



Bruno Syrmen
CIO Alternatif - Partner

<u>bsyrmen@seven-cm.com</u>
+33 1 42 33 75 22

LE PROBLEME DE LA LIQUIDITE DANS LES MARCHES FINANCIERS

2nde partie : Le grand fantasme de la liquidité permanente

fantasme, phantasme
Nom masculin

1. Idée, représentation imaginaire suggérée par l'inconscient. Des fantasmes de richesse.

Synonymes: rêve

2. Spécialement PSY.

Production de l'imaginaire par laquelle le moi cherche à échapper à l'emprise de la réalité.

"As long as the music is playing you've got to get up and dance. We're still dancing."

Chuck Prince, CEO de Citigroup en Juillet 2007.







Introduction

Dans le premier article de cette série: "Le problème de la liquidité dans les marchés financiers", nous avons étudié en détails les deux principaux Flash Crashes des marchés d'actions aux USA.



Et nous avons montré qu'au cours de ces dernières années, la combinaison de l'utilisation de plus en plus fréquente de certains instruments financiers (ETF notamment) et du nouvel environnement juridique et réglementaire (particulièrement aux USA avec le Dodd Franck Act) ont conduit à une nouvelle dynamique et à de nouveaux comportements de marchés. Et que dans certaines circonstances, ceci peut entraîner de sérieux problèmes de liquidité, notamment quand on a grand besoin de cette dernière, c'est-à-dire quand on veut sortir rapidement d'une position existante.

Dans ce second article, nous étudierons et analyserons principalement ce qui pourrait se produire dans d'autres secteurs des marches financiers lors de la prochaine crise financière étant donné les conditions de liquidité actuelles.

Plus spécifiquement, nous examinerons l'état actuel de la liquidité dans les plus gros et plus importants des marchés, ceux des taux d'intérêts et du crédit.

Et nous montrerons que la structure même de ces marchés a beaucoup changé depuis 2008, et que malheureusement, les risques dans certains secteurs, comme l' Investment Grade crédit par exemple, sont aussi dangereux qu'ils le sont dans les marchés Actions.

Enfin nous ajouterons quelques considérations sur le quasi effondrement des marchés intervenu le mercredi 10 et jeudi 11 Octobre 2018.

Un dernier avertissement sans (trop) de frais?

. Le marché des CORPORATE BONDS US

Tout le monde est parfaitement conscient maintenant de l'énorme augmentation des dettes souveraines à travers le monde.

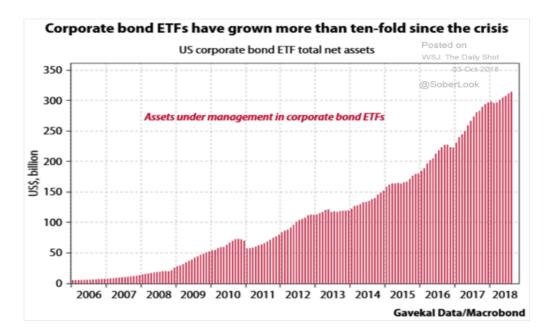
Tout ceci est très bien documenté et a déjà été discuté en détail.

Cette série d'articles a été inspirée, entre autre, par la lecture d'un brillant et fascinant article écrit par M. Louis GAVE pour Gavekal Research en May 2018: "The illusion of liquidity and its consequences".

Dans cet article, on trouve le graphique suivant, montrant la croissance des actifs sous gestion des ETF spécialisé dans les US corporate bonds depuis 2006.

Le voici:





Source: Gavekal Research

Les actifs ont été multipliés par presque 13 en 10 ans et ont doublé en moins de quatre ans. Impressionnant!

Et, comme on peut le voir dans le tableau ci-dessous, les actifs continuent d'affluer (un autre flux rentrant de +\$2.5Bn sur l'Investment Grade Corporate en Septembre 2018).

