Septembre 2019 :
DU REPO AU QE …

Bruno Syrmen
CIO Alternatif - Partner
bsyrmen@seven-cm.com
+33 1 42 33 75 22

OU COMMENT LA FED A FINALLEMENT REPRIS LE CONTROLE DE SES TAUX D'INTÉRETS DE RÉFÉRENCE !

C'est donc durant la semaine du 16 septembre que les conséquences de la politique de resserrement monétaire de la Fed sont apparues au grand jour dans le système financier US.

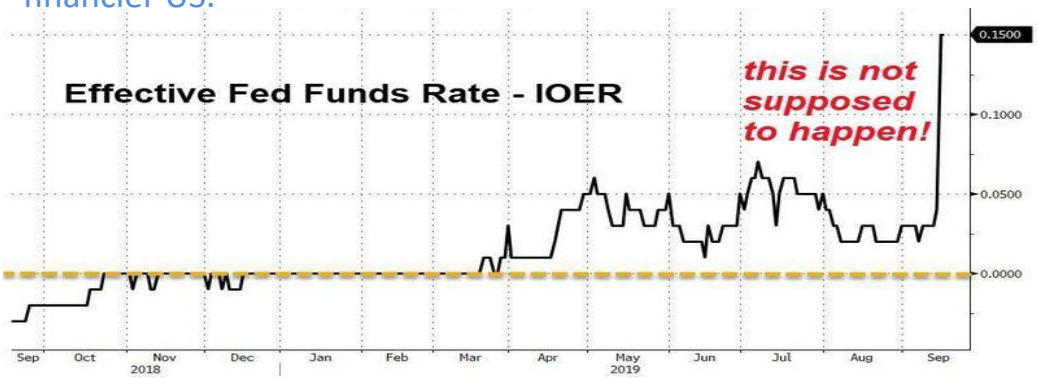


Chart 1 : source: Zero Hedge

Le Taux IOER est le taux d'intérêt que la FED paye sur les réserves excédentaires que les banques conservent dans les livres de la Fed.

Dans cet article, nous évoquerons en détails les événements de la semaine du 16 septembre, leurs causes et ce que furent les diverses réponses de la Réserve Fédérale.

Nous aborderons aussi la façon dont les choses pourraient se normaliser dans le futur pour régler une bonne fois pour toute cet autre problème majeur de liquidité.

• Ils ont perdu le contrôle

Vous pouvez ne pas connaitre les spécificités du marché monétaire, mais la plupart d'entre vous savent maintenant que les marchés monétaires US ont traversé une crise sévère vers la mi-septembre.
Ce qu'il faut bien appeler un squeeze, qui a envoyé le taux de General Collateral Repo au plafond (cf graphe ci-dessous), était dû à un certain nombre de facteurs. Certains d'ordre structurel (contraction de la balance-sheet de la FED, offre surabondante de Treasuries pour financer le déficit alors que les dealers sont déjà très chargés en T-Bills et T-Notes), d'autres d'ordre plus particulier (Paiements de l'impôt sur les sociétés, détachement de coupon et aussi le massacre des Bonds lors de la première quinzaine du mois, le pire depuis l'élection présidentielle de 2016). Ce que cela signifie en pratique est que les banques n'ont plus suffisamment de cash disponible à se prêter entre elles...

