

TRADING SECRETS

Non prepararsi, significa prepararsi al peggio

TAD RIVELLE | Aprile 2018

**Tad Rivelle**

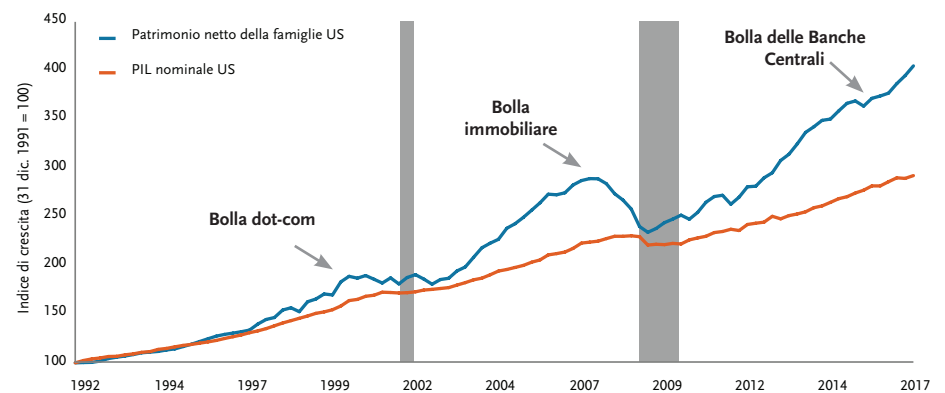
Group Managing Director
Chief Investment Officer–Fixed Income
Co-Director Fixed Income

Tad Rivelle è Chief Investment Officer, Fixed Income, con l'incarico di supervisionare oltre 170 Mld\$ di asset di fixed income, fra cui circa 100 Mld\$ di asset in fondi comuni investiti in fixed income con i brand TCW Funds e MetWest Funds. Prima di entrare in TCW, Tad ha ricoperto l'incarico di Chief Investment Officer per MetWest, un gestore indipendente di investimenti istituzionali di cui è stato il co-fondatore. Il team di investimento MetWest ha ottenuto diversi premi per le performance ottenute, fra cui il titolo di Fixed Income Manager of the Year, assegnato da Morningstar. Tad Rivelle ha ricoperto anche l'incarico di Co-director of fixed income in Hotchkiss & Wiley e di gestore di portafoglio in PIMCO. Tad ha conseguito un BS in Fisica presso l'Università di Yale, un MS in Matematica Applicata presso l'University of Southern California e un MBA presso la UCLA Anderson School of Management.

Un asset finanziario non è altro, più o meno, che una previsione di futuri flussi di liquidità. Di conseguenza, quando i prezzi degli asset viaggiano al di sopra dei redditi o degli utili, è chiaro che le valutazioni fondamentali si sono deteriorate. Lasciate che i fondamentali si erodano abbastanza a lungo e in profondità, e l'instabilità finanziaria diventerà una certezza. Come potrebbe essere altrimenti? I prezzi degli asset sono la somma totale di azioni, obbligazioni e real estate. Quando i prezzi degli asset sono relativamente alti rispetto al PIL, ci sono buone possibilità che la realtà riveli una combinazione di P/E eccessivi, prezzi immobiliari sproporzionati rispetto ai redditi delle famiglie o agli affitti, rendimenti obbligazionari troppo bassi e spread di credito troppo ridotti.

Dato che i prezzi degli asset e i redditi devono, su periodi di tempo sufficientemente lunghi, seguire una traiettoria strettamente connessa, un episodio di inflazione sui prezzi degli asset getterà inevitabilmente le basi per una distruzione. In questo ciclo, la divergenza fra prezzi degli asset e PIL ha raggiunto livelli straordinari ed è ampiamente attribuibile al diluvio di credito a basso costo emesso dalle principali banche centrali. Invece di consentire ai prezzi degli asset di trovare un livello naturale, determinato dal mercato, la Fed e gli altri istituti hanno messo il loro estremo "stimolo" monetario al servizio di mercati rialzisti focalizzati su attivi rischiosi. I tassi artificialmente bassi hanno spinto gli attuali valori verso livelli elevati, alimentando una cieca fede nell'onnipotenza dei banchieri centrali.

