

TRADING SECRETS

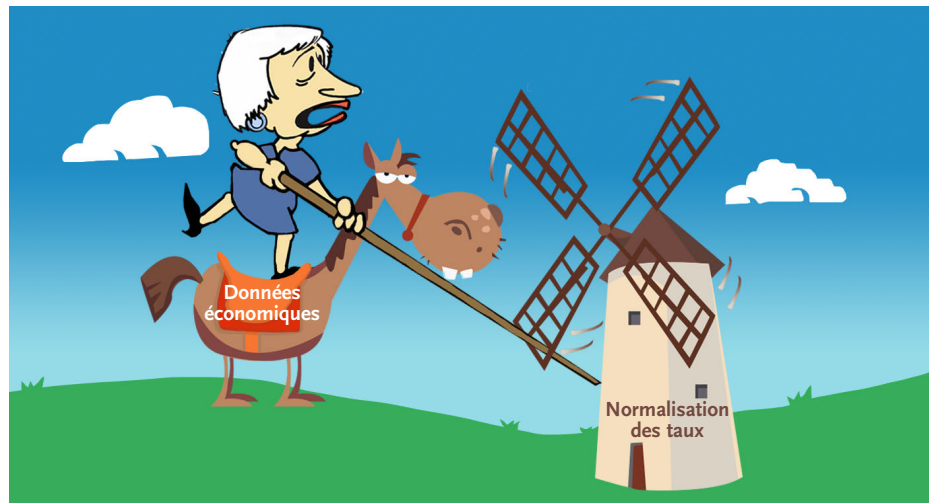
L'utopie donquichottesque de la Fed

TAD RIVELLE | JUIN 2017

**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 160 milliards USD d'actifs sur les marchés de taux américains, dont près 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.



« L'histoire n'a jamais été tendre au lendemain des longues périodes de primes de risque faibles. »

– ALAN GREENSPAN, 26 AOÛT 2005

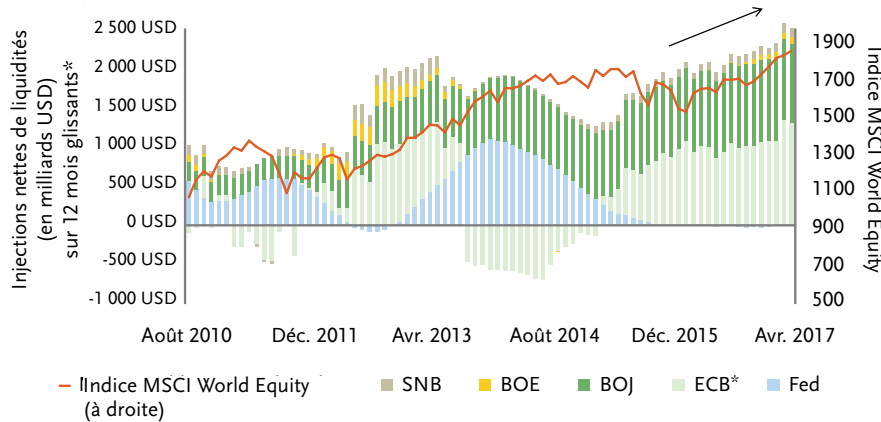
« Les prix ont leur importance, non parce que l'argent doit être considéré comme suprême, mais parce que les prix sont un moyen rapide et efficace de transmettre des informations dans une société éclatée, où les connaissances fragmentées doivent être coordonnées. »

– THOMAS SOWELL

Il y a maintenant neuf ans que la crise financière mondiale a éclaté, et pourtant les banques centrales paraissent toujours incapables de trouver un moyen de « normaliser » leurs politiques. Les dispositifs instaurés à titre de mesures d'urgence sont devenus des sortes de béquilles permanentes sans lesquelles, nous dit-on, la croissance serait impossible. Et c'est ainsi que dans le monde entier, non seulement les bilans des banques centrales continuent de s'accroître, mais en plus, leur taux d'expansion accélère pour s'établir au rythme de 2 000 milliards de dollars par an, soit plus que le PIB de l'Italie (voir le graphique ci-après). Depuis la crise de 2008, les technocrates ont « imprimé » tous ensemble 10 000 milliards de dollars dans une tentative ratée pour remettre les économies sur les rails. Et pourtant, ce que ces mesures extraordinaires ont échoué à créer en termes de salaires et de revenus, elles l'ont largement compensé sur le front de l'endettement et des prix des actifs.

