

# ORIENTACIONES Y ESTRATEGIA

BOLETÍN MENSUAL

N.º 190  
MAYO DE 2018

Fecha de redacción:  
11/05/2018



## EL PETRÓLEO: PERSPECTIVAS Y REPERCUSIONES

Las previsiones de consenso de principios de año parecían bastante claras, con un precio del barril del petróleo que, según la mayoría de los bancos de inversión, iba a fluctuar dentro de un rango bastante estrecho de entre 50 y 65 dólares. Estas previsiones se basaban en general en los argumentos siguientes:

- Por una parte, Arabia Saudí iba a mantener los recortes de la producción que fueran necesarios para respaldar los precios, en anticipación de la introducción en bolsa de Aramco prevista en un plazo de 12-18 meses.
- Y por otra, cualquier incremento importante del precio del barril iba a provocar un aumento de la oferta del petróleo de esquisto estadounidense, lo que efectivamente limitaría el potencial de apreciación del barril.

No obstante, la cotización del barril del petróleo no ha cesado de aumentar desde principios de año, con un avance del 20 % y un Brent que supera el nivel de los 77 dólares, bastante superior a las previsiones de inicios de 2018. Creemos que ello se debe a varios motivos. Primero, cabe destacar las revisiones al alza del crecimiento mundial desde principios de año, lo que hace aumentar la demanda de petróleo prevista. Segundo, el petróleo de esquisto de EE. UU. es un petróleo ligero de baja densidad, lo que limita su potencial para compensar una reducción de la oferta de petróleo de la OPEP; efectivamente, resulta más caro de refinar, exige más inversiones y su rendimiento es menor al de los petróleos más pesados. Por último, algunos sucesos específicos han afectado a países productores como Venezuela o Angola, lo que ha limitado la oferta de petróleo.

¿Van a desaparecer estas razones a corto plazo? Nos inclinamos por responder que no y, por consiguiente, por pensar que es improbable que la cotización del barril aminore significativamente en los próximos meses. ¿Cuáles son las consecuencias de este precio elevado del barril? La primera es evidente, con un incremento previsto de la inflación en los próximos meses, lo que reafirma nuestra opinión positiva sobre las tasas de inflación de equilibrio. Así, la inflación estadounidense podría alcanzar el 3 % en julio de este año, por primera vez desde 2011. Otra consecuencia no tan inmediata sería un efecto negativo a medio plazo sobre el crecimiento mundial, es decir, lo contrario de lo sucedido tras la fuerte reducción de precios entre 2014 y 2016. No obstante, esto no se reflejaría hasta el año 2019 como muy pronto.

Por otra parte, consideramos que la estabilización de los indicadores macroeconómicos adelantados es tranquilizadora, lo que confirma nuestro escenario de un crecimiento mundial de en torno al 4 %. No obstante, reducimos nuestra exposición a la renta variable tras el avance considerable de los mercados en las últimas 6 semanas. Mantenemos una perspectiva alcista sobre la renta fija europea y una perspectiva positiva acerca de las tasas de inflación de equilibrio.



LA FRANÇAISE  
investing together



## REPASO A LA RENTA FIJA

### Un profundo cambio de paradigma que pone en entredicho la supervivencia de las marcas emblemáticas del sector...

El sector de la distribución tradicional se enfrenta actualmente a un importante cambio de paradigma, con la emergencia de actores especializados en la venta en línea como Amazon, Alibaba o Zalando. En este contexto, numerosas marcas insignia del sector experimentan importantes dificultades de explotación y los anuncios de procedimientos concursales se suceden por todo el mundo. El ejemplo más llamativo es el de Toys R Us, un símbolo de la distribución mundial de juguetes, que tenía un nivel de endeudamiento particularmente elevado desde hacía ya varios años antes de resultar afectado por la competencia de Internet y el cambio de los hábitos de consumo. Así, los partícipes de los bonos de Toys R Us 2018 han sufrido una pérdida irrecuperable de en torno al 85 % desde principios de septiembre de 2017 (fuente: Bloomberg). Los casos similares son numerosos: por ejemplo, Sears, una cadena de tiendas representativa de la sociedad de consumo de la postguerra, o Radio-Shack, especialista de la venta de productos electrónicos en Estados Unidos, así como, en Francia, Vivarte, propietaria entre otros de La Halle. Creemos que esta tendencia debería de proseguir en los próximos años, afectando especialmente a las empresas más endeudadas, como muestra la evolución de la tasa de impago en Estados Unidos de las empresas de categoría de alto rendimiento presentes en el sector, que ahora se sitúa en torno al 11,5 %.