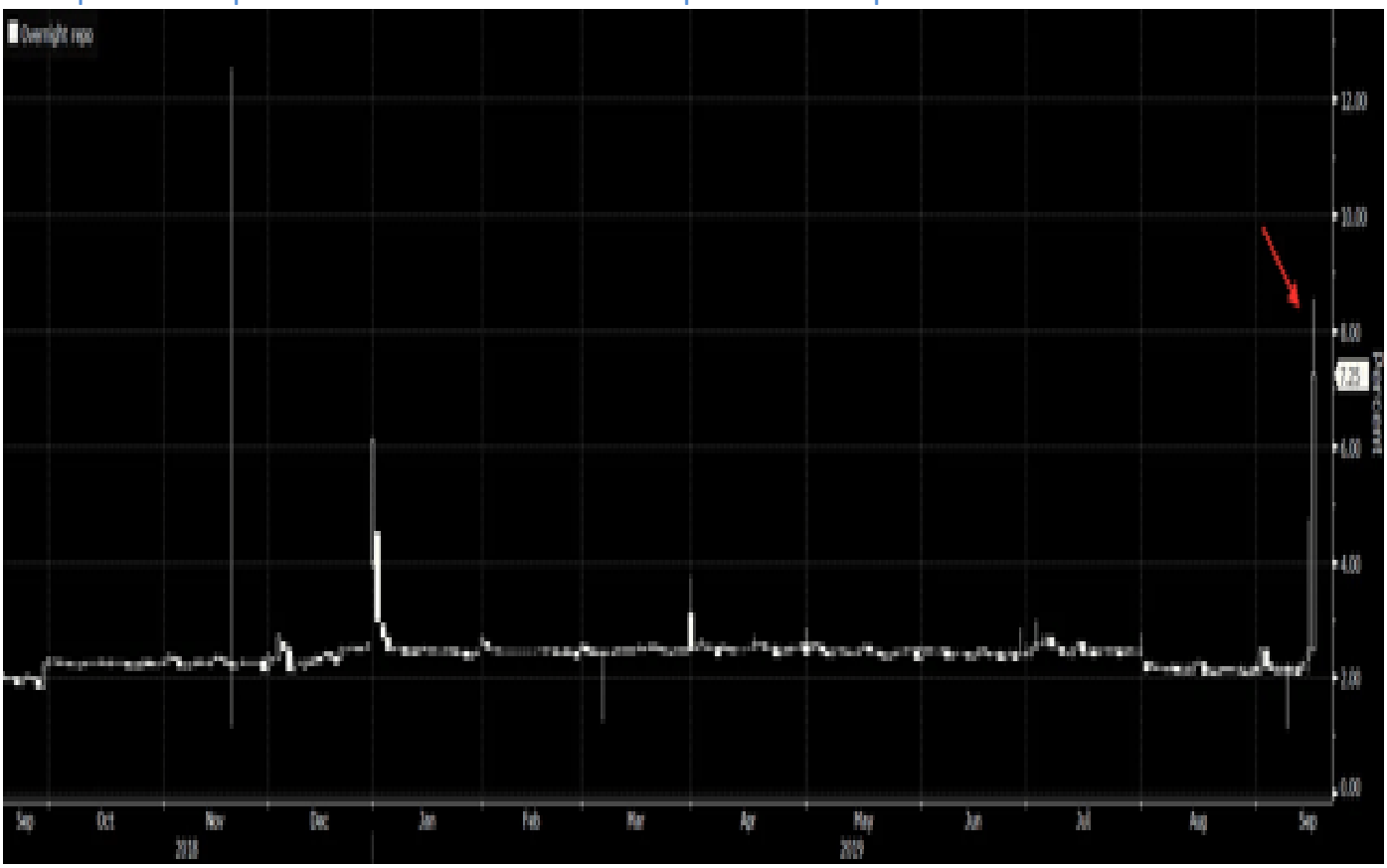


Chart 2 :source : Bloomberg

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

La FED de New York dut intervenir le mardi 17 septembre pour la première fois en dix ans, après que le taux effectif des Fed Funds ait été tiré au-dessus de la limite supérieure de son couloir d'évolution. La Federal Reserve Bank of New York bras armé de la FED sur les marchés, prouva ainsi en intervenant que la FED avait, en fait, perdu le contrôle sur les taux d'intérêt.

Et le graphe présenté ci-dessous fournira aux sceptiques une représentation claire de la FED perdant littéralement le contrôle des taux – même si c'était de façon temporaire.

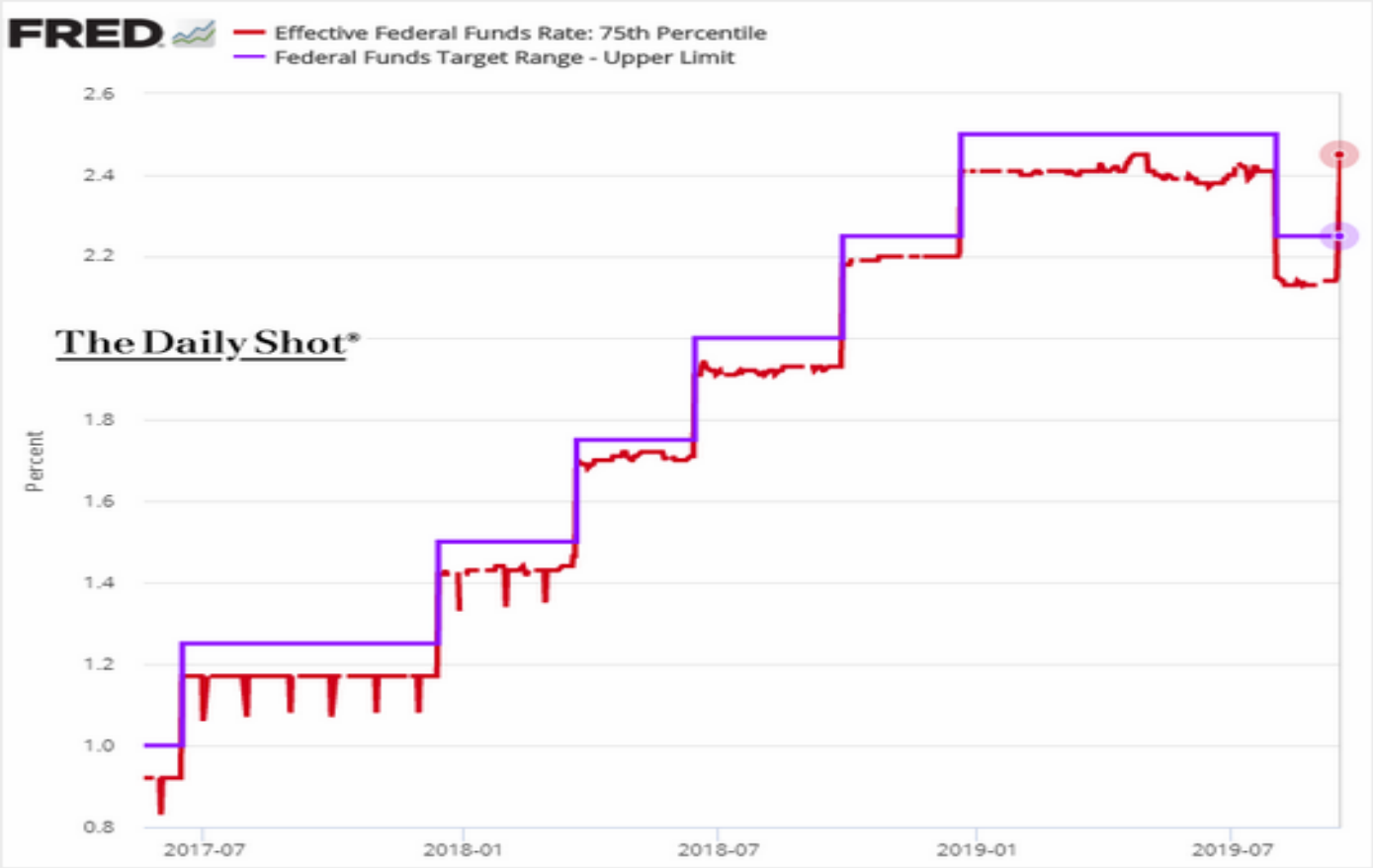


Chart 3: Source WSJ The Daily Shot

Au vu de ce graphe, il est difficile de dire que la FED contrôlait ces taux quand elle avait déjà eu beaucoup de mal à les contrôler depuis le mois de mars, comme le montre très bien le chart 1 page 1. Celui-ci vous montre clairement que le problème était patent depuis mars 2019 quand le taux effectif (courbe en noir sur le chart 1) a commencé à diverger de la ligne horizontale en jaune, son objectif officiel….

