



EXPLICATION D'UNE CORRECTION PRINTANNIÈRE

UN CAS TYPIQUE DE SELL IN MAY AND GO AWAY?

OU LE SIGNE AVANT COUREUR DE QUELQUE CHOSE DE PLUS SINISTRE?

UN AUTRE EXEMPLE DE L'IMPORTANCE CROISSANTE DES TWEETS POLITIQUES



Bruno Syrmen

CIO Alternatif - Partner

bsyrmen@seven-cm.com

+33 1 42 33 75 22

1/ Introduction

Suite à ce qui restera dans les annales comme le meilleur début d'année pour beaucoup de classes d'actifs depuis la Grande Crise Financière, tout particulièrement pour les actions US dans leur ensemble qui ont eu leur meilleure période janvier/avril depuis 1992, le principal indice actions US, le SP500, établit un nouveau plus haut historique (2954) le 1er mai 2019.

Et juste au moment où l'horizon semblait totalement dégagé, quand le ciel apparaissait sans nuages pour les investisseurs du monde entier, deux tweets de 180 caractères postés par celui qui est sans doute l'homme le plus puissant de la planète déclenchèrent une avalanche de ventes d'actions sur l'ensemble des bourses mondiales.

Nous avons donc décidé de regarder dans le détail ce qui s'est passé sur les marchés actions en ce joli mois de mai, pour étudier notamment si le fameux dicton de Wall Street: « Sell in May and go away » s'applique en 2019.

Les phases de ventes suite à l'établissement de plus hauts historiques sont généralement violentes et devraient être vues comme une espèce de purge cathartique, particulièrement après 4 mois de hausse ininterrompue. Comme nous l'avions déjà suggéré dans une précédente étude (Octobre Rouge : La catastrophe pour les CTA et HF) les « drawdowns » ne sont plus censés exister à notre époque. Quand il y en a c'est un signe que quelque chose a troublé « l'ordre naturel des choses financières », c'est à dire un marché haussier perpétuel... Et dès lors la communauté des investisseurs au sens large a le droit de savoir où résident les responsabilités.

2/ La cause de la première vague de ventes massives

Le dimanche 5 mai, les tweets suivants frappèrent la "twittosphere":



[Donald J. Trump](#) **Verified account** [@realDonaldTrump](#)

FollowFollow @realDonaldTrump

More

For 10 months, China has been paying Tariffs to the USA of 25% on 50 Billion Dollars of High Tech, and 10% on 200 Billion Dollars of other goods. These payments are partially responsible for our great economic results. The 10% will go up to 25% on Friday. 325 Billions Dollars....

[Donald J. Trump](#) **Verified account** [@realDonaldTrump](#)

FollowFollow @realDonaldTrump

More

....of additional goods sent to us by China remain untaxed, but will be shortly, at a rate of 25%. The Tariffs paid to the USA have had little impact on product cost, mostly borne by China. The Trade Deal with China continues, but too slowly, as they attempt to renegotiate. No!

Ou comment passer d'un accord commercial quasi certain à une guerre commerciale ouverte en 360 caractères. Les Futures sur le Dow Jones Industrial Average perdirent immédiatement 500 points et, dans le même temps, le SP500 et les Futures Nasdaq perdirent environ 2% alors que le marché actions Chinois s'effondrait lui de 6%.

N'étant pas des commentateurs politiques, il ne nous appartient pas d'investiguer sur les causes principales de ces annonces pour le moins surprenantes, étant donné le ton optimiste des négociateurs officiels US jusqu'à la fin avril.

Ce que l'on peut dire avec quasi-certitude par contre, c'est que, du point de vue des marchés financiers, ces 2 tweets étaient assortis d'une étiquette portant la mention "Attention DÉSASTRE" .

En effet, non seulement, le SP500 et le Nasdaq évoluaient près de leurs très récents plus hauts historiques (Voir chart 1 ci-dessous indice S&P500 dans le cercle vert).

