

TRADING SECRETS

L'échec d'une préparation, préparation d'un échec

TAD RIVELLE | AVRIL 2018

**Tad Rivelle**

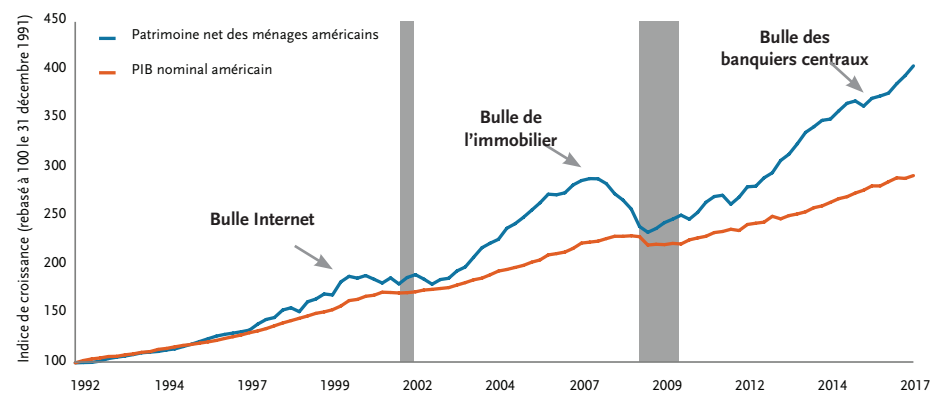
Group Managing Director
Chief Investment Officer-Fixed Income
Co-Director Fixed Income

Tad Rivelle est Chief Investment Officer-Fixed Income et supervise la gestion de plus de 170 milliards USD d'actifs sur les marchés de taux, dont plus de 100 milliards USD au sein de fonds obligataires des marques TCW Funds et MetWest Funds Avant d'intégrer TCW, Tad Rivelle était Directeur des investissements et co-fondateur de MetWest, une société indépendante de gestion d'actifs institutionnels. L'équipe de gestion de MetWest a été distinguée par de nombreuses récompenses, notamment le prix de Gérant obligataire de l'année de Morningstar. Précédemment, Tad Rivelle a également été Co-directeur de la gestion obligataire de Hotchkis & Wiley et gérant de portefeuille chez PIMCO. Il est titulaire d'une licence de physique de l'Université de Yale, d'une maîtrise de mathématiques appliquées de l'Université de Californie du Sud et d'un MBA de la UCLA Anderson School of Management.

Un actif financier n'est ni plus ni moins qu'une prérogative sur des flux de trésorerie futurs. Par conséquent, si les prix des actifs sont trop hauts par rapport aux futurs revenus ou bénéfices, cela signifie que l'évaluation des fondamentaux se dégrade. Laissez-la se dégrader encore et encore, et c'est l'instabilité financière assurée. Et comment pourrait-il en être autrement ? Les prix des actifs correspondent à la somme d'actions, d'obligations et de biens immobiliers. Quand les prix des actifs représentent une part élevée du PIB, il y a de fortes chances pour que les PER soient tendus, que les ratios prix immobiliers / revenus des ménages ou loyers soient disproportionnés et que les rendements obligataires et les spreads de crédit soient trop faibles.

Comme il est entendu que, sur des périodes assez longues, les prix des actifs et les revenus doivent suivre une trajectoire liée, un épisode d'inflation des prix des actifs porte à chaque fois les germes de sa propre destruction. Dans le cycle actuel, le découplage entre les prix des actifs et le PIB est phénoménal, en grande partie à cause des afflux de crédit facile offerts par les banques centrales. Au lieu de laisser les prix trouver leurs niveaux naturels, dictés par le marché, la Fed et consorts ont préféré une « relance » monétaire extrême au service d'un marché haussier des actifs risqués. Les taux artificiellement faibles ont gonflé les valeurs jusqu'à des niveaux vertigineux, forçant à croire en la « toute puissance » des banquiers centraux.

L'économie de la richesse s'est découplée de l'économie des revenus



Source : Bloomberg, TCW

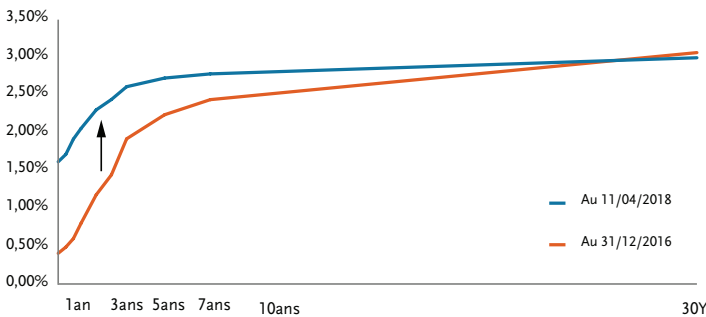
Mais les arbres ne poussent pas jusqu'au ciel. Enfin la Fed s'aventure timidement dans la normalisation de ses taux. Or un monde dont les fondations reposent sur des taux d'actualisation faibles peut tout-à-fait s'effondrer si ces taux s'inscrivent en hausse. Parallèlement, les investisseurs qui s'agglutinent sur les marchés risqués craignent de plus en plus que les fondamentaux sous-jacents ne justifient pas en totalité cette tendance haussière. Alors qu'effectivement la prospérité dope naturellement les prix des actifs, pendant tout ce temps, l'erreur a été de croire que des prix élevés suffisent à eux-seuls pour créer de la prospérité.

