

ORIENTAMENTI E STRATEGIE

NEWSLETTER MENSILE

N° 190
MAGGIO 2018

Redazione conclusa
in data 11/05/2018



PETROLIO: PROSPETTIVE E CONSEGUENZE?

All'inizio dell'anno, il consensus sembrava abbastanza univoco, con un prezzo del barile che avrebbe dovuto oscillare, secondo la maggior parte delle banche d'investimento, in una forbice piuttosto stretta, compresa tra \$50 e \$65. Queste previsioni erano basate sulle considerazioni seguenti:

- da un lato, l'Arabia Saudita sembrava decisa a continuare a far leva su una riduzione della produzione, per sostenere il prezzo in vista dell'introduzione in borsa del titolo Aramco, prevista tra 12-18 mesi.
- dall'altro, ogni aumento significativo del prezzo del barile avrebbe condotto ad un aumento dell'offerta di shale oil statunitense, con una conseguente limitazione del potenziale di apprezzamento del greggio.

Ciononostante, il prezzo del barile ha continuato ad aumentare fin dall'inizio dell'anno, con un incremento del 20% e un Brent che supera ormai i \$77, attestandosi a un livello ben superiore alle previsioni. Uno scenario che, secondo noi, ha diverse spiegazioni. In primo luogo, vanno sottolineate le revisioni al rialzo della crescita economica globale dall'inizio dell'anno, la cui prima conseguenza è stata una crescita delle previsioni della domanda di petrolio. Va inoltre ricordato che lo shale oil in provenienza dagli Stati Uniti è un petrolio leggero e a bassa densità, che può compensare solo parzialmente il calo dell'offerta di petrolio in provenienza dall'OPEC; il greggio di scisto comporta infatti costi di raffinazione più alti, richiede maggiori investimenti e offre una resa inferiore rispetto a varietà più pesanti. Infine, alcuni eventi specifici hanno avuto un impatto su alcuni paesi produttori, come il Venezuela o l'Angola, limitando ulteriormente l'offerta.

Ora ci chiediamo se questi fattori sono destinati a scomparire a breve termine. Saremmo piuttosto inclini a dire di no e a pensare che il prezzo del barile non dovrebbe subire ribassi significativi, almeno per qualche mese. Ma quali sono le conseguenze dei prezzi elevati del greggio? La prima è evidente, con un'inflazione attesa in aumento nei prossimi mesi, a supporto delle nostre previsioni positive sui "break-even" d'inflazione. L'inflazione statunitense potrebbe così attestarsi al 3% nel luglio di quest'anno, per la prima volta dal 2011. Un'ulteriore conseguenza, meno immediata, sarà un impatto negativo sulla crescita mondiale, con un effetto inverso rispetto a quello registrato dopo il forte calo dei prezzi, dal 2014 al 2016. Come già detto, questa ipotesi è meno immediata e non dovrebbe concretizzarsi prima del 2019.

Troviamo d'altronde rassicurante la stabilizzazione degli indicatori macroeconomici, che conferma il nostro scenario di una crescita mondiale vicina al 4%. Tuttavia, dopo il rialzo significativo dei mercati delle ultime 6 settimane, abbiamo deciso di ridurre la nostra esposizione alle azioni. Allo stesso tempo, conserviamo una prospettiva al rialzo sui tassi europei e una visione positiva sui "break-even" d'inflazione.



LA FRANÇAISE
investing together



SUL FRONTE DEI TASSI...

Un profondo cambiamento di paradigma, che rimette in causa l'esistenza dei grandi nomi del settore...