Et, même si le secteur plus risqué des High Yield Corp. a souffert d'un retrait de \$3.5Bn durant les neuf premiers mois de l'année, le plus gros ETF high-yield, HYG, a connu un flux de capitaux entrants record comme on le voit sur le second graphe.

| Figure 5: Fixed Income Sectors | | |
|--|---|---|
| In Millions | September | Year to Date |
| Aggregate | 2,376 | WSJ: The Daily 20,426 |
| Government | 1,863 | ^{03-Oct-2} 25,122 |
| Inflation Protected | 297 | @SoberLook 5,076 |
| Mortgage-Backed | 144 | 3,826 |
| IG Corporate | 2,497 | 9,936 |
| High Yield Corp. | -1,506 | -3,539 |
| Bank Loans | 358 | 1,267 |
| EM Bond | 821 | 3,123 |
| Preferred | -543 | 19 |
| Convertible | 65 | 543 |
| Municipals | 55 | 3,566 |
| Top two and bottom two categories per period are highlighted. Source | e: Bloomberg Finance L.P., State Street G | lobal Advisors, as of September 28, 2018. |



Source: WSJ Daily Shot / Bloomberg

Au total l'afflux de capitaux sur les trois premiers trimestres dans les fonds et ETFs obligataires a atteint un total de 69 milliards de \$.

Toutes ces personnes ont, qu'elles le veuillent ou non, prêté de l'argent. Si une grande partie d'entre elles veut récupérer tout ou partie de son argent au même moment (quelqu'en soit la raison) ils devront VENDRE!

La question à 69 milliards de \$ sera alors: qui achètera toutes ces obligations?

. Nouvelle structure et nouvelle dynamique des marches Obligataires

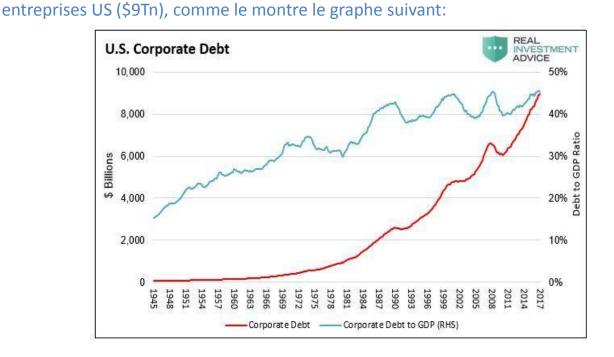
Tout d'abord un peu d'histoire: retournons en 2008 à l'époque de la Grande Crise Financière.

Pour beaucoup d'intervenants de l'époque, une chose fut particulièrement frappante : ce n'était pas tant l'effondrement du marché de l'immobilier ou du marché des actions, mais comme le dit Louis Gave :



"la vraie surprise fût que des instruments comme les fonds monétaires ou des produits structurés notés triple-A qui avaient toujours été considérés comme "liquides", s'avérèrent être tout sauf liquides. De nombreux instruments de Fixed Income passèrent ainsi très rapidement de parfaitement liquides à impossible à traiter. Et ce changement ne fut pas le résultat d'une lente dégradation. Il fut consécutif à un brusque changement de régime. Soudainement, les investisseurs qui pensaient détenir des instruments liquides trouvèrent leurs investissements, gelés, impossible à vendre et parfois même impossible à coter."

D'ailleurs, certaines des "side pockets" mises en place à cette période existent toujours. Après dix ans de politique monétaire ultra accommodante des principales banques centrales, les emprunteurs sont devenus "accro" aux taux d'intérêts ultra bas et nous nous retrouvons avec le montant le plus important de dette jamais contracté par les



Source: Saint Louis FED

D'un autre côté, afin d'éviter une répétition des effondrements de 2008 sur les marchés financiers, les autorités ont mis en place tout un ensemble de nouvelles règles et contraintes très strictes, la fameuse loi Dodd-Franck.