Vous pouvez voir dans le graphe suivant que le plus haut atteint par le taux de refinancement overnight était vraiment historique :

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

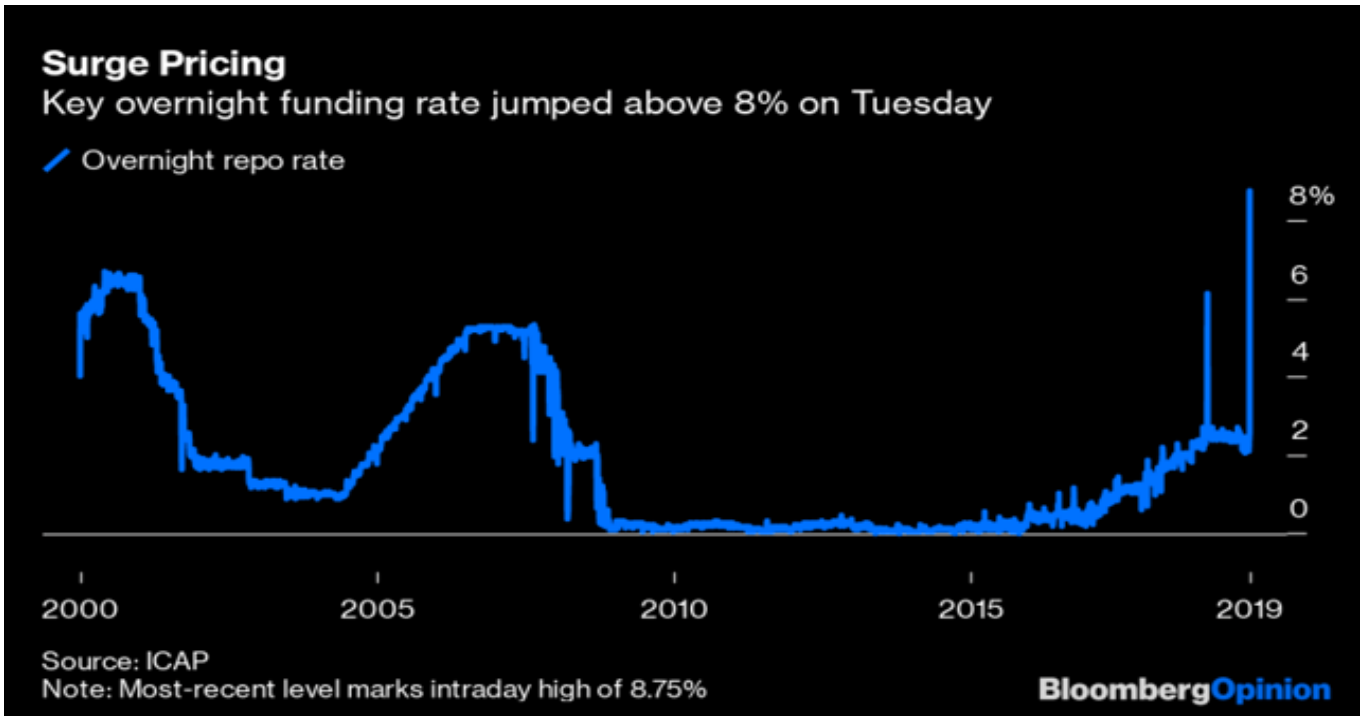


Chart 4 : source : ICAP and Bloomberg

Comme le magazine the Economist l'a fort bien écrit dans un article paru dans la section "Finance and Economics" de son édition papier sous le titre "Hitting the Ceiling." (Se cogner au plafond…):

"That sent shivers down spines. A spiking repo rate was an early warning sign before the financial crisis. In 2007, as market participants began to doubt the quality of collateral backed by mortgage lending, repo rates jumped as lenders hoarded cash.

The latest jump was unlikely to have been caused by such doubts. Most collateral is now high-quality American Treasury bonds or bills. Even so, there are reasons to worry. America's banks and companies seem to be short of cash.

And during the turmoil the repo rate stopped tracking the federal funds rate. This link is the main way monetary policy influences the economy. A gap opening between the two deprives the Fed of its most important policy tool."

Heureusement, les interventions de la FED de NY semblent avoir marché puisque le taux de repo est retourné à son niveau habituel, proche des taux des Fed Funds, soit dans le couloir où la FED souhaite le voir évoluer.

. Était-ce vraiment si grave?

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

OUI! Définitivement oui! En fait pour les acteurs sur ces marchés, ce fut une semaine horrible! Une conjonction de facteurs servit de détonateur à l'explosion initiale le lundi 16 septembre: date limite de paiement de l'impôt sur les sociétés pour les compagnies US, ce qui signifie qu'un énorme montant de cash fut retiré des comptes bancaires pour payer les taxes fédérales, un jour férié chez le plus gros détenteur et acheteur étranger de US-Treasuries (Japon) et une grosse "dépense imprévue"(?? Les facteurs "techniques invoqués par la FED…)) … ainsi qu'une énorme journée de règlement/livraison pour des Treasuries utilisés en collatéral et émis la semaine précédente. Et dans ce cas énorme signifie vraiment énorme. Le Trésor US avait en effet émis plus de $70 Milliards de Bills la semaine précédente. Regardez les 2 charts suivants: le montant de valeurs du Trésor US sur les balance sheets des banques et ensuite les actifs cash de ces mêmes banques…