**YTM DEL 8,3 %**  
del sector de la distribución  
HY en EE. UU.

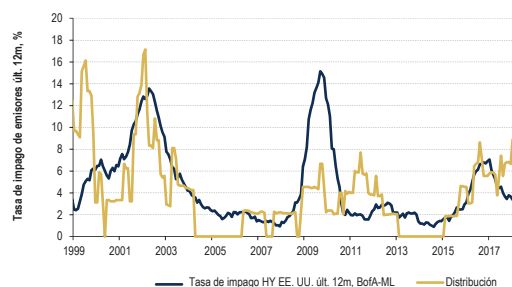
### ...pero que también presenta oportunidades de inversión

El sector de la distribución o minorista se ha convertido en el que ofrece el mayor rendimiento (en EE. UU., ofrece un YTM [rendimiento al vencimiento] medio del 8,3 %). Esta prima de rentabilidad parece atractiva, pero sin embargo las tasas de impago aumentan. Por consiguiente, hay que diferenciar bien para eliminar los títulos más expuestos al auge de la distribución «online»:

- 1) Por áreas geográficas: las presiones del sector «online» son mucho mayores en los EE. UU. que en Europa. Aún más: las empresas estadounidenses suelen reestructurar su deuda mucho más rápidamente. Por consiguiente, es conveniente sobreponderar Europa, excepto el sector minorista del Reino Unido.
- 2) Por sectores: el universo de las empresas de distribución de «high yield» puede dividirse en dos subsegmentos: el alimentario y el resto. Está claro que los actores del primero resultan mucho menos afectados. Asimismo, dentro del sector no alimentario, parece que determinados subsegmentos están menos expuestos a la competencia de Internet (instrumentos musicales, herramientas...)
- 3) Posicionamiento: las empresas más afectadas por el auge de Internet son los actores de gama media.
- 4) Posibles objetivos de adquisición: las tensiones experimentadas por el sector harán acelerar la concentración, por lo que conviene identificar cuáles son los posibles objetivos de adquisición.
- 5) Estructura accionarial: numerosos emisores necesitarán más fondos para respetar las cláusulas de sus préstamos bancarios y para invertir. Por consiguiente, habrá que dar prioridad a los activos en manos de accionistas con más capacidad de hacer frente a esta necesidad.

Por todo ello, nos gustan especialmente títulos como Burger King, Casino, Picard, SMCP o Supervalu (supermercados de EE. UU.), mientras que, en cambio, somos más prudentes con empresas como House of Fraser (grandes almacenes del Reino Unido), Fresh Markets (supermercados que compiten directamente con Amazon/Wholefood y propiedad de un fondo agresivo), New Look (moda de baja gama propiedad de un fondo desestabilizado por la caída de Steinhoff)...

### Tasas de impago globales del segmento HY de EE. UU. y del sector minorista HY de EE. UU.

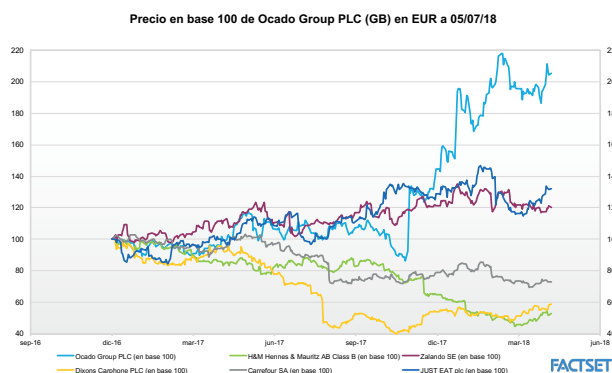


(Fuente: Bank of America)

## REPASO A LA RENTA VARIABLE

Desde 2017, asistimos a un perfecto ejemplo de «darwinismo económico» en el sector de la distribución. A lo largo de los años, las plataformas de distribución en línea han experimentado un auge hasta competir directamente con las empresas históricas. Para adaptarse a estos nuevos modos de consumo, hemos revisado nuestras herramientas de gestión para seguir este sector.