Les marchés financiers font preuve d'une grande habileté pour transférer du crédit nouvellement créé d'une région ou d'une classe d'actifs à l'autre ; en ce sens, le périmètre d'influence des programmes de « relance » est profond et extrêmement vaste. Les taux négatifs sur un marché entraînent une quête de rendement sur un autre. Les obligations d'entreprise retirées de la circulation en Europe participent au resserrement des primes de risque aux États-Unis. Mais à quelles fins ? Sans croissance durable des PIB et des revenus pour répondre à la lévitation mondiale des prix des actifs et de l'endettement, les banquiers centraux ne font qu'une seule chose : garantir l'omniprésence d'un retournement des marchés quand l'inévitable dénouement des mesures de relance finira par

Le taux d'expansion des bilans des banques centrales n'a jamais été aussi élevé au cours du cycle actuel

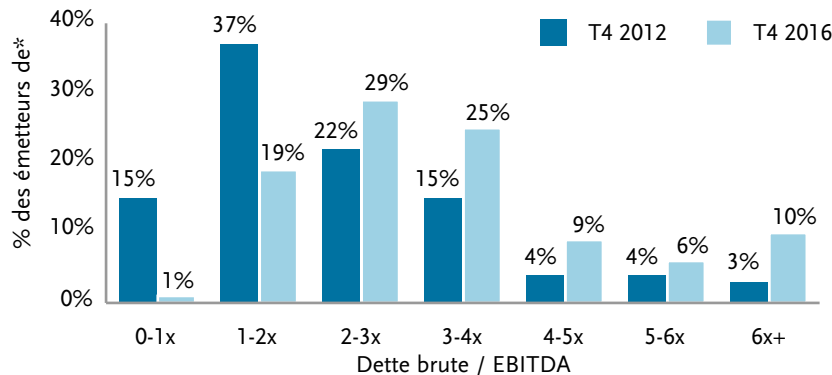


Source : banques centrales nationales, Bloomberg, TCW.
 *Les injections comptabilisées pour la BCE incluent les soldes bruts des plans LTRO et TLTRO.

Pendant ce temps, la Fed affirme à corps et à cris qu'elle finira à coup sûr par « normaliser » ses taux, tout en semblant considérer que la combinaison de taux de chômage, d'inflation et de prix des actifs n'est jamais suffisamment bonne pour justifier une trajectoire crédible vers cette « normalisation ». Et cela pour une raison aussi simple que déplaisante : maintenant que l'économie mondiale s'est accoutumée à un environnement artificiel de taux et de primes de risque faibles, une « normalisation » est tout bonnement impossible sans passer par une sévère correction des prix des actifs.

Alors si la Fed peut se contenter de s'abstenir de relever ses taux et que les autres banques centrales continuent de stimuler les économies, cet environnement « risk-on » peut-il durer indéfiniment ? Cela semble être la logique du consensus. Hélas, pourtant, si ce cycle ne finit pas mal, ce sera bien le premier de toute l'histoire du capitalisme. Un cycle ne survit pas seulement parce que les banques centrales réussissent à contenir provisoirement les élans auto-correcteurs des marchés ; tout comme casser le thermomètre ne suffit pas pour faire baisser la température. La grande expérimentation du cycle actuel, qui a été la suppression centralisée des taux d'intérêt, a appris aux investisseurs à fermer les yeux au lieu s'intéresser aux signes de fin de cycle qui préviennent d'un risque imminent. Si vous le voulez bien, examinons ensemble ces signes, qui sont au nombre de six :

- 1. La faiblesse des taux pousse les entreprises à faire un arbitrage entre le rendement de leurs bénéfices et le coût réduit de l'emprunt, au travers de pratiques de ré-endettement comme les rachats d'actions. Par conséquent, le levier financier des entreprises s'accroît même si la croissance des bénéfices peine à repartir. En moyenne, un émetteur investment grade américain présente actuellement trois unités de dette (brute) par unité d'EBITDA, niveau qui le sépare traditionnellement d'un émetteur high yield.**



Source : JP Morgan, TCW
 *Pondéré par le volume d'encours de dette.

