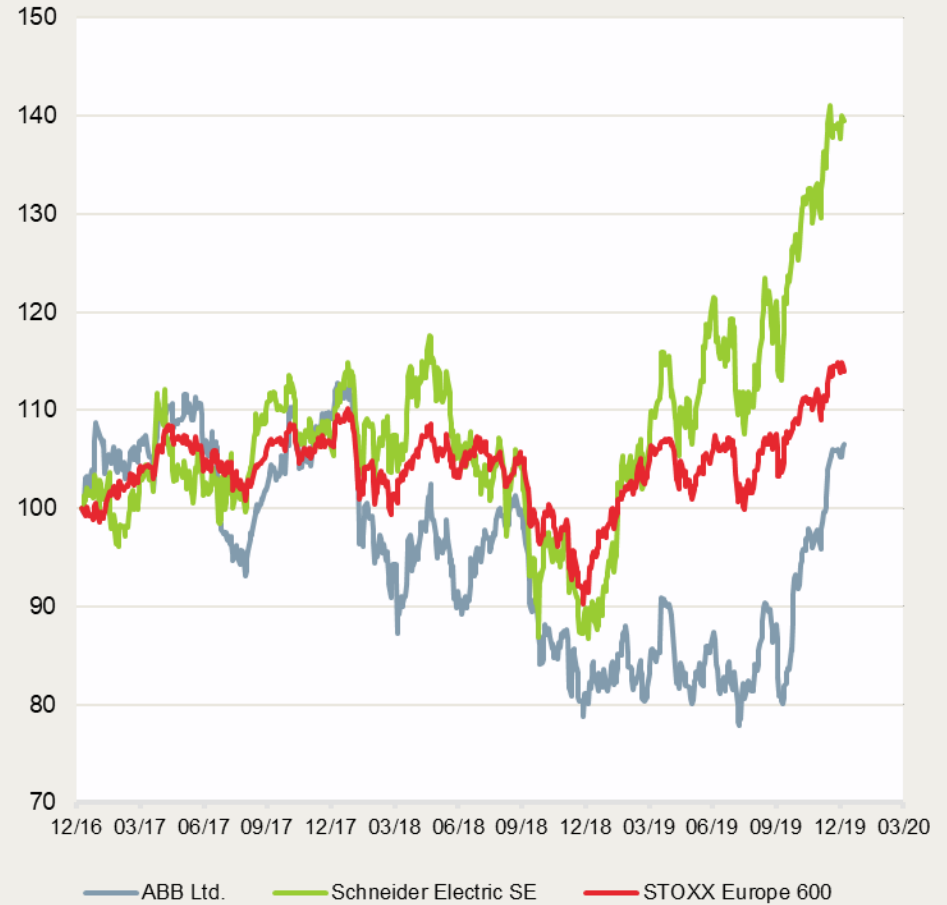
Fecha: 07/01/2020  
Sector: Bienes de equipo  
Domicilio: SUIZA