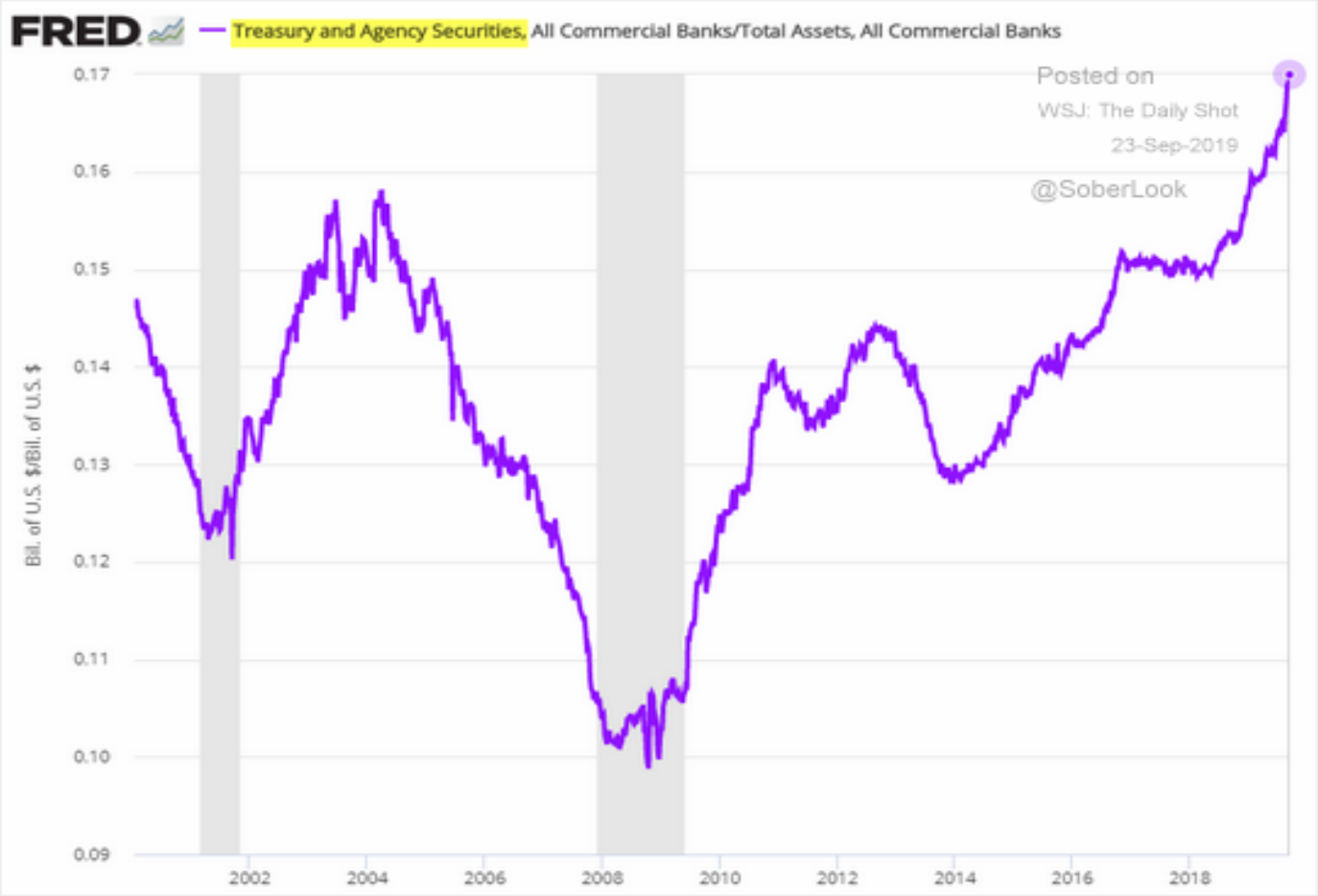


Chart 5 : source: Fed of St Louis

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

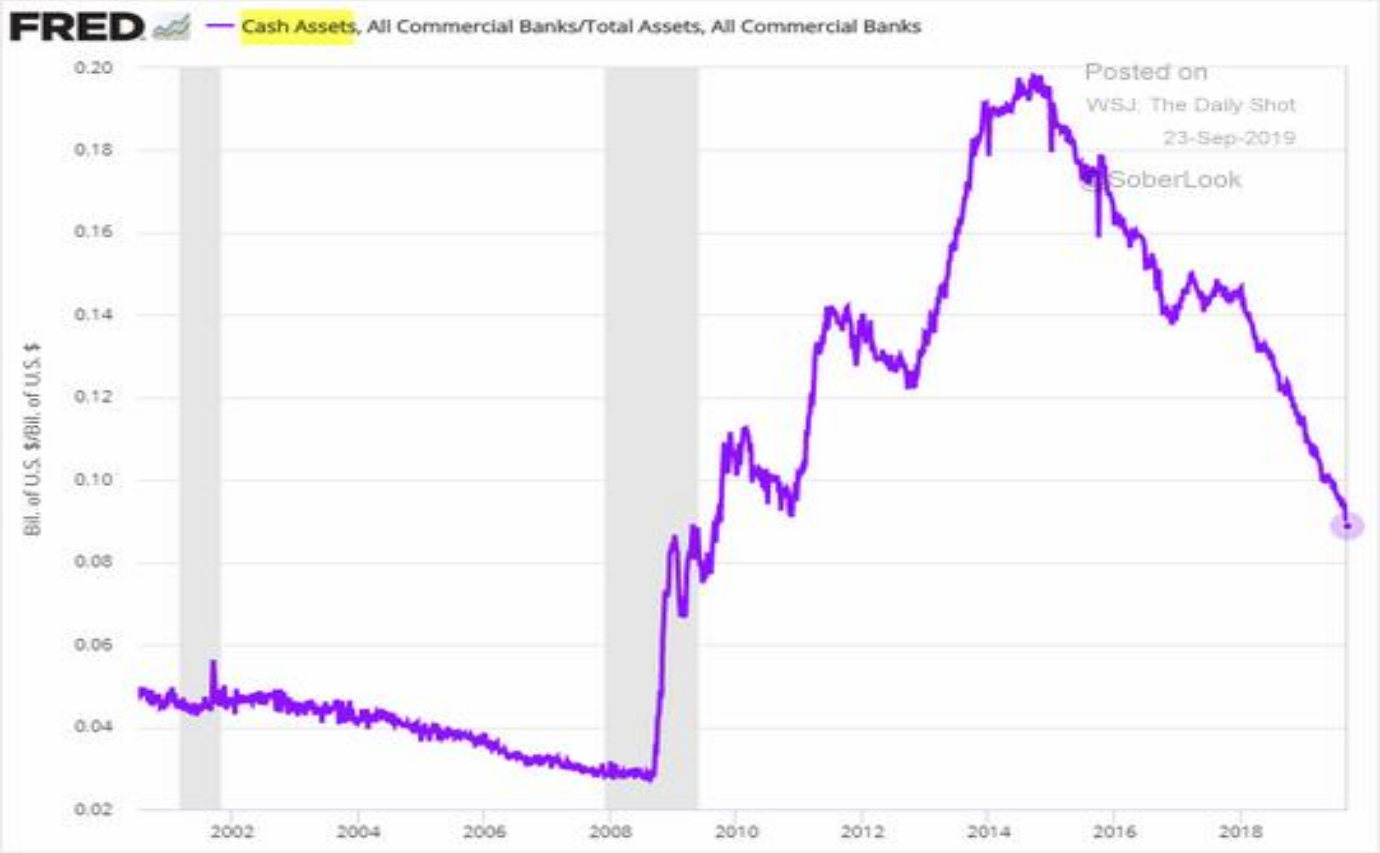


Chart 6 : source : Fed of St Louis

Le pourcentage des Treasuries dans les actifs totaux des grandes banques U.S. dépasse maintenant 20%, un plus haut historique. A l'inverse, le Cash, en pourcentage des actifs de ces mêmes institutions, est maintenant réduit à 8%, ce qui constitue un nouveau plus bas de la période post-Dodd Frank et post-Basel 3.

On confine aux limites du système; les banques ne peuvent guère continuer à tirer sur leur balance cash pour acheter des Treasuries. Mais qui alors va financer l'énorme déficit budgétaire US? Les niveaux de Cash ne peuvent pas (et ne devraient pas) descendre beaucoup plus bas, comme ils le firent dans les années 2000, parce qu'on atteindrait alors le genre de « leverage » qui a provoqué puis amplifié la GFC, et parce que les règles prudentielles en vigueur imposent aux banques d'avoir plus de Cash en réserve.

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