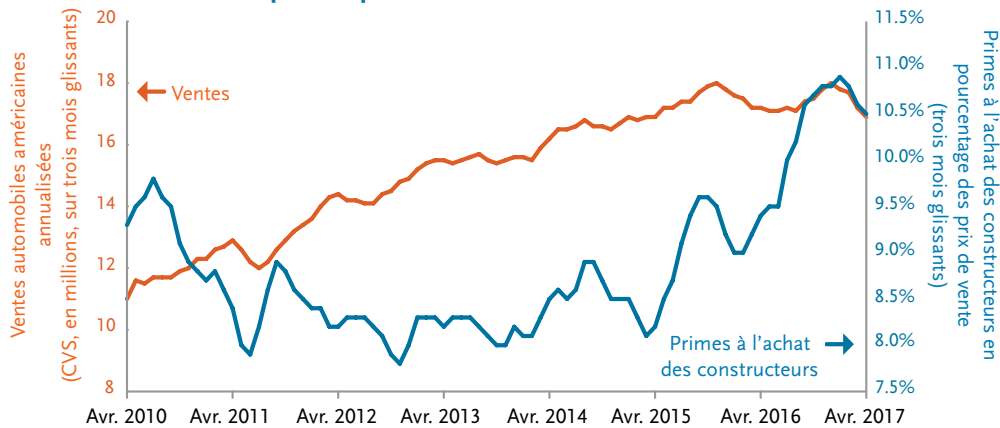
2. Les obligations high yield offrent une maigre compensation contre le risque de défaut. Avec une hypothèse d'ajustement annuel des pertes historiquement faible, une obligation high yield procure en moyenne un rendement à peine supérieur à celui d'une obligation investment grade BBB. On voit difficilement l'intérêt d'augmenter autant le ratio de dette sur l'EBITDA pour 20 pb de rendement de plus.

Rendement de l'indice des obligations d'entreprise <i>high yield</i>	5,50%
Taux de défaut attendu par Moody's en 2017	3%
Taux de recouvrement présumé	40%
Taux de perte implicite (12 prochains mois)	1,80%
Rendement ajusté des pertes de l'obligation <i>high yield</i>	3,70%
Rendement des obligations d'entreprise BBB	3,50%
« Prime » du haut rendement	= seulement +20 pb !

Source : Barclays, TCW, 23 mai 2017

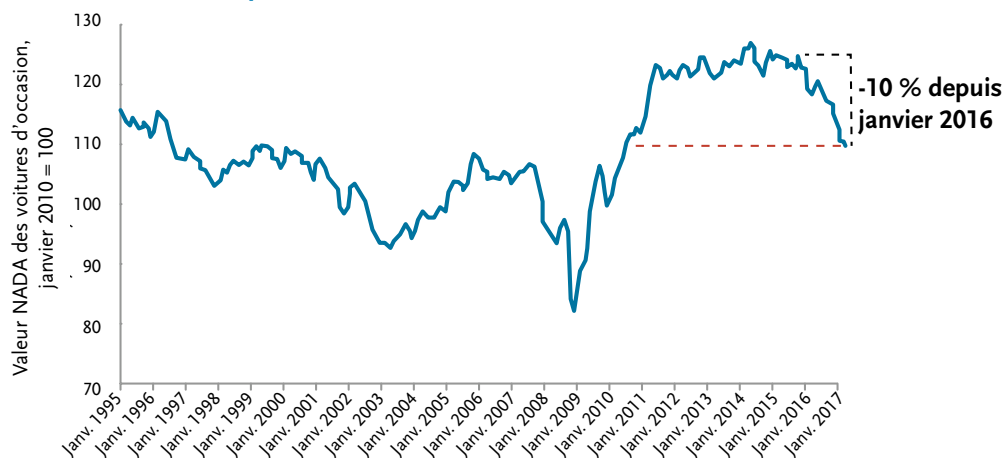
3. Le secteur automobile, baromètre traditionnel de l'économie, vient de dépasser son pic cyclique. Les ventes de véhicules sont en train de chuter de leur plateau malgré le niveau historique des primes à l'achat offertes par les constructeurs, qui représentent maintenant plus de 10 % du prix des voitures neuves. Parallèlement, le marché de l'occasion donne des signes de « saturation », rongant le pouvoir de fixation des prix des vendeurs également sur les marchés du neuf.