**ABB Ltd**

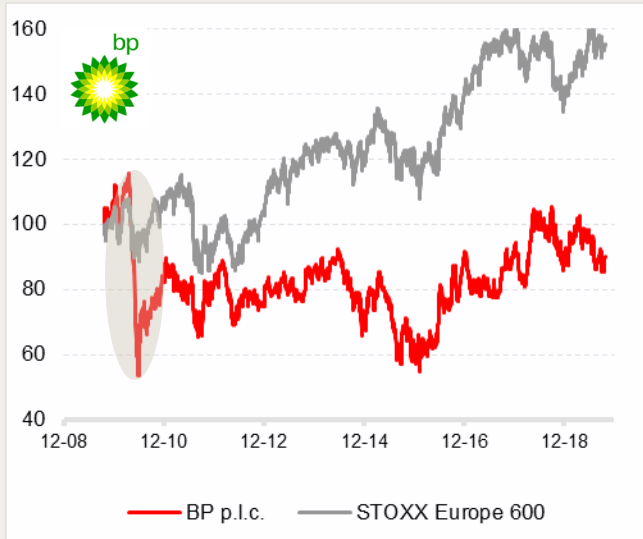
### Rentabilidad global



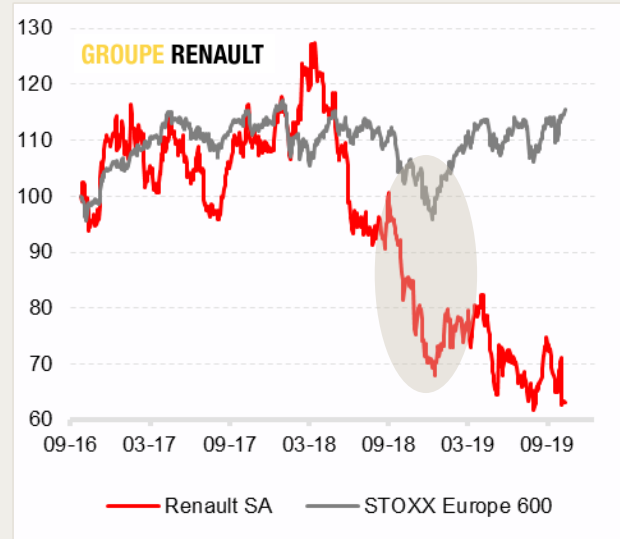
## Rentabilidad a 3 años



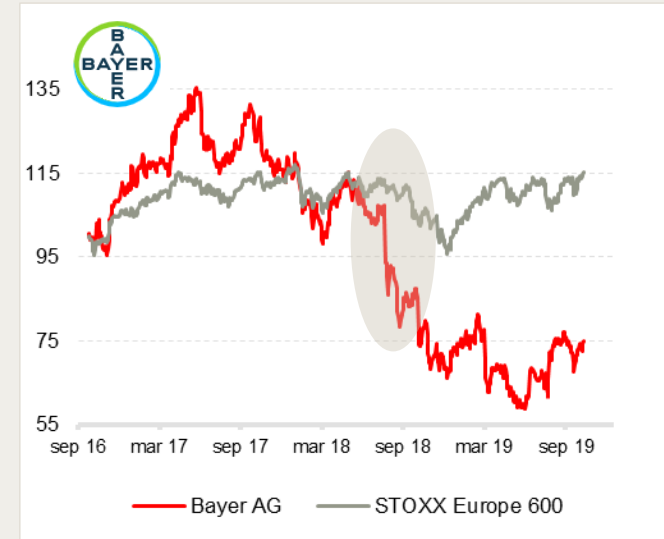
# Importancia financiera de las controversias



El 20 de abril de 2010, la plataforma petrolera Deepwater Horizon explotó, poniendo en duda inmediatamente la política de seguridad de BP. Por primera vez se admitió la responsabilidad medioambiental de un grupo y BP se vio obligada a pagar más de 50.000 millones de dólares en multas y daños e intereses entre 2010 y 2015.



En noviembre de 2018, el presidente y director general de la Alianza Renault-Nissan, Carlos Ghosn, fue detenido en el aeropuerto de Tokio tras una investigación sobre una posible ocultación de ganancias. En enero de 2019, fue obligado a dimitir del cargo. En junio de 2019, una auditoría interna reveló gastos sospechosos en la filial neerlandesa.



Bayer completó la adquisición de Monsanto en mayo de 2018, con un buen número de litigios en curso. En junio de 2018 se emitió un primer fallo condenatorio, seguido de otro en marzo de 2019, lo que hizo crecer el temor a una demanda colectiva. En abril de 2019, el 55% de los accionistas votaron en contra de la estrategia de la dirección general del grupo.

# Nuestro enfoque sostenible



9.500 mill. de euros en activos gestionados incluyen criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG)



## INTEGRACIÓN DE CRITERIOS ESG

- Un enfoque *Best-in- Universe*, con una escala de calificación interna basada en el análisis de factores ESG
- Una calificación que influye directamente en la construcción de las carteras, con enfoque en el capital humano y el gobierno corporativo



## DIÁLOGO CON LAS EMPRESAS

- Reuniones periódicas con las empresas
- Participación en la iniciativa global Climate Action 100+ con las empresas mas contaminantes



## ENFOQUE CLIMÁTICO

- Medición cuantitativa de la intensidad de carbono
- Medición cualitativa de la contribución de la cartera a la transición energética hacia una economía con bajas emisiones de carbono



## COMPROMISOS

- Firmante de los PRI desde 2010
- Cumplimiento del Tratado de Ottawa de 1997 y de la Convención de Oslo de 2008
- Miembro fundador del FIR
- Miembro del FNG



## POLÍTICA DE VOTACIÓN

- Voto sistemático haciendo hincapié en el análisis del gobierno corporativa y la gestión del capital humano



# Tabla de previsiones



PREVISIONES - CRECIMIENTO DEL PIB REAL*													
	Media			2019				2020				Consenso ,**	
	2018	2019	2020	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	2019	2020
Mundo	3.7	3.1	2.9										
EE. UU.	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
UEM	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
Alemania	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
Francia	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
Italia	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
España	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
Reino Unido	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
Japón	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 (% interanual)	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

\* tasa anualizada interan. o intertr.