Il settore della distribuzione tradizionale fa oggi fronte a un cambiamento dirompente di paradigma, con l'emergere di player specializzati nell'e-commerce, come Amazon, Alibaba o Zalando. In questo contesto, numerosi grandi nomi della distribuzione evidenziano notevoli difficoltà operative e gli annunci di richiesta di amministrazione controllata si succedono, da un punto all'altro del pianeta. L'esempio più clamoroso è quello di Toys R Us, simbolo mondiale della distribuzione di giocattoli, che presentava da diversi anni un livello d'indebitamento particolarmente elevato anche prima di subire gli effetti dell'avvento dell'e-commerce e del cambiamento delle abitudini di consumo. Dall'inizio di settembre del 2017, i detentori di obbligazioni Toys R Us 2018 hanno subito una perdita netta pari all'85% del loro investimento (fonte: Bloomberg). Non mancano altri esempi simili: è il caso di Sears, catena di grandi magazzini, simbolo della società dei consumi del dopoguerra, di RadioShack, specialista nella vendita di elettronica di consumo negli Stati Uniti, o di nomi più vicini a noi, come il francese Vivarte, proprietario fra l'altro del brand "La Halle". Riteniamo che questa tendenza dovrebbe perdurare nel corso dei prossimi anni, coinvolgendo soprattutto le società più indebitate, come ci mostra l'andamento dei tassi di default delle aziende statunitensi della categoria High Yield presenti nel settore, che è ormai pari a quasi l'11,5%.

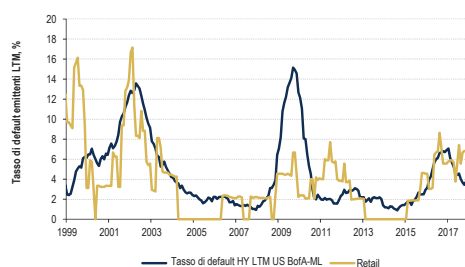
... ma che è anche una fonte di opportunità d'investimento

La distribuzione (o retail) è diventato il settore che offre il rendimento più elevato (negli Stati Uniti, offre un YTM medio dell'8,3%). Questo supplemento di rendimento sembra attraente, ma i tassi di default sono in crescita. È quindi opportuno selezionare i titoli secondo elementi precisi, per eliminare i nomi più esposti alla crescita dell'e-commerce:

- 1) Ubicazione geografica: la pressione dell'e-commerce è molto più sensibile negli USA che in Europa. In più, le società statunitensi tendono a ristrutturare il proprio debito molto più in fretta. Un sovrappeso dei titoli europei è quindi motivato, fatta eccezione per il retail britannico.
- 2) Settore: l'universo delle aziende retail High Yield può essere diviso in due sottosegmenti, alimentare e non alimentare. È chiaro che i player dell'alimentare soffrono molto meno. Nel settore non alimentare, sembra che alcuni comparti siano meno esposti alla concorrenza dell'e-commerce (strumenti musicali, utensili...).
- 3) Posizionamento: le società che hanno maggiormente sofferto dell'avvento dell'e-commerce sono i player di fascia media.
- 4) Target potenziali: la pressione concorrenziale sul settore produrrà un'accelerazione della concentrazione; è quindi opportuno individuare subito i target potenziali.
- 5) Struttura dell'azionariato: molti emittenti avranno bisogno di fondi freschi, per rispettare i loro covenant bancari e per investire. Sarà bene quindi privilegiare gli asset detenuti da azionisti maggiormente in grado di far fronte a questi bisogni.

Per questi motivi, nutriamo un particolare interesse per nomi come Burger King, Casino, Picard, SMCP o Supervalu (supermercati US), e siamo invece molto più prudenti su nomi come House of Fraser (grandi magazzini britannici), Fresh Markets (supermercati in concorrenza frontale con Amazon/Wholefood e detenuti da un fondo aggressivo), New Look (abbigliamento di fascia bassa, detenuto da un fondo destabilizzato dal crollo di Steinhoff)...

Tasso di default globale negli HY US e nel settore retail HY US



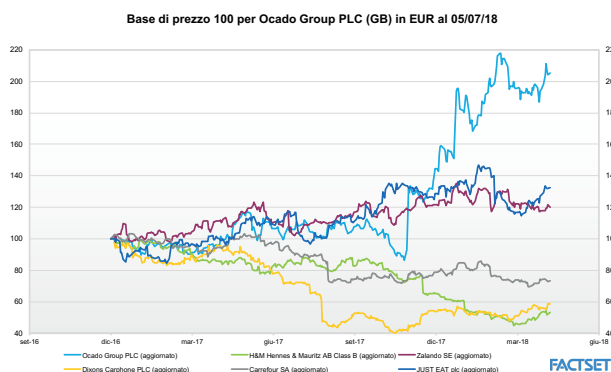
(Fonte: Bank of America)



... E SUL FRONTE DELLE AZIONI

Dal 2017, assistiamo a un perfetto esempio di "darwinismo economico" nel settore della distribuzione. Nel corso degli anni, le piattaforme di distribuzione online sono cresciute esponenzialmente, fino a diventare concorrenti diretti dei player storici. Per adattarsi a queste nuove abitudini di consumo, abbiamo aggiornato i nostri sistemi di gestione, per monitorare meglio il settore.