Les ventes automobiles américaines sont soutenues artificiellement par les primes à l'achat des constructeurs



Source : Bloomberg, TrueCar, TCW

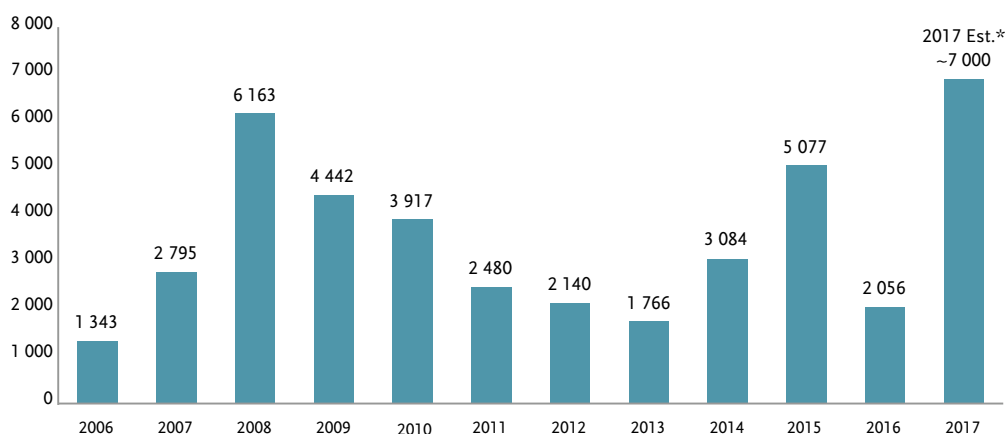
Les prix des voitures d'occasion sont en chute libre



Source : J.D. Power Valuation Services

4. Aux États-Unis, la vente au détail emploie plus de personnes que le secteur manufacturier et représente environ 11 % de la population active. À moins que vous ne viviez dans une grotte, vous savez que les entreprises de la grande distribution connaissent des difficultés financières et des restructurations. Les fermetures de magasins de détail devraient être plus nombreuses en 2017 qu'en 2008. Parallèlement, comme la distribution représente près de 30 % du marché de l'immobilier commercial, il faut bien évidemment s'attendre à ce que celui-ci soit touché.

Fermetures de magasins de détail



*Estimation basée sur le nombre réel de fermetures entre janvier et avril 2017 et sur les tendances historiques en matière de fermetures annuelles.

Source : Credit Suisse, TCW

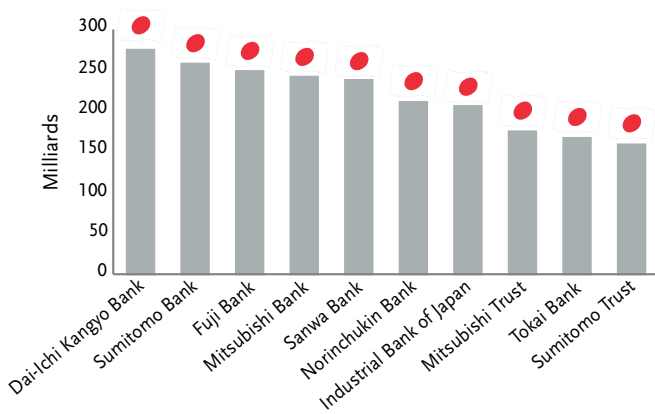
L'indice des crédits immobiliers commerciaux émis en 2012 est en baisse, reflétant des anticipations d'accroissement des pertes