SPX Index (S&P 500 Index)

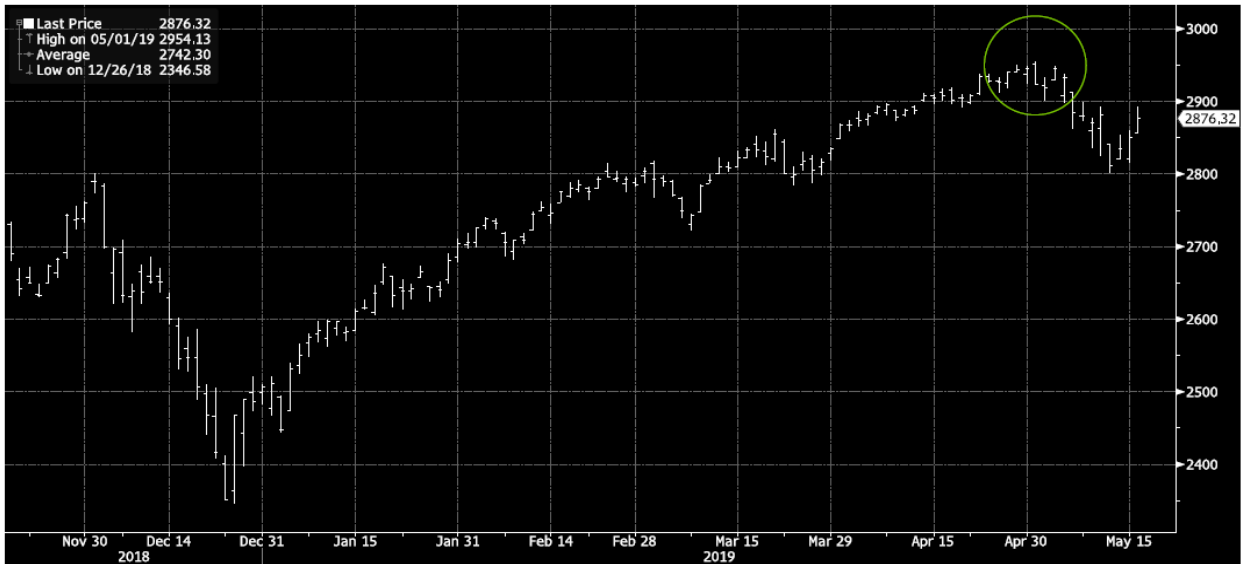


Chart 1 source: Bloomberg

Mais aussi la volatilité implicite du SP500, submergée par des ventes massives et persistantes, établissait de nouveaux plus bas (11.03% le 17 avril comme on peut le voir sur le chart 2 ci-dessous), entraînant la position NETTE sur Futures VIX détenue par les acteurs « non-commercial » en territoire TRÈS négatif. En fait il s'agissait ni plus ni moins d'un record historique quant au nombre de Futures VIX SHORT ! Voir chart 3 ci-dessous

VIX Index (Chicago Board Options Exchange Volatility Index)