Les experts estiment que les contraintes imposées par cette loi ont réduit les capacités de « market making » des plus grandes banques d'environ 90%. Bien évidemment, les stocks de Bonds que détenaient les banques pour ce type d'activité ont été réduits dans des proportions similaires, passant d'environ 300 milliards de \$ à un peu plus de 30 milliards de \$. C'est ENORME! Et ce n'est pas le seul changement important pour les activités de "market making" : les teneurs de marché humains, soit disant lents et qui opéraient souvent selon des critères de valorisation (et donc retour à la moyenne) ont été très souvent remplacés par de la fourniture de liquidité automatisée, bien plus rapide mais basée sur des critères de volatilité (VAR) pour ajuster vite le montant de risque pris. Cette tendance renforce le momentum et réduit la volatilité quotidienne, augmentant ainsi le risque de perturbations des marchés.

Nous voilà donc avec un marché des obligations « corporate » qui n'a jamais été aussi gros, avec de nouveaux acteurs majeurs, « corporate bonds » ETFs et les détenteurs de « Mutual fund » . Comme nous l'avons vu plus haut, ces fonds ont vu leur taille exploser et leur conception même suppose un marché pourvu d'une ample liquidité.

Quand la capacité des teneurs de marché traditionnels de fournir de la liquidité est à peine 10% ou 20% de ce qu'elle était il y a 10 ans, quand le marché était 10 fois moins large.....

Il est donc très clair que le marché des « corporate bonds » US est radicalement différent de ce qu'il était il y a dix ans. Maintenant, vous devez garder à l'esprit que dans l'industrie de la finance, un grand nombre de modèles utilisés pour "prédire" ou pour estimer des risques potentiels afférents à un marché sont basés sur l'histoire financière et les comportements passés de ce marché. De tels modèles sont ils encore pertinents de nos jours?

Au final nous faisons donc face à la conjonction de quatre problèmes :

- Les émissions de dette « corporate » (Investment Grade et High Yield) ont explosé depuis 2009.
- Des règles strictes et contraignantes qui dissuadent les banques de fournir de la liquidité dans les dettes « corporate » (IG et HY).
- Une part non négligeable des détenteurs de « corporate bonds » (ETFs et Mutual Funds) s'attendent à trouver une liquidité quotidienne, même en cas de conditions extrêmes.



-Avec des modèles très utilisés de prédiction/gestion du risque basés sur l'histoire et des comportements d'une époque révolue, donc susceptibles de produire des résultats à des années lumières des risques réels encourus.

. Les risques auxquels les investisseurs dans les « Corporate Bonds » US sont exposés dans la prochaine crise financière

Quand la prochaine crise financière globale frappera, quelle que soit son déclencheur, beaucoup de détenteurs d'actifs voudront vendre rapidement. Dans les marchés de taux et de crédit, les investisseurs voudront d'abord se débarrasser des actifs qui leur brûlent les doigts, leurs obligations à haut rendement, puis, soi-disant un peu moins risqué, leurs obligations Investment Grade. Beaucoup de ces investisseurs considéreront qu'ils peuvent sortir de leurs positions dans un laps de temps très court. Ce sont précisément ces hypothèses largement irréalistes qui ont transformé le marché moderne des obligations « corporate » en une sorte de manoir aux fantasmes.

Dans des marchés qui s'effondrent, voir un cours traité sur un écran pour une valeur mobilière quelle qu'elle soit ne garantit pas que l'on sera à même de vendre tout ou partie d'une ligne de cette valeur à CE prix.

Dans un vrai marché baissier, rapide et dévastateur, on ne vend malheureusement pas ce que l'on veut mais ce que l'on peut, et à un prix qui est immédiatement disponible, pas à un prix fantasmé....