\*\* 9 de diciembre de 2019

PREVISIONES - TIPOS Y DIVISAS												
	Real	Objetivo		Último 5 años*		Media						
	06/12/2019	3M	12M	Alta	Baja	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
<b>Tipo oficial</b>												
Fondos de la Fed	1.75	1.75	1.75	2.50	0.25	0.27	0.52	1.13	1.96	2.31	1.75	
Tipo de depósito BCE	-0.50	-0.50	-0.50	-0.20	-0.50	-0.20	-0.38	-0.40	-0.40	-0.43	-0.50	
<b>Tipo a 10 años</b>												
Letra del Tesoro de EE. UU.	1.8	1.8	2.0	3.2	1.5	2.1	1.8	2.3	2.9	2.1	1.9	
Bund alemán	-0.3	-0.3	-0.2	0.8	-0.6	0.5	0.1	0.4	0.5	-0.2	-0.3	
OAT francés	0.0	0.0	0.0	1.2	-0.3	0.8	0.5	0.8	0.7	0.1	0.0	
<b>Divisas</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	

\* media mensual

# Perfiles de riesgo y características del fondo



<b>PAÍS DE REFERENCIA</b>	Francia, Italia, Alemania, Suiza, España, Luxemburgo, Suecia, Finlandia, Noruega			
<b>Características generales</b>				
<b>Nombre del fondo</b>	<b>ODDO BHF Artificial Intelligence</b>			
Índice de referencia	MSCI World NR en USD			
Objetivo de gestión	Lograr la revalorización del capital invirtiendo en acciones internacionales cotizadas con exposición a la gran tendencia mundial de la «inteligencia artificial».			
Horizonte de inversión recomendado	5 años			
Fecha de creación	19 de diciembre de 2018			
Admisibilidad al plan de ahorro en acciones PEA	No			
Categoría de Morningstar™				
<b>Clases de participaciones</b>	<b>CR-EUR</b>	<b>CR-EUR [H]</b>	<b>CR-USD</b>	<b>CRw-EUR [H]</b>
Código ISIN	LU1919842267	LU1833932608	LU1833932780	LU1833933085
Código Bloomberg				
Moneda	Euro	Euro	Dólar	Euro
Asignación de resultados	Capitalización	Capitalización	Capitalización	Capitalización
Suscripción mínima (inicial)	100 EUR	100 EUR	100 EUR	100 EUR
Comisión de suscripción			5% (máximo)	
Comisión de reembolso	Ninguna	Ninguna	Ninguna	Ninguna
Gastos de gestión fijos	1,6% como máx. del valor neto	1,6% como máx. del valor neto	1,6% como máx. del valor neto	1,9% como máx. del valor neto
Comisión de rentabilidad superior	20% como máximo de la rentabilidad superior al índice de referencia si la rentabilidad del fondo es positiva	20% como máximo de la rentabilidad superior al índice de referencia si la rentabilidad del fondo es positiva	20% como máximo de la rentabilidad superior al índice de referencia si la rentabilidad del fondo es positiva	Ninguna
<b>Estructura e información técnica</b>				
Forma jurídica	SICAV			
Sociedad gestora	ODDO BHF AM SAS			
Depositario	Caceis Bank Luxembourg (Luxembourg)			
Suscripciones/Reembolsos	Diariamente a precio desconocido hasta las 16:00 (París)			
Frecuencia de valoración	Diaria			
<b>ODDO BHF Artificial Intelligence</b>	Riesgo de pérdida de capital, riesgo de renta variable, riesgo relacionado con la inversión en valores de mediana capitalización, riesgo de tipos de interés, riesgo de crédito, riesgo relacionado con la gestión discrecional, riesgo de volatilidad, riesgo de contraparte, riesgo de liquidez de los activos subyacentes, riesgo de modelización, riesgo relacionado con el uso de instrumentos financieros a plazo, riesgo de tipos de cambio, riesgo de divisas, riesgo de mercados emergentes.			

**Se recomienda a los inversores que consulten el Documento de datos fundamentales para el inversor y el folleto de los fondos para conocer en detalle los riesgos a los que están expuestos los fondos.**





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

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

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

e inversión de ODDO BHF AM – Enero 2020