Cela étant, la Fed n'a plus d'excuses pour retarder encore le relèvement de ses taux : la politique budgétaire a radicalement changé, le marché du travail est « au-delà » du plein emploi, la croissance repose sur des bases plus solides et la déflation n'a finalement jamais montré le bout de son nez.

À quels nouveaux chapitres allons-nous assister ? Nous pouvons dénombrer deux scénarios :

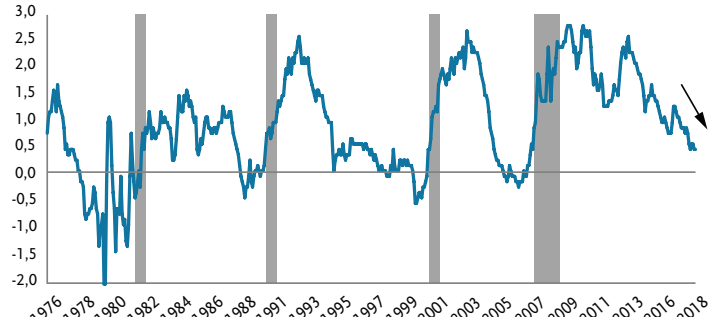
1. **La Fed relève les taux courts et les taux longs progressent de concert.** Dans ce cas de figure, les taux d'actualisation s'élèvent sur l'ensemble de la courbe, entraînant une correction des prix des actifs. La hausse des rendements à 10 ans des bons du Trésor provoque une « collision » entre d'une part les taux sans risque, et d'autre part les rendements des dividendes des actions et les taux de capitalisation de l'immobilier commercial. L'histoire montre que les relèvements de taux font souvent des dommages collatéraux.
2. **La Fed relève les taux courts, mais les taux longs restent « ancrés », d'où un aplatissement de la courbe.** Dans ce scénario, les primes de terme s'évanouissent sous l'effet de la convergence des taux longs et courts. Bien évidemment, cette issue est négative pour la quasi-totalité des intermédiaires financiers, puisque le principe des services des banques, des assurances, des fonds immobiliers, etc. est d'utiliser des crédits à court terme pour financer des prêts à long terme. Et qui dit primes de terme faibles dit aussi marges d'intérêts nettes faibles. À un certain niveau, les dirigeants d'entreprises rationnels comprennent que des marges d'intérêt nettes réduites nécessitent une certaine forme de baisse de l'exposition au risque, qui prend souvent la forme d'un *deleveraging* du bilan. Résultat ? Le crédit devient à la fois plus rare et plus cher.

Courbe des taux des bons du Trésor américain



Source : Bloomberg

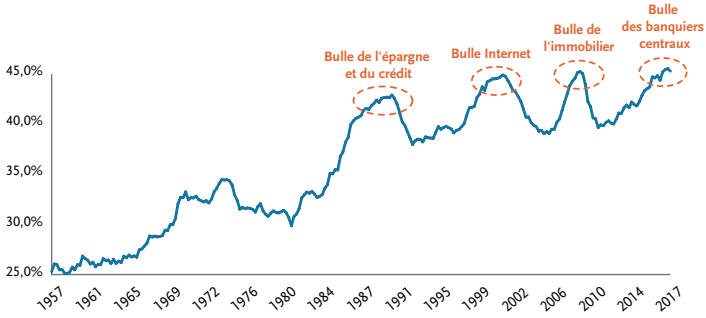
Spread 2 ans-10 ans



Source : Bloomberg

Sauf événement imprévu nous ramenant à l'environnement « Goldilocks », le cycle de la politique monétaire est en train d'entrer dans son dernier stade. Toutes ces années d'argent facile ont tiré les multiples jusqu'à des sommets, avant de laisser place à une véritable orgie de crédit. Les excès de levier sont de plus en plus visibles dans de larges pans de l'économie, et peut-être nulle part autant que parmi les entreprises, dont l'engouement frénétique pour l'ingénierie financière est un autre signal de la fin de ce cycle de crédit.

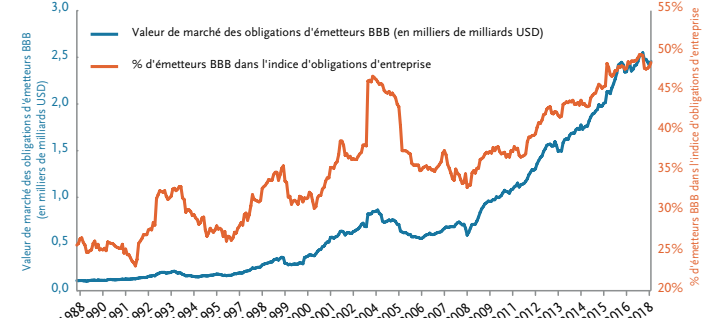
Encours de dette Corporate en % du PIB*



Source : Réserve fédérale, TCW.