Comme nous l'avons déjà souligné dans le premier article, les ETFs sont légalement obligés de satisfaire les rachats. Donc si certains de leurs titres sont suspendus ils devront vendre ceux qui traitent toujours, habituellement ceux de meilleure qualité, et donc vont se retrouver « collés » avec ceux dont personne ne veut, ce qui entraine un risque de perte potentielle supplémentaire si la situation perdure et que les rachats continuent à arriver. Dans le pire des cas, un ETF peut se retrouver avec quelques obligations qui ne traiteront pas du tout pendant des jours voire des semaines, et par conséquent incapable de calculer la valeur liquidative précise du fond pendant tout ce temps.

Ce problème spécifique est connu sous le nom de la liquidité sous-jacente, que l'on définit comme la capacité pour un fond obligataire d'établir une valeur de marché quotidiennement.



Le prix de marché de certaines obligations détenues par un fond, spécialement les fonds investissant dans des marchés moins liquides, peut ne pas être disponible sur demande. Si un fond obligataire détient des titres très illiquides, c'est à dire qui ne traitent pas très souvent, alors un prix réaliste peut être difficile à obtenir. Beaucoup d' ETFs Taux ou crédit portent des milliers de titres, dont certains ne traitent pas tous les jours ou même toutes les semaines. Cela signifie qu'obtenir un prix pour ces instruments dépend des estimations de la valeur de ces obligations. Ces estimations de la valeur peuvent être obtenues par un fournisseur intermédiaire de services de "pricing", par un sondage des desks de trading des banques ou, en interne, en utilisant des modèles de « pricing ». Le «Mispricing» d'instruments (mauvaise estimation du prix d'un titre) est un problème bien connu, mais qui est en général laissé de côté jusqu'au moment où le fond se trouve dans l'obligation de vendre. Si le fond reçoit un très grand nombre d'ordres de rachat simultanément, que se passe-t-il si il détient des obligations qui ne traitent pas très souvent mais qu'il doit liquider pour honorer les demandes de rachat? Très vraisemblablement, le prix de vente variera, parfois significativement, par rapport au dernier prix traité/estimé. Et bien entendu il y a de fortes chances que cela arrive au plus mauvais moment pour les investisseurs.

Ces inquiétudes ne paraissent pas encore avoir dissuadé grand monde d'adhérer à la popularité croissante de l'investissement passif. Nous avons juste passé en revue quelques légers signes précurseurs des défis qui pourraient se présenter aux investisseurs dans les fonds passifs, mais il faut garder à l'esprit que cela pourrait vite constituer un problème majeur!

Certains investisseurs pensent probablement qu'ils seront capables de sortir de ces fonds aussi facilement qu'ils y sont rentrés, voire au dernier prix indiqué sur leurs états officiels ou même au prix qu'ils voient sur leurs écrans! Dans un marché calme l'inquiétude n'a pas lieu d'être mais cette réalité fantasmée risque fort de disparaitre rapidement en cas de vague de ventes généralisée.

A l'heure ou nous écrivons, la liquidité du marché obligataire est correcte parce que les Hedge Funds et quelques autres institutions non bancaires sont actifs dans le marché et fournissent de facto de la liquidité. Le problème est que ce ne sont pas de vrais teneurs de marchés. Ils n'ont aucune obligation légale d'acheter les bonds que vous voulez vendre.



Dès lors il est facile d'imaginer toutes ces cotations à l'achat disparaissant brusquement juste quand vous en auriez le plus besoin. Ces "shadow banks" n'ont pas pour vocation de protéger vos actifs. Elles doivent se préoccuper de leurs profits et de ceux de leurs clients!

. L'investissement passif et l'exposition obligataire

Traditionnellement, les investisseurs qui souhaitaient avoir une exposition aux obligations avaient recours à leurs banques ou courtiers pour traiter des titres individuels. Trouver une obligation particulière, à part les obligations d'état, est généralement plus difficile et par conséquent plus couteux en termes de fourchette achat/vente. Ce problème se retrouve bien sur lorsque l'investisseur souhaite vendre ses obligations.