En 2017, el sector de la distribución europeo se rezagó en más de un 13 % con respecto al Stoxx Europe 600. La dicotomía de las rentabilidades bursátiles ilustrada debajo se debe ante todo a la creciente inquietud de los inversores sobre la capacidad de los actores tradicionales para mantener unos niveles satisfactorios de márgenes y de generación de flujos de tesorería. Por ejemplo, el margen de explotación de H&M ha pasado del 18 % en 2012 al 9 % previsto para este año.



### Los distribuidores históricos se encuentran atrapados entre:

- 1) Mantener la rentabilidad de sus puntos de venta físicos pese a una continua reducción de la frecuentación de sus tiendas;
- 2) Intentar aumentar su cuota de mercado en línea tratando a la vez de controlar su distribución (minimizando los socios externos como Amazon, Zalando, Asos...)

De momento, los actores históricos no logran convencer a los inversores sobre su capacidad de invertir esta tendencia. En Estados Unidos, sin embargo, algunos distribuidores como Walmart han acabado adaptándose y actualmente logran competir con Amazon en Internet.

### La tiranía de las plataformas

La emergencia de plataformas de Internet en distintos sectores ha desembocado a menudo prácticamente en un monopolio. Estas ofrecen la mejor selección de productos y atraen al mayor número de clientes. Invertimos en estas plataformas puesto que creemos que seguirán ganando cuota de mercado. También podrían ser objeto de compra por parte de multinacionales que deseen obtener una presencia en línea. Últimamente, el grupo de lujo Richemont ha adquirido Yoox - Net à Porter para desarrollar su canal de comercio electrónico.

No obstante, seguiremos muy atentos a su valoración, que podría alcanzar con rapidez unos niveles estratosféricos. En Europa, apostamos por Asos y Zalando en el sector de la moda y por Just Eat en el de la restauración.

### Los hábitos de consumo han cambiado

Son cada vez más digitales: las compras por Internet ahora forman parte integral del proceso de compra. Los consumidores se informan, se inspiran y comparan en línea antes de comprar en una tienda. Todos los sectores de consumo en sentido amplio resultan afectados, desde la distribución a los viajes y ocio, pasando por las telecomunicaciones y los medios de comunicación.

Numerosos actores del sector de lujo nos han confirmado que más del 80 % de sus clientes que compran en sus tiendas habían consultado anteriormente en Internet los productos que les interesaban.

A partir de esta constatación, hemos desarrollado unas competencias a partir de unas herramientas de análisis de datos que nos permiten obtener el tráfico estimado y distintos indicadores. Esto nos ayuda a estimar las dinámicas comerciales de las distintas marcas.



**LA FRANÇAISE**  
investing together

128, bd Raspail 75006 París - Francia  
Tel. +33 (0)1 44 56 10 00  
Fax +33 (0)1 44 56 11 00  
480.871.490 Registro mercantil de PARÍS

[www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)

Publicación editada por La Française,  
Sociedad anónima con comité de dirección  
y consejo de vigilancia, con un capital  
de 78.836.320 € - N.º registro mercantil:  
480.871.490

Directora de la publicación:  
Laurent Jacquier Laforge & Jean-Luc Hivert

Responsable de redacción:  
Caroline Babouillard

Editora jefe: Marion Lévêque

Diseño: Sylvia Chadi

La información incluida en este documento no constituye asesoramiento en materia de inversiones, una propuesta de inversión ni una incitación de clase alguna para operar en los mercados financieros. Las valoraciones formuladas reflejan la opinión de sus autores a la fecha de publicación y podrán variar posteriormente. En ninguna circunstancia podrá considerarse responsable al Grupo La Française por ningún daño directo o indirecto derivado del uso de la presente publicación o la información que contiene. Están prohibidas la reproducción, total o parcial, la difusión y la distribución a terceros de esta publicación sin previa autorización por escrito del Grupo La Française.