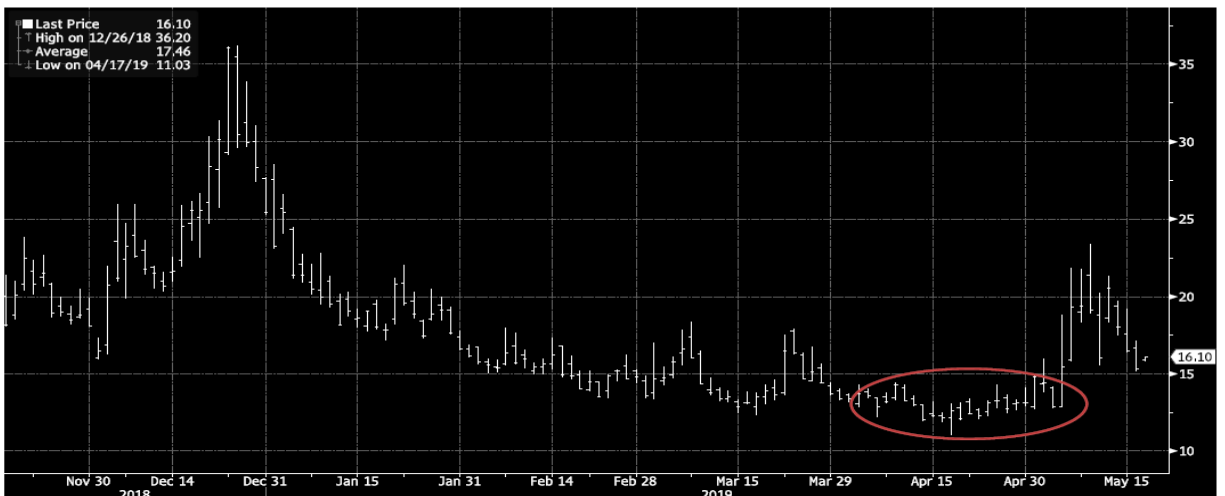


Chart 2 source: Bloomberg

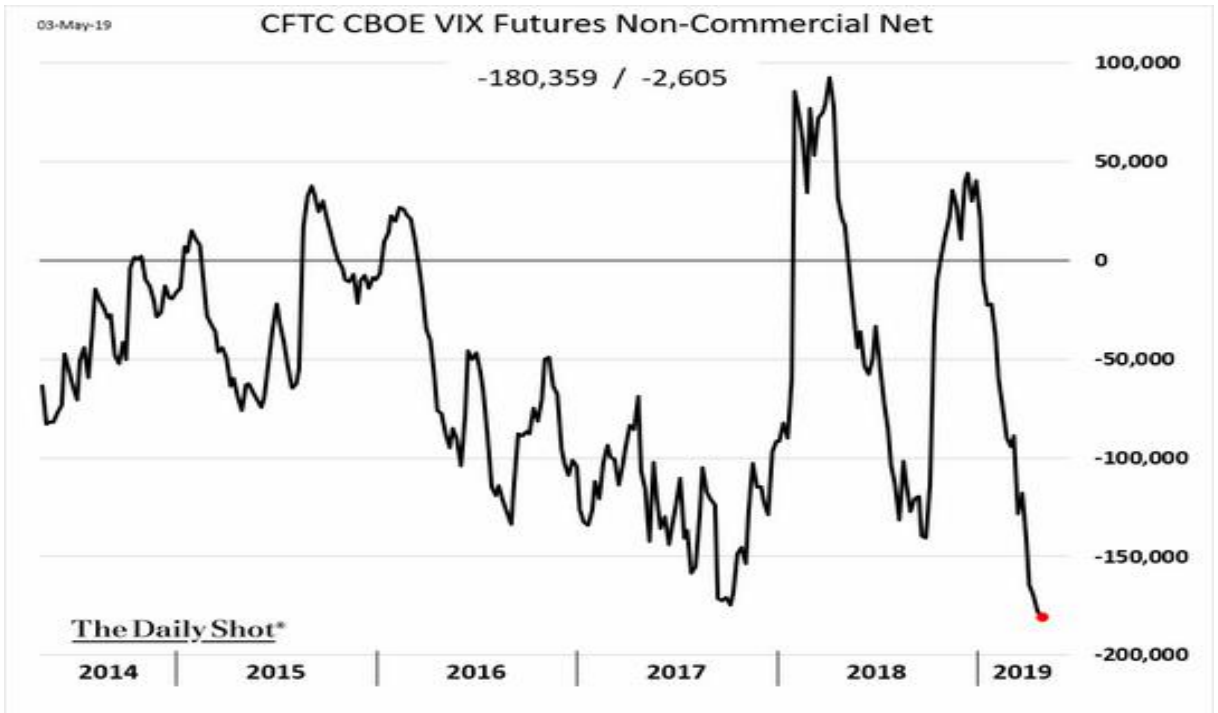


Chart 3 source: The Daily Shot

3/ La Ruée vers les sorties

Et donc le lundi 6 mai, dès l'ouverture des marchés les indices actions entamèrent le demi-tour qui devait finalement les conduire à perdre 4.55% en une semaine (reportez-vous au chart 1).