Cette magnifique innovation que constituent les fonds indiciels obligataires et les ETF présente donc l'énorme avantage d'éliminer le processus long et couteux qui permet d'acheter et de vendre des obligations individuelles.

Encore mieux, tout investisseur peut maintenant choisir, via un sous-index, la sous-catégorie du marché obligataire dans laquelle il veut être investi!

Par exemple: Obligations d'état ou obligations Investment Grade ou même

Mortgage-backed securities, asset-backed securities et collateralized debt obligations....

Cette flexibilité est tout à fait remarquable. Il est devenu si facile d'acheter une part de ces fonds que la plupart des investisseurs sont pratiquement convaincus qu'il sera aussi facile de s'en débarrasser quelques soient les conditions de marché. Nous avons déjà discuté le problème de la liquidité sous-jacente . Il en existe un autre: ce que l'on appelle l'optimisation.

En voici une définition : "la structure des fonds indiciels et ETFs est telle que dans bien des cas les gérants de ces fonds ne peuvent établir que des positions relativement imprécises (certains de ces constituants ne sont pas assez liquides) dans les actions ou obligations sous-jacentes des indices de référence. Ils doivent dès lors utiliser d'autres moyens pour obtenir l'exposition désirée avant de se repositionner sur les titres originaux au fil du temps, si possible, afin de répliquer l'indice aussi précisément que possible. En clair ils utilisent ce que les anglo-saxons appellent des « proxy ». Ceci est, en général, un problème plus important pour les fonds obligataires.



Puisque la réplication parfaite d'un indice obligataire est extrêmement difficile, les fonds indiciels et ETFs ont souvent recours à cette technique "d'optimisation" de leurs portefeuille pour répliquer leur indice de référence le mieux possible."

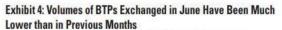
Il est clair que l'optimisation est loin d'être idéale pour répliquer la performance d'un indice au quotidien. Un ETF pourra donc voir, à certaines périodes, sa performance diverger de celle de son indice de référence (Ce que l'on appelle le « tracking error »). Malheureusement, les défauts de la réplication indicielle à travers l'optimisation sont souvent amplifiés dans les périodes de crise sur les marchés.....

. Les risques cachés de l'investissement passif vont finir par émerger

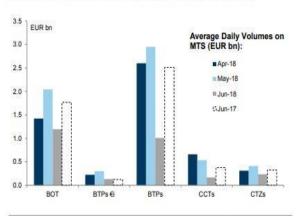
Il est évident que depuis 2009, l'investissement passif a formidablement augmenté sa part de marché aux dépens de l'investissement actif. Facile à comprendre, pas cher, fiable et, en théorie, parfaitement liquide. Un produit parfait semble-t-il? Mais ce qui est à la mode aujourd'hui ne sera pas forcément aimé et recherché demain. Les risques cachés que nous avons exhibés précédemment, tous inhérents aux fonds ou ETFs obligataires, feront surface tôt ou tard, et ceux qui auront fantasmés sur la liquidité éternelle dans les marchés obligataires de l'ère moderne finiront en poussant des cris d'orfraie, lançant des appels désespérés pour l'intervention immédiate des acheteurs de dernier recours : les banquiers centraux... Quant à savoir si les banques centrales auront l'envie ou la volonté d'acheter des obligations dites pourries, ceci est un autre débat.

Par ailleurs, ne perdons pas de vue que la dette souveraine des pays développés peut également être affectée par des problèmes de liquidité. Nous présentons ci-après deux graphiques intéressants (Goldman Sachs) concernant la liquidité sur le BTP (Bons du trésor Italien) durant l'avant dernier épisode de l'écartement du spread BTP/Bund, intervenu au printemps dernier.

On peut ainsi voir clairement sur ces graphiques, que tout au long de cette période de crise, les volumes traités, après une pointe intervenue vers la fin du mois de mai, étaient considérablement réduits et que dans le même temps la fourchette Achat/Vente sur TOUS les BTPs ne cessaient de s'élargir!