Nel 2017, il settore della distribuzione in Europa ha evidenziato una sottoperformance di più del 13% rispetto allo Stoxx Europe 600. La dicotomia delle performance di Borsa illustrata di seguito è innanzitutto legata alla crescente inquietudine degli investitori circa la capacità degli attori storici di mantenere livelli di margine e di generazione di cash-flow soddisfacenti. A titolo di esempio, il margine operativo di H&M è passato dal 18% nel 2012 al 9% atteso quest'anno.



I distributori storici sono presi in una morsa:

- 1) Da un lato, devono difendere la redditività dei loro punti vendita fisici, nonostante un calo continuo della frequentazione;
- 2) D'altro canto, devono cercare di incrementare la propria quota di mercato nell'e-commerce, cercando al tempo stesso di controllare la loro distribuzione (minimizzando i partner esterni come Amazon, Zalando, Asos...)

Per il momento, i player storici non riescono a rassicurare gli investitori sulla propria capacità di invertire la tendenza. Tuttavia, negli Stati Uniti, alcuni distributori come Walmart sono riusciti ad adattarsi e oggi possono fare concorrenza ad Amazon nell'e-commerce.

La tirannia delle piattaforme

L'apparizione di piattaforme web ha creato in vari settori delle situazioni di quasi monopolio. Le piattaforme propongono la scelta migliore di prodotti e riuniscono il maggior numero di clienti. Noi investiamo in questi player, perché crediamo che continueranno ad acquisire quote di mercato. Essi possono inoltre essere oggetto dell'interesse di multinazionali decise ad acquisire una presenza online. Di recente, il gruppo del luxury Richemont ha acquisito Yoox - Net à Porter per sviluppare il suo canale e-commerce.

Nondimeno, restiamo molto attenti alla loro valutazione, che può raggiungere rapidamente livelli stratosferici. In Europa, siamo ottimisti su Asos e Zalando nell'abbigliamento e su Just Eat nella ristorazione.

Il consumo è cambiato

L'atto di acquisto è sempre più digitale, l'esperienza online è ormai parte integrante della customer experience. Il consumatore s'informa, cerca ispirazione e confronta l'offerta online, prima di effettuare un acquisto in negozio. Tutti i settori del consumo in senso lato sono interessati dal fenomeno: distribuzione, viaggi e tempo libero, telecom, media...

Molti nomi del luxury ci hanno confermato che più dell'80% dei loro clienti, prima dell'acquisto in negozio, hanno esaminato il o i prodotti che li interessavano sui siti web.

Partendo da questo postulato, abbiamo sviluppato un metodo che ci consente, con l'aiuto di strumenti di analisi dei dati, di calcolare il traffico stimato e diversi indicatori. In questo modo, possiamo valutare meglio le dinamiche commerciali dei vari brand.



LA FRANÇAISE
investing together

128, bd Raspail 75006 Parigi - Francia
Tel. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS

www.la-francaise.com

Periodico pubblicato da La Française,
"Société anonyme" con consiglio di gestione
e consiglio di sorveglianza, con capitale
di € 78.836.320 - RCS: 480.871.490

Direttore responsabile:
Laurent Jacquier Laforge & Jean-Luc Hivert
Direttore della redazione:
Caroline Babouillard
Redattore capo: Marion Lévêque
Progetto grafico: Sylvia Chadi

Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza in materia di investimenti, una proposta d'investimento o una qualsivoglia incitazione ad operare sui mercati finanziari. Le opinioni formulate riflettono l'opinione degli autori alla data della pubblicazione e possono variare nel tempo. Il Gruppo La Française non potrà essere considerato responsabile, a qualsiasi titolo, per ogni eventuale danno diretto o indiretto derivante dall'uso della presente pubblicazione o delle informazioni in essa contenute. La riproduzione, totale o parziale, la diffusione o la distribuzione a terzi della presente pubblicazione, senza la previa autorizzazione scritta del Gruppo La Française, sono strettamente vietate.