Pris individuellement, chacun des facteurs mentionnés ci-dessus peut pousser le taux de repo overnight plus haut, même dans des conditions de marché "normales". Étant donné les circonstances, la conjonction de tous ces facteurs a généré une explosion d'une puissance phénoménale dans les marchés de refinancement.

Même si, selon la Deutsche Bank, le problème principal derrière ce squeeze EST la demande implicite pour les banques de financer des montants toujours plus importants de papiers du US Treasury Dpt sur fond de réduction permanente de leurs piles de Cash (Cash qui s'est déplacé des comptes privés vers le compte du US Treasury Dpt à la Fed). Comme on le voit dans le graphe suivant:

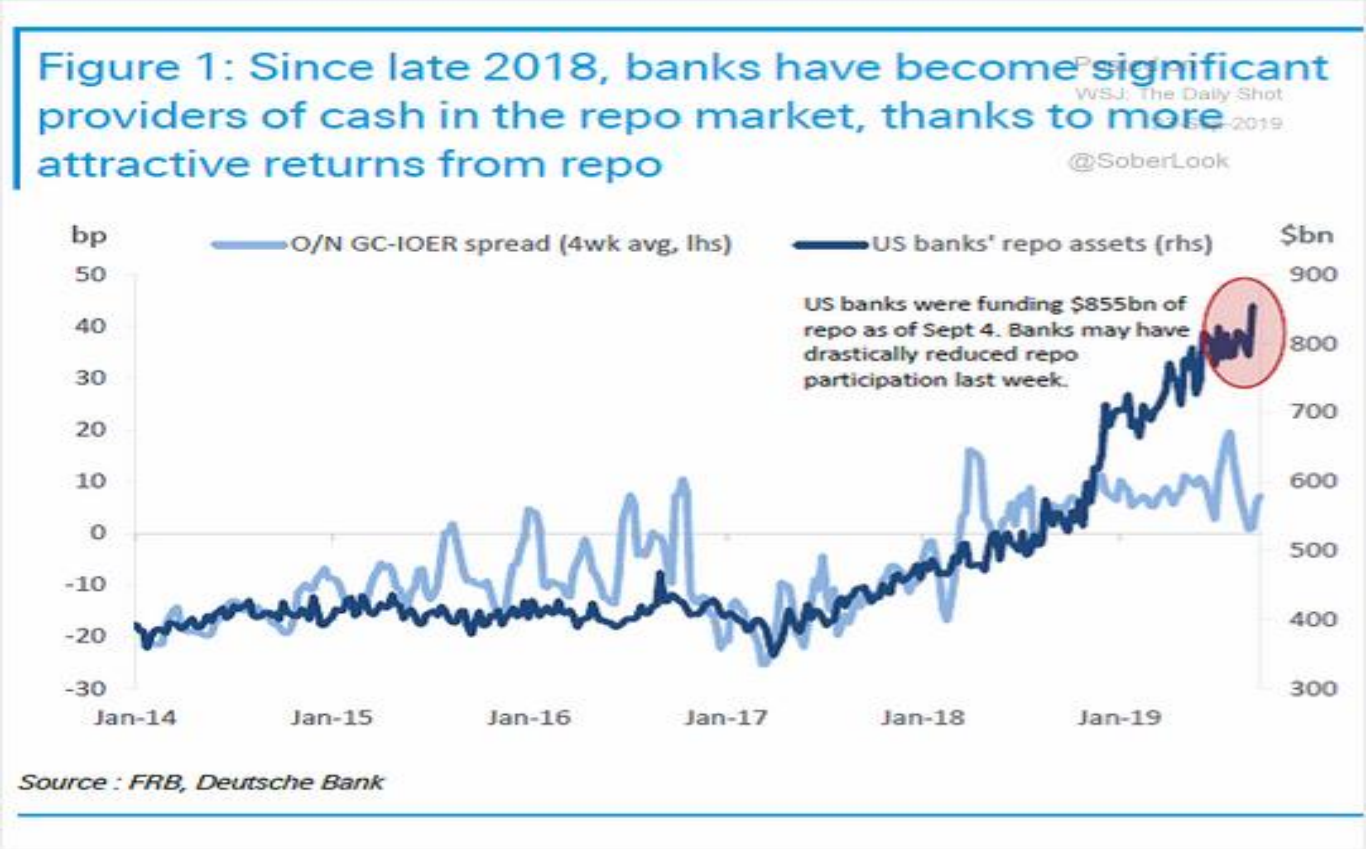


Chart 7 : source: Deutsche Bank

Si l'on exclut les périodes de fin d'année [comme celle marquée par cet autre pic massif à la fin décembre 2018], ce mouvement est facilement le plus important jamais observé sur une journée – surpassant les précédents plus hauts qui furent tous atteints aux heures les plus sombres de la Grande Crise Financière.