Source: Markit, TCW

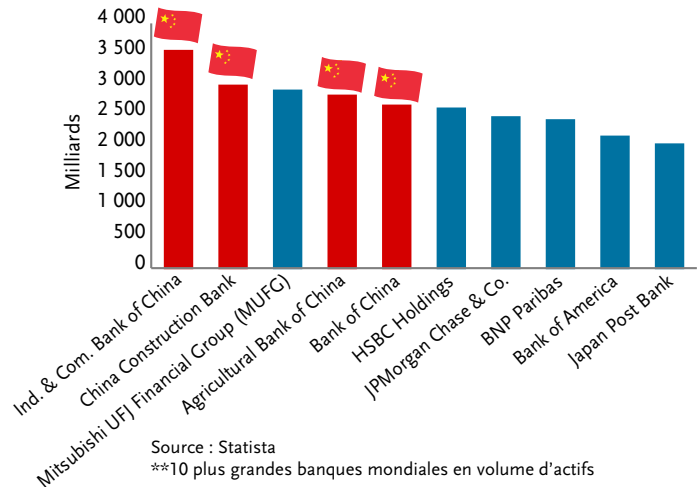
5. **10 plus grandes banques : avant-après.** On pourrait croire que le fait de disposer des plus grosses banques est une source de fierté nationale. Ce n'est pas le cas. Le système bancaire qui devient le plus gros est celui qui émet plus de crédits que tous les autres. À l'apogée de la bulle des actions et de l'immobilier au Japon, les banques nippones survolaient la concurrence. Aujourd'hui, quatre des cinq plus grands établissements bancaires au monde sont des banques d'État chinoises. Si l'histoire ne se répète pas, peut-être apprécie-t-elle les rimes.

10 plus grandes banques : 1987*



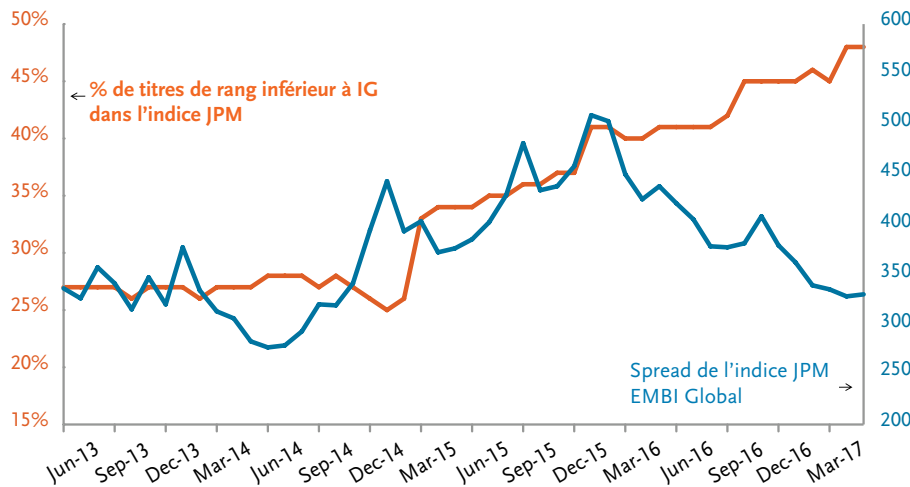
Source : LA Times, American Banker, *10 plus grandes banques en volume de dépôts

10 plus grandes banques: 2016 **



Source : Statista **10 plus grandes banques mondiales en volume d'actifs

6. **Les spreads de la dette souveraine et quasi-souveraine émergente ne sont plus aussi élevés qu'à la mi-2013 alors que les titres de rang inférieur à investment grade représentent quasiment 50 % de cet univers, soit presque deux fois plus qu'en 2013.**



Source: JP Morgan, TCW

Conclusion: Il fut un temps où banquier central était une profession honnête. Les prix des actifs ne sont pas supposés être des quantités arbitraires dirigées ou visées par les banques centrales. Les signes d'excès de fin de cycle continuent de se répandre, mais l'on croit toujours aux vertus de la « relance » monétaire. Nous ferions bien de nous souvenir d'une chose : quand les marchés perdent de vue les fondamentaux, le danger n'est jamais loin.

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. © 2017 TCW