Bien évidemment cette correction a été accompagnée d'un joli "short covering" des positions de volatilité comme le montre le chart suivant du premier Future VIX...

Celui-ci a grimpé d'un point bas de 15.5% jusqu'à un plus haut de 19.15% en juste 4 jours, ce qui ne semble pas être un mouvement énorme (et ça n'en est pas un d'ailleurs) mais qui représente tout de même une hausse de 23.5%!

UXM9 Index (CBOE Volatility Index Future)



Chart 4 source: Bloomberg

Le mouvement le plus violent s’est déroulé le 7 mai quand l’indice S&P500 a cassé ce qui était alors un très important support technique, la zone des 2880, déclenchant ainsi un flux important de ventes reliées à des ajustements de Gamma de positions options et à une ruée pour racheter des options!

Généralement, une position longue Gamma se construit dans le marché, ou plus précisément dans les livres des “dealers” et teneurs de marché options, parce que dans un marché au trend haussier régulier et bien établi les stratégies short de volatilité non seulement prolifèrent, mais pour des tailles de plus en plus imposantes !

De plus en plus de gens vendent des Puts spreads ; de plus en plus de gens vendent des Strangles, des Straddles. Toutes sortes de stratégies qui vont augmenter le rendement d’un investissement. Et vous pouvez donc supposer sans grand risque de vous tromper que les teneurs de marché, c’est-à-dire les acheteurs de toutes ces stratégies, se retrouvent long Gamma dans des zones, où cela s’avère être totalement... inutile, c’est-à-dire des zones où le marché ne bouge pas.

Mais, essentiellement pour des raisons de gestion des risques d’ailleurs, les intervenants vendant la volatilité agressivement achèteront un Put Hors de la Monnaie (OTM) pour protéger leurs positions à la baisse. Cela constitue en fait une petite prime à déduire de la somme totale que vous rapporte les ventes des options de votre stratégie

Le point clé est alors de déterminer avec le plus d'exactitude possible la zone où la position initialement longue de gamma s'inverse pour devenir short gamma sous l'influence des Puts hors de la monnaie vendus par les teneurs de marchés.

Parce qu'une fois que cette position de gamma s'est inversée, plus le marché baisse, plus les "dealers" et teneurs de marchés se retrouveront long du sous-jacent, et donc plus ils devront VENDRE pour **maintenir leurs niveaux d'exposition ou de couverture initiaux**.

Cet enchaînement de faits peut conduire à un environnement de marché short gamma et par conséquent à de féroces mouvements de baisse.

Le lundi 6 mai par exemple, cette zone où le gamma du marché changeait de signe s'établissait entre 2880 et 2890 sur l'indice S&P500. D'où l'accélération vers 2862 (plus bas du 7 mai) quand le support crucial des 2880 fut enfoncé! Voir le chart 5 ci-dessous

SPX / SPY consolidated gamma flips 'negative' at 2890:

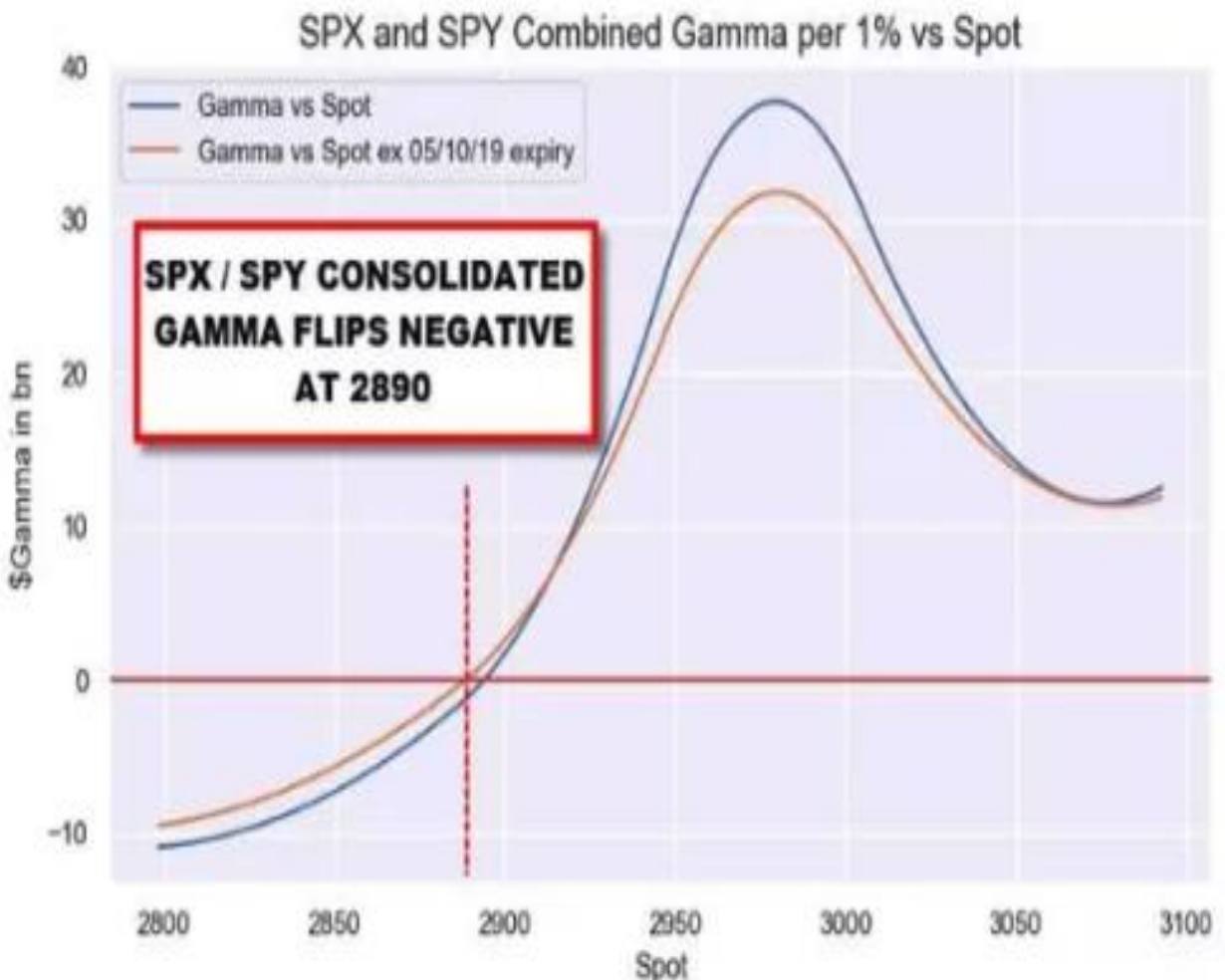


Chart 5 source: Nomura



L'objectivité nous oblige à souligner que comparé aux pires vagues de baisse de l'année 2018 les implications de la position gamma short des « dealers » furent beaucoup moins extrêmes : moins de 10 Milliards de USD pour un mouvement vers le bas de 1% sur l'indice ; selon le chart 5 ci-dessus (ou peut être presque 30 Milliards de USD pour couvrir un mouvement de baisse de 1% selon Barclays....) .

Si vous ajoutez à cela la convergence avec les zones où les modèles de CTA et de Momentum (« Trend following ») atteignent leurs premiers niveaux de réduction d'exposition (le fameux « deleveraging »), les forçant à vendre une partie de leurs positions longues.

Cette intersection entre les zones d'inversion de positions gamma des teneurs de marchés options et des CTAs qui vendent mécaniquement dès que leurs benchmarks plongent à travers des niveaux clés est particulièrement redoutable.

Et comme le fait si bien remarquer un célèbre blogueur financier : The RealHeisenberg "Quand tout cela se déroule dans un environnement illiquide, les mouvements de baisses sont exagérés, la volatilité explose et l'engrenage entre la profondeur du marché et le VIX entre en jeu".