L'economia patrimoniale diverge dall'economia del reddito



Fonte: Bloomberg, TCW

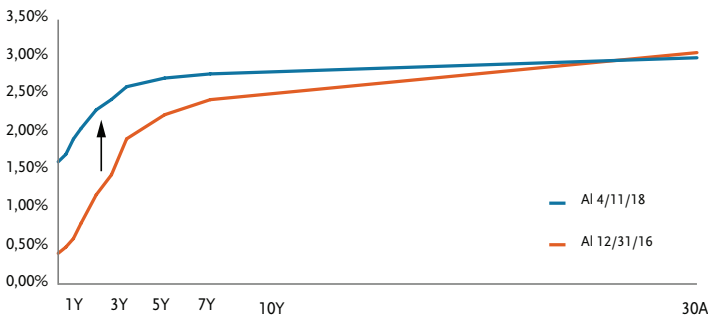
Ma anche le feste più folli finiscono. La Fed, ed era ora, sta lentamente dirigendosi verso al normalizzazione dei tassi. E un mondo costruito su tassi di sconto bassi può essere demolito da tassi di sconto più alti. Nel frattempo, gli investimenti accumulatisi in classi di asset rischiosi sono sempre più diffidenti rispetto a fondamentali sottostanti che non confermano “completamente” il comportamento di un mercato rialzista. L’equivoco è consistito, fin dall’inizio, nel non comprendere che mentre la prosperità stimola naturalmente i prezzi degli asset, i prezzi elevati degli asset da soli non creano prosperità.

Detto questo, la Fed non ha più ragioni o scuse per ritardare ulteriormente un aumento dei tassi: la politica fiscale è passata alla marcia superiore, il mercato del lavoro è “al di là” della piena occupazione, la crescita è stabile e non c’è alcun segno di deflazione.

Quali saranno i prossimi passi? Possiamo immaginarne due:

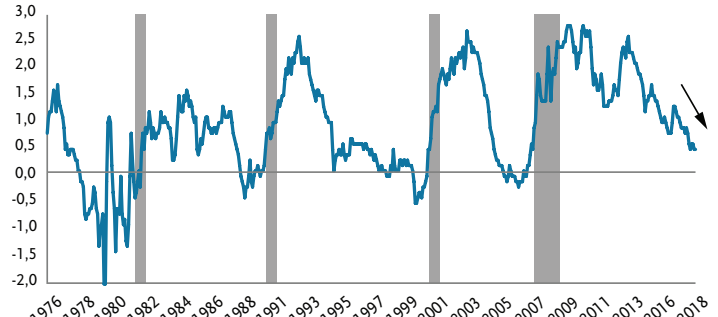
1. **La Fed aumenta i tassi a breve, con una crescita parallela dei tassi sulle scadenze lunghe.** In questa eventualità, i tassi di sconto crescono al di là della curva, portando a una correzione dei prezzi degli asset. La crescita dei tassi dei Treasury decennali provocherebbe una “collisione” fra, da un lato, i rendimenti senza rischi e, d’altro canto, i rendimenti dei dividendi azionari e i tassi massimi dell’immobiliare commerciale. Storicamente, pochi aumenti dei tassi sono “innocenti”.
2. **La Fed aumenta i tassi a breve, ma i tassi lunghi restano “ancorati,” provocando un appiattimento della curva dei rendimenti.** In questo caso, i premi a termine evaporano, a causa della convergenza fra tassi a breve e lunghi. Si tratta di un’eventualità particolarmente negativa virtualmente per tutti gli intermediari finanziari, in quando le fondamenta stesse delle banche, delle assicurazioni, dei REIT ipotecari, ecc. si basano sull’utilizzo di finanziamenti a breve termine per l’erogazione di prestiti a lungo termine. Insieme ai premi a termine, si assottigliano quindi anche i margini d’interesse netti (NIM). A un certo punto, le imprese gestite in maniera razionale comprendono che dei NIM più ridotti richiedono una qualsiasi forma di riduzione del rischio, che si concretizza spesso in una riduzione della leva sul bilancio. Risultato? Il credito diventa meno disponibile e anche più costoso.