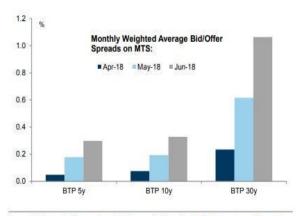


Volumes of cash secondary market (M.T.S.) as of June 30, 2018



Source: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 5: Bid/Ask Spreads Have Widened Meaningfully Monthly weighted average Bid/Ask spreads on M.T.S.



Source: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Goldman Sachs Global Investment Research

Source: Goldman Sachs

En l'espace de moins de trois mois les conditions de liquidité dans un des plus gros marché de dette souveraine au monde se sont détériorées significativement, conduisant à des mouvements de prix beaucoup plus volatiles.

. CONCLUSION

Nous avons donc montré que les nouvelles conditions qui prévalent dans les marches obligataires modernes, les nouvelles dynamiques et les nouveaux instruments et comportements qui y ont cours rendent ces marchés extrêmement vulnérables à d'énormes débouclements de positions longues existantes.

Des obligations dites "pourries" (obligations à haut rendement) jusqu'aux obligations souveraines de certains états développés comme les BTP Italiens, en passant par les obligations Investment Grade (dont plus de 40% sont notées BBB, c'est-à-dire le plus bas niveau possible avant de devenir « pourrie ») la liquidité est susceptible de disparaitre très vite laissant des milliers d'investisseurs collés avec des positions sur des titres dont ils ne veulent plus.

Ces investisseurs redécouvriront, mais un peu tard, que quand on cherche de la liquidité permanente quelques soient les conditions sur les marchés obligataires,



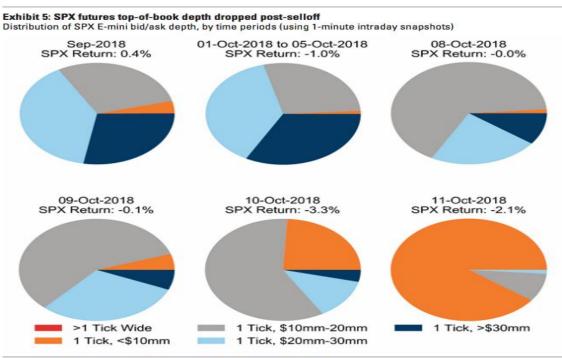
les Emprunts d'Etat Japonais - JGB (Merci à la BoJ), les Emprunts d'Etat Allemands (Schatz/Bobl/Bund) et bien sur les Emprunts d'Etat Américains — US Treasuries, sont toujours les références ultimes.... Même si le rendement de tous ces instruments n'est effectivement pas très « sexy »...

. ADDENDUM

Suite aux deux jours de ventes soutenues intervenus la semaine dernière les 10 et 11 Octobre, il nous a paru opportun et intéressant de présenter une mise à jour des conditions de liquidité actuelles sur certains marchés directeurs.

Commençons avec le SP500 Index Futures. Comme les graphiques sont parfois plus instructifs et plus parlant qu'un long discours voici deux graphes fournis par Goldman Sachs montrant comment la PROFONDEUR de la fourchette Achat /Vente sur les futures SP500 a évolué la semaine du 8 octobre courant et, ensuite, sur les quatre dernières années.

Comme vous pouvez le voir sur le premier graphique, la liquidité et la profondeur du Bid/Ask spread le 11 octobre était déjà très faible (80% du temps on ne pouvait pas vendre ou acheter 10 millions de USD sur un tick) notamment comparée à ce qui prévalait au début du mois.



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Goldman Sachs Group Inc., Reuters

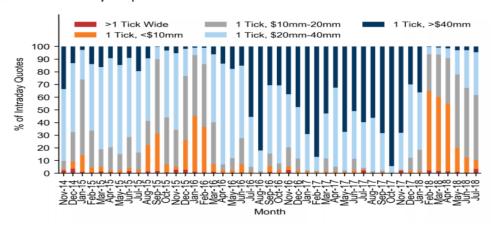


Source: Goldman Sachs Global Investment Research.