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

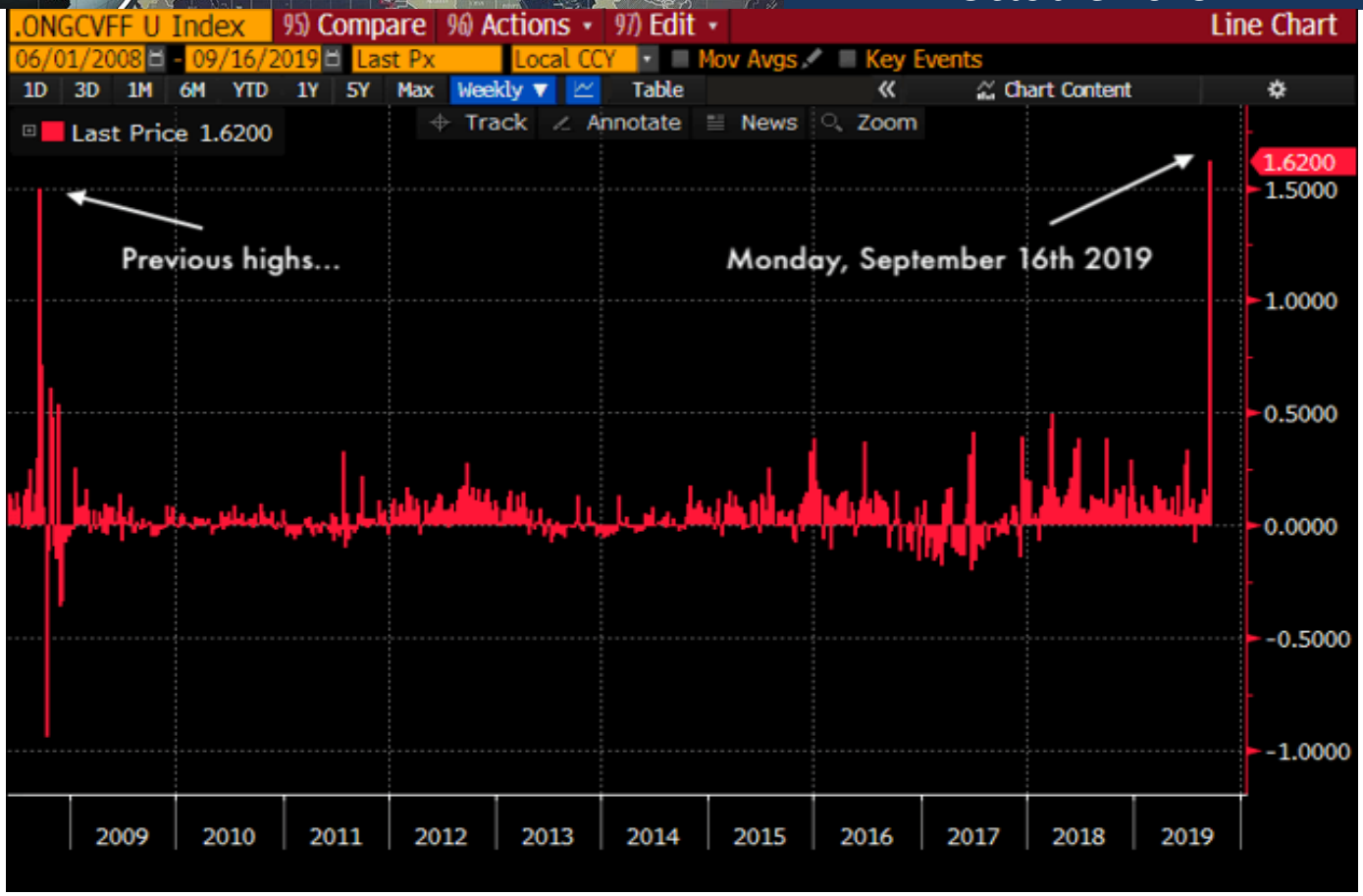


Chart 8 : source: Bloomberg

NB: Ceci est un indice customisé : GC Repo Rate vs Fed Funds rate
Clairement, on ne parle pas d'un petit problème. La forte hausse de décembre était un problème d'une seule journée: le dernier jour de l'année quand toutes les transactions financières de l'année doivent être validées. Il n'y a rien de comparable cette fois. Tout d'abord parce que ces pics sont très fréquents en période de fin d'année, et ensuite parce que ce pic a surpassé celui de la fin décembre, avant de continuer à refaire des pics toute la semaine malgré les tentatives massives de la FED de le ramener sous contrôle. Et ne perdez pas de vue que tout cela se passe dans le marché que la FED manipule le plus directement et le plus facilement!

. La réponse: première partie

Voici un déroulement chronologique des événements :

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

Le mardi, la FED de NY dut fournir un peu plus de $50 milliards en repo overnight, injectant ainsi de l'argent directement dans l'économie pour une journée en achetant des Treasuries aux banques avec l'accord de ces banques pour qu'elles rachètent ces mêmes Treasuries le lendemain. Ceci constituait donc la première transaction de ce type et d'une telle ampleur opérée par la FED de NY depuis plus de 10 ans! Comme les taux partaient au ciel, la Réserve fédérale de NY les a rabaissés en créant $50 milliards de cash avec ses presses à imprimer. En termes de tailles c'est similaire à du « quantitative easing ». Il s'agit, typiquement, du même montant que celui que la FED retirait du marché chaque mois durant le « quantitative tightening », à ceci près que l'existence de l'argent créé est temporaire. Il rentre dans le système une nuit pour soulager le stress et est rendu et détruit le lendemain.