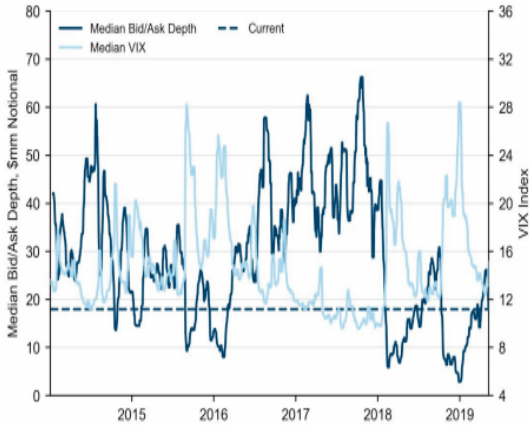
En effet, la relation entre la profondeur de marché et la volatilité n'est pas linéaire. Ce qui signifie que la profondeur de marché diminue de façon exponentielle au fur et à mesure que le VIX augmente. Typiquement quand le VIX explose comme il l'avait fait le jour du Vol-Mageddon en février 2018, la liquidité du marché disparaît presque entièrement!

Cette relation est également réflexive et peut, en outre, être amplifiée par la réduction du levier utilisé par les CTAs ou les stratégies dites de « trend following » ou encore les couvertures des positions de dérivés par les « dealers » et teneurs de marchés.

Nous vous présentons maintenant un chart qui vous montrera le niveau de profondeur dans le SP500 après 4 mois de rallye ininterrompu (partie gauche) et ce qui s'est passé la semaine dernière quand la profondeur, mesurée par la largeur du spread bid/ask, et les volumes nominaux traités sur les Futures SP500 E_mini Futures furent drastiquement réduits (jusqu'aux niveaux de janvier) en 4 jours sans même que le VIX ait eu besoin d'exploser à la hausse!

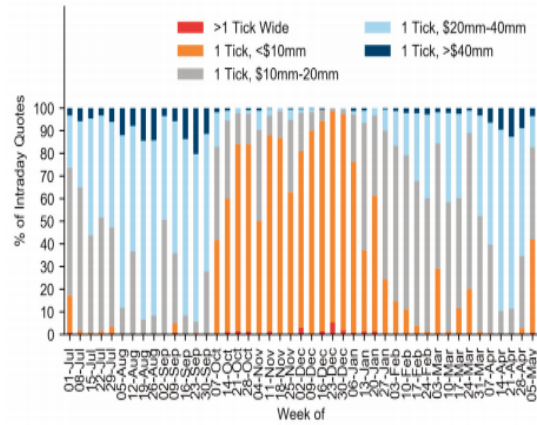


Exhibit 24: Prior to the sell-off, top-of-book depth had not quite reached September's level
10-day rolling median E-mini future bid-ask depth, based on 5-minute intraday snapshots



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Reuters

Exhibit 25: Last week showed the worse top-of-book depth metrics since mid-January
Weekly distribution of SPX E-mini futures bid/ask width (# of 0.25 ticks) and size (\$mm notional), based on 5-minute intraday snapshots



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Reuters

Chart 6 source: Goldman Sachs Global Investment Research

Ainsi dans le courant de l'après-midi du mardi 7 mai, il devint apparent qu'au moins certains des mécanismes décrits dans les pages précédentes étaient à l'oeuvre.

Au même moment la courbe du VIX s'inversa, c'est-à-dire que les premiers futures VIX sont devenus plus chers que ceux représentant les mois éloignés. Ce mouvement d'inversion était le plus large depuis décembre 2018....

Le chart 7 ci-dessous vous donnera une belle représentation visuelle de tout cela à la clôture de la séance du 7 mai après que le VIX ait grimpé au-dessus de 19%, comparé à la même courbe prise le 30 avril, quand le marché actions US volait de record en record....

Ensuite, le chart 8 vous prouvera que, nonobstant un mouvement baissier relativement contenu (-4.5%) sur l'indice SP500, l'inversion de sa courbe de volatilité implicite fut très violente, indiquant de réelles craintes quant à une issue favorable des négociations sino américaines.