Sur un plan à plus long terme, on peut voir, sur le second graphe, que les conditions de liquidité en février, mars et avril 2018 étaient déjà pire que celles de janvier 2016 ou d'aout 2015, le mois du flash crash V2.0. Une évolution qui ne parait pas très saine....

Exhibit 12: E-mini SPX future bid/ask quotes below \$20mm notional are more common now than in most of 2015-7

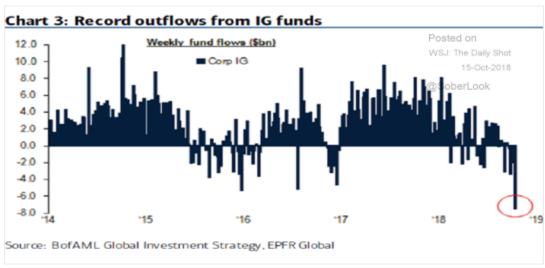
Monthly distribution of average bid/ask width (# of 0.25 ticks) and depth (\$mm notional), based on 5-minute intraday snapshots



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Reuters

En ce qui concerne les marchés de taux et crédit, nous présentons trois charts tirés du WSJ Daily Shot du 15 Octobre courant :

La semaine du 8 Octobre fut la première depuis très longtemps à connaitre d'énormes flux sortant des obligations et des fonds Investment Grade.



Source: WSJ The Daily Shot



Plus généralement, TOUT l'univers des ETFs Taux et Crédit a dû faire face à des rachats massifs.



Source: WSJ The Daily Shot

Jusqu'à présent la liquidité a été convenable et continue, suffisamment en tous cas pour permettre d'absorber l'augmentation significative du volume de ventes. MAIS, mais, le pourcentage d'obligations Investment Grade qui traite sous 90 cents du dollar est en augmentation perpétuelle et se trouve maintenant au plus haut depuis 2014, notamment les durations les plus longues. Les investisseurs feraient bien de garder à l'esprit que la convexité marche dans les deux sens...





Source: WSJ The Daily Shot



Références Bibliographiques:

Ceux intéressés par ces questions et désireux d'approfondir le sujet pourront consulter tout ou partie des articles suivants:

- https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf
 Rapport officiel de la SEC sur le Flash crash V1.0
- The Evergreen Gavekal chart book of September 2015.
- https://www.sec.gov/marketstructure/research/equity-market-volatility.pdf

 Document official sur le Flash Crash V2.0
- <u>https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-us-</u>equity-market-structure-october-2015.pdf

Un rapport de BlackRock sur le Flash Crash V2.0

- L'excellent Daily Shot (WSJ Tous les jours)
- Le court et excellent "The illusion of liquidity and its consequences"
 Louis Gave Gavekal Research Mai 2018
- La très bonne série de 8 articles: "Train Crash"

 John Mauldin Thoughts from the front line mai-juin2018
- Le très bon blog financier The Heisenberg Blog.
- https://www.ft.com/content/cdbdd01a-95b4-11e8-95f8-8640db9060a7
 Passive investing is storing up trouble: FT 02/08/2018.
- https://invmgmt.com/wp-content/uploads/2018/03/wsj-etf-liquidity.pdf
 Could ETF fall into a liquidity jam? WSJ 21/03/2018
- http://global.beyondbullsandbears.com/2018/05/02/etf-liquidity-marketvolatility/

Franklin Templeton Investments 02/05/2018.

- Sailing Versus Rowing: Active Versus Passive
 Michael Lebowitz via RealInvestmentAdvice.com
- https://www.finra.org/sites/default/files/OCE researchnote liquidity 2015 12.p

 df

FINRA Rapport sur la liquidité des corporate bonds.