Bloomberg a décrit cette dramatique journée du mardi ainsi:

"Up and down Wall Street, phones lit up Tuesday morning as a crucial market for billions in overnight borrowing suddenly started to dry up. What had begun on Friday, with tremors inside U.S. short-term funding markets, was escalating rapidly…."

Et comme un analyste bien connu (David Haggith: Blog: the Great Recession) l'a fort bien résumé:

"Not since the 2008 financial crisis has a spike in money-market rates caused such a stir - or prompted such a response….

From New York to Chicago to Los Angeles, major banks, corporations and investment firms struggled to get answers about what is usually a simple question:

> Where is the overnight repurchase rate, the grease that keeps the vast global financial system spinning?

Rumors flew. Wall Street dealers scurried to protect their clients - and themselves….

By 10:10 a.m., after an initial, embarrassing misstep, the Fed was pumping $53.2 billion into the market to calm nerves and regain control over interest rates - its first intervention since the dark days of Bear Stearns, Lehman Brothers and the rest.

It was a big deal with ominous overtones, and the buffer the Fed created in response looked like this in terms of how the various transactions during that twenty four hours period impacted the repo rate:

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

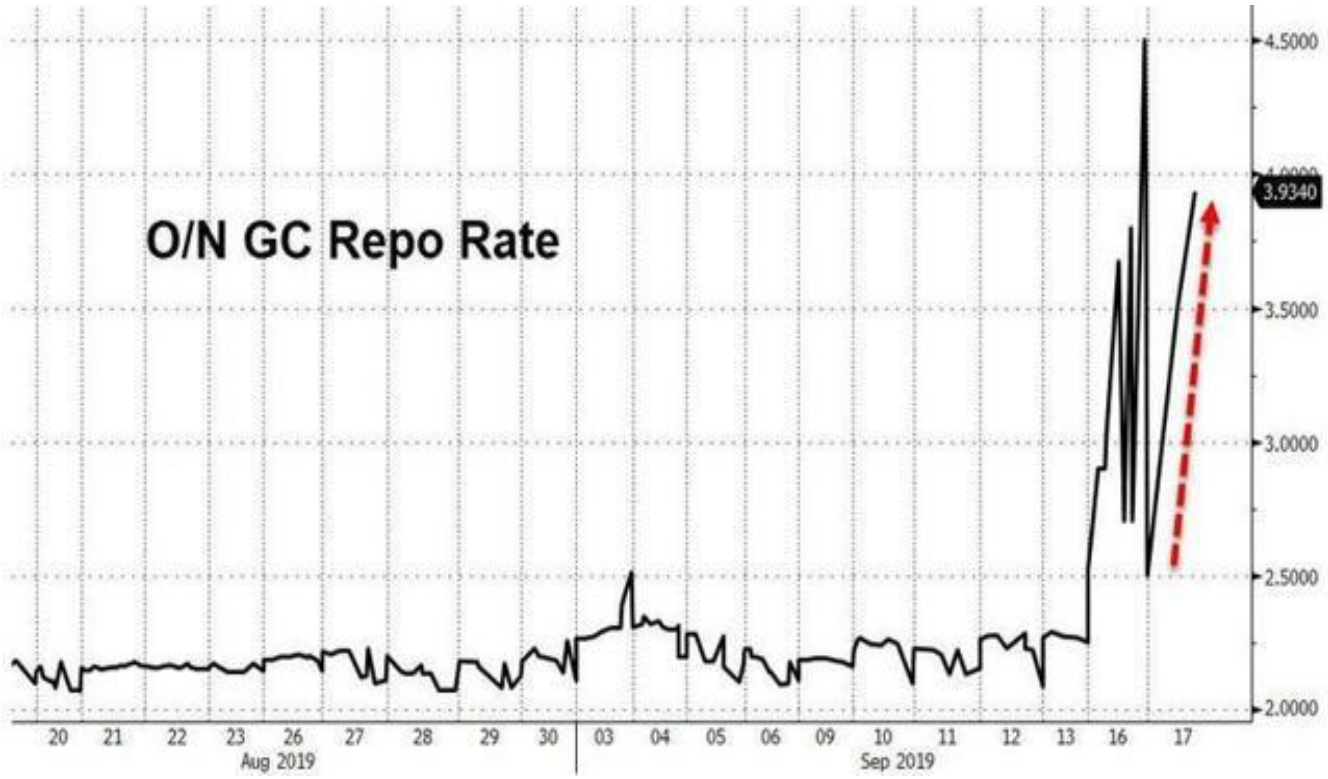


Chart 9 : source : Zero Hedge

Bouncing everywhere. Clearly, the NY Fed never did get interest rates down to its target range. The NY Fed kept slamming them down, but the next day they shot right back up."
Les taux repartirent donc à la hausse dès le lendemain !
Pourquoi donc?
Le nouvel argent n'a juste pas suffi! $50 milliards n'ont pas suffi à satisfaire la demande ce jour-là!
Oh bien sûr, comme M. Cabana analyste à Bank of America l'a dit, une journée n'est pas un gros problème; mais si les pressions sur le financement persistent, cela implique une perte de contrôle des marchés de refinancement.
Mais alors que se passa- t-il le mercredi?
Et bien les tensions sur les refinancements persistèrent. Puisque la création de cash de la FED ne réussit pas à satisfaire la demande, ils ont dû réinjecter de l'argent – cette fois 50% de nouveau cash en plus!
Le mercredi 18 fournit donc de solides indices que la FED était "behind the curve", puisque ce fut le jour où une opération spéciale repo de la FED de NY d'une taille semblable aux retraits de liquidité mensuels de la phase de « quantitative tightening » n'a pas réussi à régler le problème…

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

ils ont donc dû augmenter le niveau jusqu'à atteindre quasiment la taille des précédentes opérations de « quantitative easing » mensuelles - $75 milliards! Mais cela n'a pas suffi non plus!