Curva di rendimento U.S. Treasury



Fonte: Bloomberg

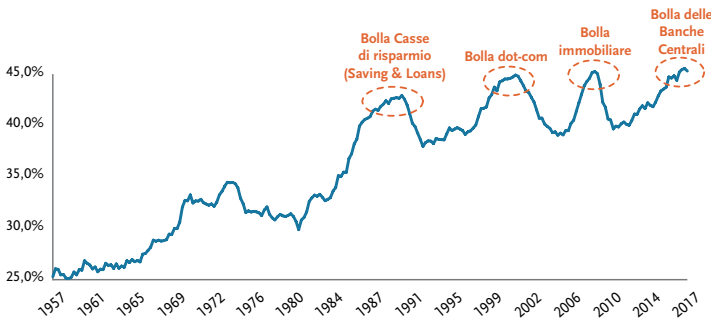
Spread Treasury 2y-10y



Fonte: Bloomberg

Fatto salvo qualche imprevisto ritorno a un mercato “Goldilocks”, la politica monetaria è entrata nella sua fase finale. I lunghi anni di denaro a buon mercato che hanno spinto alle stelle i multipli della aziende hanno lasciato dietro di sé una vera voragine del credito. I ricorsi eccessivi alla leva sono sempre più visibili in ampi comparti dell’economia, primo fra tutti forse il settore delle aziende:

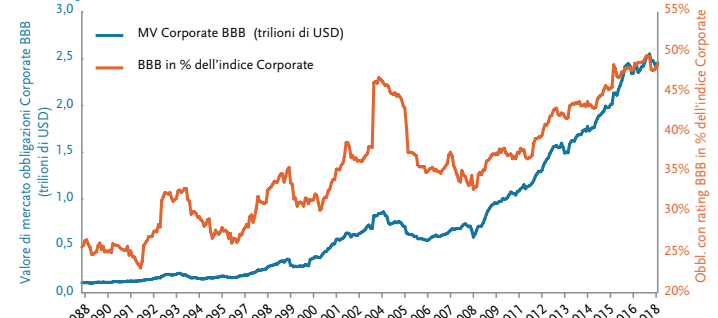
Debito Corporate in % del PIL*



Fonte: Federal Reserve, TCW.

* Titoli di debito e prestiti sottoscritti da aziende non finanziarie come percentuale del PIL nominale U.S., su base trimestrale.

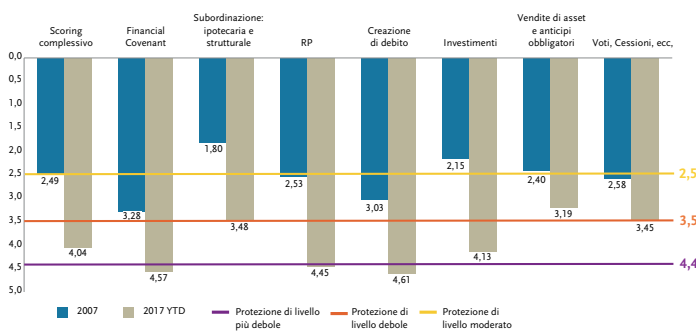
La qualità del credito IG si è costantemente deteriorata