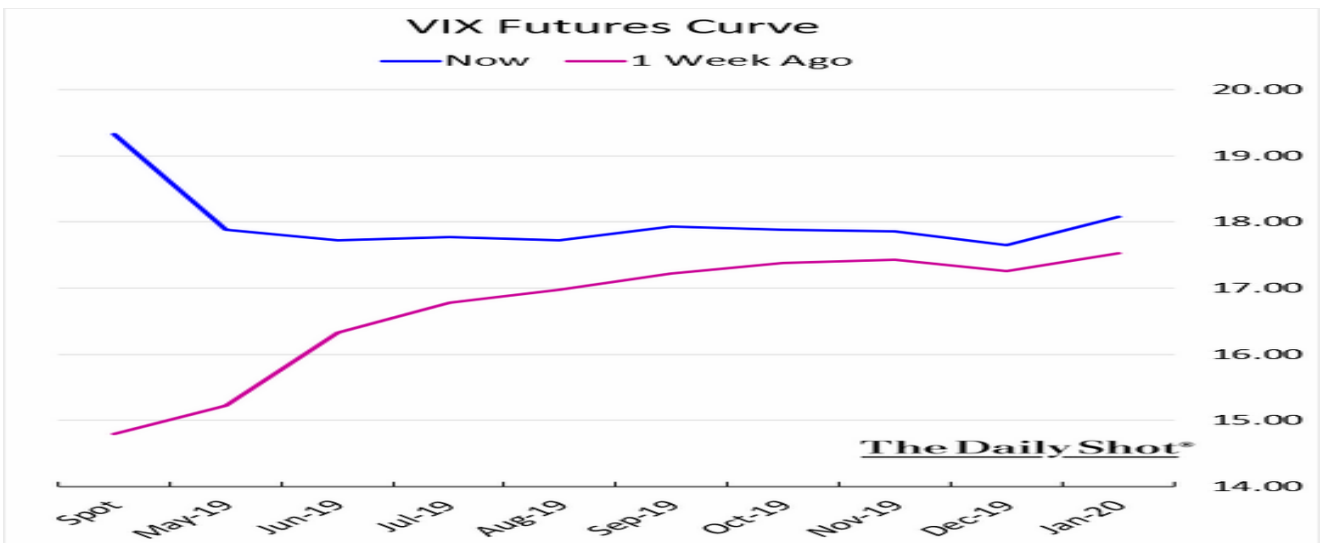
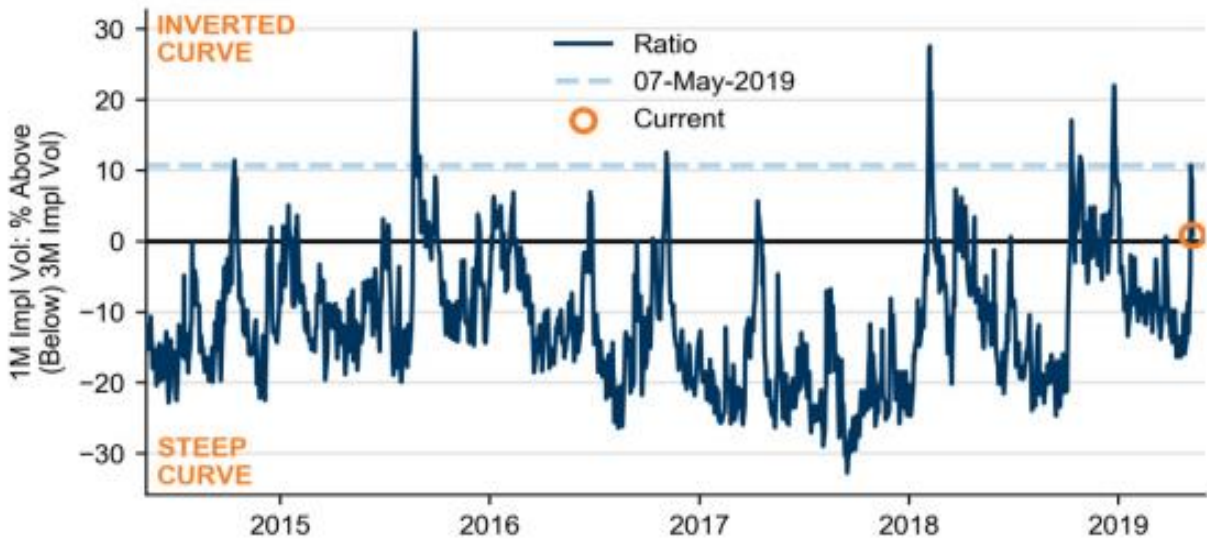