* Encours de titres de créance et de crédit des entreprises non financières, en pourcentage du PIB nominal américain, par trimestre.

La qualité du crédit IG se dégrade continuellement



Source : Barclays, TCW

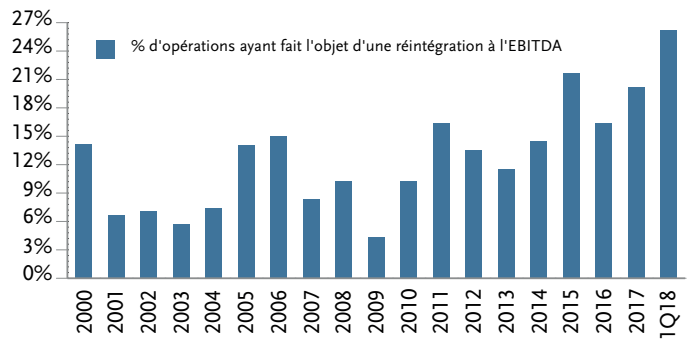
Les bons investisseurs ne croient pas aux potions magiques, et lorsque des sponsors doivent recourir à des tactiques douteuses pour justifier une opération, c'est simplement l'aveu que celle-ci n'est pas justifiée par les indicateurs traditionnels. Il existe de nombreuses tactiques d'ingénierie financière, mais nous nous attarderons seulement sur deux des plus répandues, à savoir l'émission de dette High Yield *covenant-lite*, et les réintégrations de charges non déductibles dans l'EBITDA (« add-backs »). Pour faire simple, une émission *covenant-lite* (dont les clauses restrictives sont assouplies) permet au sponsor du capital de diluer (ou de réduire à néant) les droits contractuels du porteur de dette. Le créancier renonce à l'optionalité dont il disposait autrefois au profit des dirigeants, ce qui signifie que les actifs de l'entreprise ne seront peut-être jamais disponibles pour protéger ses intérêts, et ce même si l'entreprise rencontre des difficultés financières. La tactique de la réintégration d'une charge non déductible à l'EBITDA (« add-back ») consiste à justifier une émission de dette non par des bénéfices GAAP « inadéquats », mais plutôt en utilisant un EBITDA plus élevé, correspondant aux bénéfices GAAP majorés d'un « add-back ». S'il est vrai que dans certains cas, l'utilisation d'un nombre pro-forma est « plus adaptée » que celle des bénéfices GAAP, la prolifération des « add-backs » en ce moment en dit long sur l'état actuel du marché du High Yield.

**Clauses restrictives de souscription :
À tous égards, la situation est pire qu'en 2007**



Source : Moody's
Au 30 septembre 2017

Les réintégrations à l'EBITDA atteignent des sommets sur plusieurs décennies



Source : S&P Global Market Intelligence

Quand le cycle d'investissement est à ses débuts, ou à mi-parcours, les stratégies « risk-on » ont le vent en poupe. Les portefeuilles dotés de rendements « ex-ante » plus élevés génèrent des performances « ex-post » plus importantes. En fin de cycle, cette relation s'inverse, et le rendement, au lieu d'être un prérequis à des gains, devient un indicateur avancé de la dépréciation du principal. Chaque marché baissier est précédé d'une phase de préparation à cette issue défavorable. Ceux qui négligent les signes du danger seront les premiers à comprendre pourquoi, en investissement, « l'échec d'une préparation est la préparation d'un échec ».

Le présent document revêt uniquement un caractère informatif et ne tient pas lieu d'offre de vente ou de sollicitation à l'achat d'un quelconque titre. TCW, ses dirigeants, ses administrateurs, ses employés ou ses clients peuvent détenir des investissements dans des titres ou des produits évoqués dans le présent document, et ces investissements peuvent être modifiés à tout moment sans préavis. Les informations et les données statistiques contenues dans le présent document reposent sur des sources jugées fiables, mais TCW ne prétend pas qu'elles soient exactes, et ces informations et données ne doivent en aucun cas être considérées comme telles ou servir de fondement à une décision d'investissement. Les informations citées dans le présent document sont susceptibles de contenir des données préliminaires et/ou des « énoncés à caractère prospectif ». La réalité peut sensiblement différer desdits énoncés en raison de nombreux facteurs. TCW n'est aucunement tenu de mettre à jour les opinions ou énoncés à caractère prospectif contenus dans le présent document. Toute opinion contenue dans le présent document est valable uniquement au moment où elle est exprimée et peut être modifiée sans préavis. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs. © 2018 TCW