Fonte: Barclays, TCW

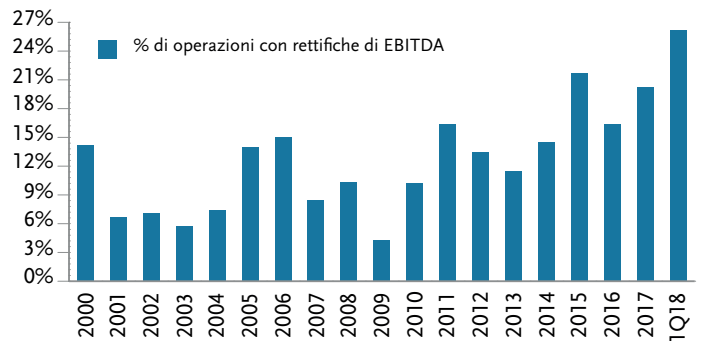
Un'ulteriore conferma della fase terminale del ciclo del credito è l'adozione entusiasta delle tecniche di ingegneria finanziaria. I buoni investitori non credono nell'alchimia e il ricorso da parte dei promotori di un'operazione a tattiche "atipiche" per giustificarla, è in fondo un riconoscimento che le metriche tradizionali *non* supportano tale transazione. Esistono molte tattiche di ingegneria finanziaria ma vorremmo attirare la vostra attenzione su due delle più importanti, ossia le emissioni "covenant lite" ad alto rendimento e gli EBITDA "add-back". In sintesi, le emissioni "covenant lite" consentono agli equity sponsor di diluire (o svuotare) i diritti contrattuali del detentore del debito. L'opzionalità che apparteneva al detentore dell'obbligazione viene ceduta al manager: ciò significa che gli asset dell'azienda potrebbero non essere mai disponibili per proteggere gli interessi del detentore dell'obbligazione, anche in caso di difficoltà finanziarie della società. Nel caso degli EBITDA "add-back," il management giustifica un'emissione di debito non con i suoi utili GAAP "inadeguati" ma utilizzando un EBITDA più elevato, uguale ai suoi utili GAAP più integrazioni, gli "add-back." Anche se possono esistere situazioni in cui un dato pro-forma può essere "migliore" di un dato GAAP, la diffusione del ricorso agli "add-back" vi dirà probabilmente tutto quanto c'è da sapere prima di investire nell'attuale mercato high yield.

Sottoscrizione di covenant: uniformemente peggio che nel 207



Fonte: Moody's
Al 30 settembre 2017

Gli EBITDA "add-back" sono ai massimi pluridecennali



Fonte: S&P Global Market Intelligence

Quando il ciclo di investimento è giovane o a metà strada, le strategie "rischiose" sono sulla cresta dell'onda. I portafogli con rendimenti "ex-ante" più elevati generano rendimenti "ex-post" più alti. Nella fase più avanzata del ciclo, questo rapporto si inverte e piuttosto che essere la condizione che precede le plusvalenze, il rendimento diventa un indicatore di riferimento del deprezzamento del capitale. Il momento di prepararsi agli sviluppi avversi è sempre quello che precede l'arrivo dei ribassi. Coloro che non riconoscono i segnali di pericolo impareranno, sulla propria pelle, perché quando si investe "non prepararsi, significa prepararsi al peggio." ■

Il presente documento è fornito a titolo puramente informativo e non costituisce un'offerta di vendita o un invito o un offerta all'acquisto di titoli. TCW, il suo management e i suoi dipendenti o clienti possono detenere posizioni in azioni o investimenti citati in questa pubblicazione; tali posizioni possono subire cambiamenti in qualsiasi momento, senza alcun preavviso. Seppur basati su fonti considerate affidabili, le informazioni e i dati statistici contenuti nel presente documento non sono garantiti come accurati e non dovranno essere considerati come tali o essere utilizzati come base per una decisione di investimento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere informazioni preliminari e/o dichiarazioni prospettiche. A causa di numerosi fattori, gli eventi reali possono differire in misura significativa da quelli presentati. TCW non si assume in nessun caso la responsabilità di aggiornare le dichiarazioni prospettiche o le opinioni riportate in questo documento. Tutte le opinioni qui espresse sono valide solo al momento della stesura del presente documento e sono soggette a modifiche senza preavviso. Le performance passate non offrono garanzie di risultati futuri. © 2018 TCW