Chart 7 source: The Daily Shot

Exhibit 1: Implied vol curve hit one of its most inverted points in years - indicating acute fear over trade negotiations

Ration of one-month to three-month SPX 50-delta implied volatility



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

Chart 8 source: Goldman Sachs Global Investment Research.

Dire que tout était rentré dans l'ordre le vendredi 10 mai serait mentir... Certes la volatilité s'essouffla, au fur et à mesure que certaines positions longues sur la Vol. implicite, désormais dans la Monnaie (ITM), firent l'objet de prises de profits (une position longue de Puts 2900 par exemple était très profitable à ce stade). En outre on pouvait constater quelques nouvelles ventes sporadiques de Vol. (Vente de Puts sur SP500 le jeudi 9 mai par exemple) ce qui contribua aussi à faire plonger le premier Future VIX sous la barre des 17%. (Cf chart 4). Le point bas (temporaire?) à 2801.43 de cette vague de baisse a été atteint le 13 mai, avant qu'un rebond (du chat mort?) n'intervienne et ne ramène le S&P500 vers ses anciens supports et la zone des 2880/2890 (2892.15 traité le 16 mai). Ce rebond a bien entendu déclenché une vague de vente de Vol. qui a ramené l'indice VIX à 15.5% et le premier Future VIX juste en-dessous de 17% (Cf charts 2 et 4 à nouveau) Ce rebond ne signifie pas pour autant que le marché est déjà sorti du bois, et qu'il est par exemple à l'abri de la réduction de l'effet de levier des fonds systématiques. Les stratégies à objectifs de volatilité continueront vraisemblablement à réduire le risque dans les jours à venir dans la mesure où la Vol. réalisée a augmenté régulièrement jusqu'au 13 mai.



Selon The Heisenberg : « des estimations de la réduction du risque à venir pour ce type de fonds situeraient le montant total dans la zone des 20-25 Milliards de USD ».

Pendant ce temps, pour ceux pas totalement convaincus que les ventes de mai constituaient un cas typique de “Sell in May and go away” et qui souhaitent donc conserver des positions mais en couvrir certaines, les Put options à maturité plus longues, à partir de septembre 2019, ont toujours l'air abordables, principalement à cause de la forte hausse des Vols. courtes qui a contribué à faire que les Vols longues soient délaissées et donc peu chères par rapport à ce qu'elles auraient dues être !

4/ Conclusion

Il est impossible de dire, à l'heure actuelle, si la soudaine et inattendue correction des marchés actions est terminée.

Il faudrait cependant garder à l'esprit un certain nombre de faits:

- Quand on parle de négociations commerciales entre grands pays : ne considérez pas qu'un accord rapide est garanti. En tous cas prenez soin de ne pas l'anticiper trop fortement.
- Quand la position totale NET VENDEUSE des intervenants « non commercial » (Hedge Funds typiquement) sur les Futures VIX atteint un nouveau record historique, attendez-vous à ce qu'un pic de volatilité soit atteint suite à un énorme short-covering plus tôt que tard.....
- Quand ce pic se matérialise, n'espérez pas que la liquidité et la profondeur du marché restent aux mêmes niveaux....

Ah oui, une dernière chose: tous les tweets ne sont **PAS** des news, encore moins des scoops....

B. SYRMEN
21 mai 2019