Et voici ce que vous pouviez lire sur Bloomberg ce matin la :"For a second straight day, the Open Market Trading Desk at the Federal Reserve Bank of New York will conduct an overnight repurchase agreement operation from 8:15 AM ET to 8:30 AM ET on Wednesday, Sept. 18, to help maintain the federal funds rate within the target range of 2.00%-2.25%. The repo operation will be conducted with Primary Dealers for up to an aggregate amount of $75B."

On arrive ainsi au jeudi 19:

Il est clair que mercredi avait été un échec, mais souvenez-vous : « une journée n'est pas un gros problème ». Cela ne devient un gros problème « que si les pressions persistent ». Auquel cas, "cela implique une perte de contrôle des marchés de financement."

Les deux jours furent un échec, parce que les opérations de la FED de NY, même à l'échelle du montant mensuel créé lors du QE3, n'ont pas suffi à satisfaire les besoins en financement, forçant ainsi le taux overnight à rester bien au-dessus de la borne supérieure du corridor de la FED.

Jeudi 19 ne fut donc pas un succès… Pas plus que vendredi 20…. Dès lors, en fonction de votre définition du terme persister, vous étiez en droit de conclure que le problème était effectivement très sérieux, et pas seulement d'ordre « technique » !!

•La réponse: seconde partie

Et ceci a été reconnu par les officiels de la FED eux-mêmes qui sortirent vendredi après-midi le communiqué suivant :

"The Fed will continue to roll its repo financing operations through mid-October to contain the squeeze in the funding markets. The central bank will also offer some term financing (14 days)."

Et ils fournirent également le tableau suivant avec dates et montants précis:

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

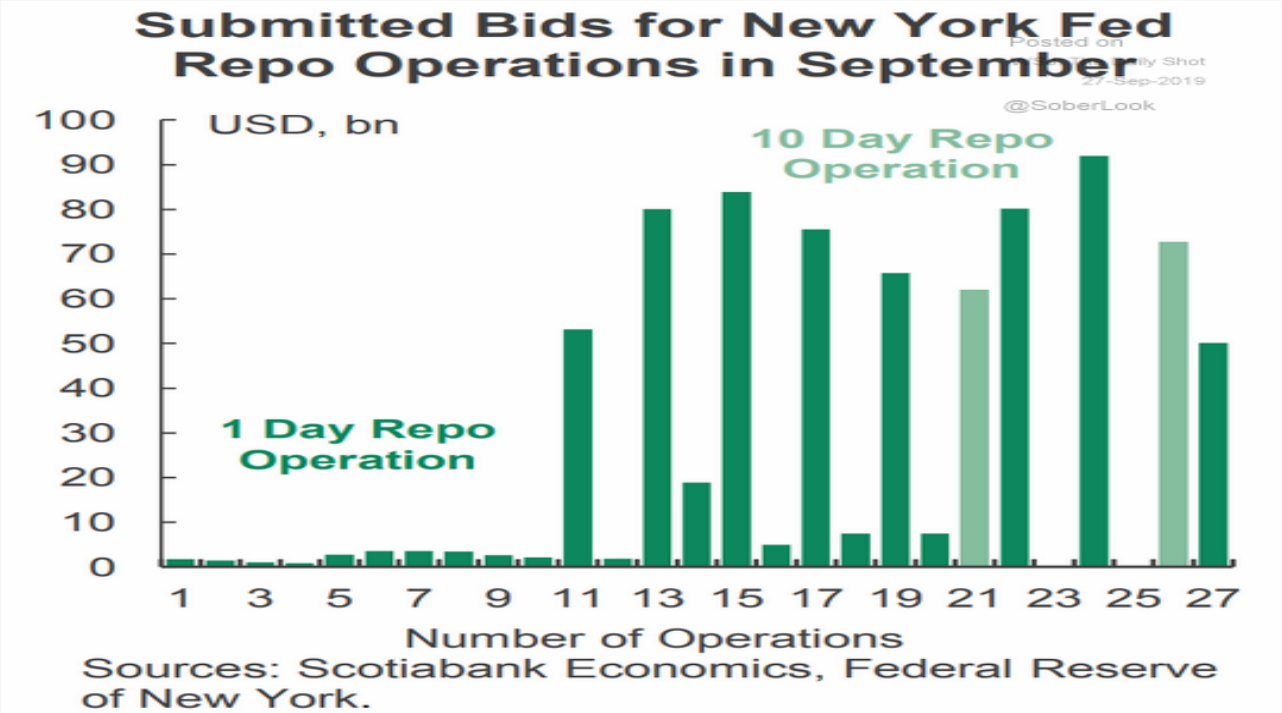
Schedule of Overnight and Term Repurchase Agreement Operations

OPERATION DATE	OVERNIGHT	14-DAY TERM	TERM MATURITY DATE
Monday, 9/23/2019	$75 billion	No term operation	
Tuesday, 9/24/2019	At least $75 billion	At least $30 billion	Tuesday, 10/08/2019
Wednesday, 9/25/2019	At least $75 billion	No term operation	
Thursday, 9/26/2019	At least $75 billion	At least $30 billion	Thursday, 10/10/2019
Friday, 9/27/2019	At least $75 billion	At least $30 billion	Friday, 10/11/2019
Monday, 9/30/2019 – Thursday, 10/10/2019	At least $75 billion	No term operations	

Chat 10 : source : WSJ The Daily Shot

Malgrè cela la demande pour financement du repo est restée soutenue, ce qui suggère qu'une solution plus permanente est nécessaire et devra donc être trouvée. A titre d'exemple, considérez juste ce que vous pouvez voir sur le chart ci-dessous en date du mardi 24 septembre: les $75 milliards offerts n'ont PAS été suffisants ; ils ont donc du injecter PLUS, un peu plus de $92 milliards pour être exact!

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.



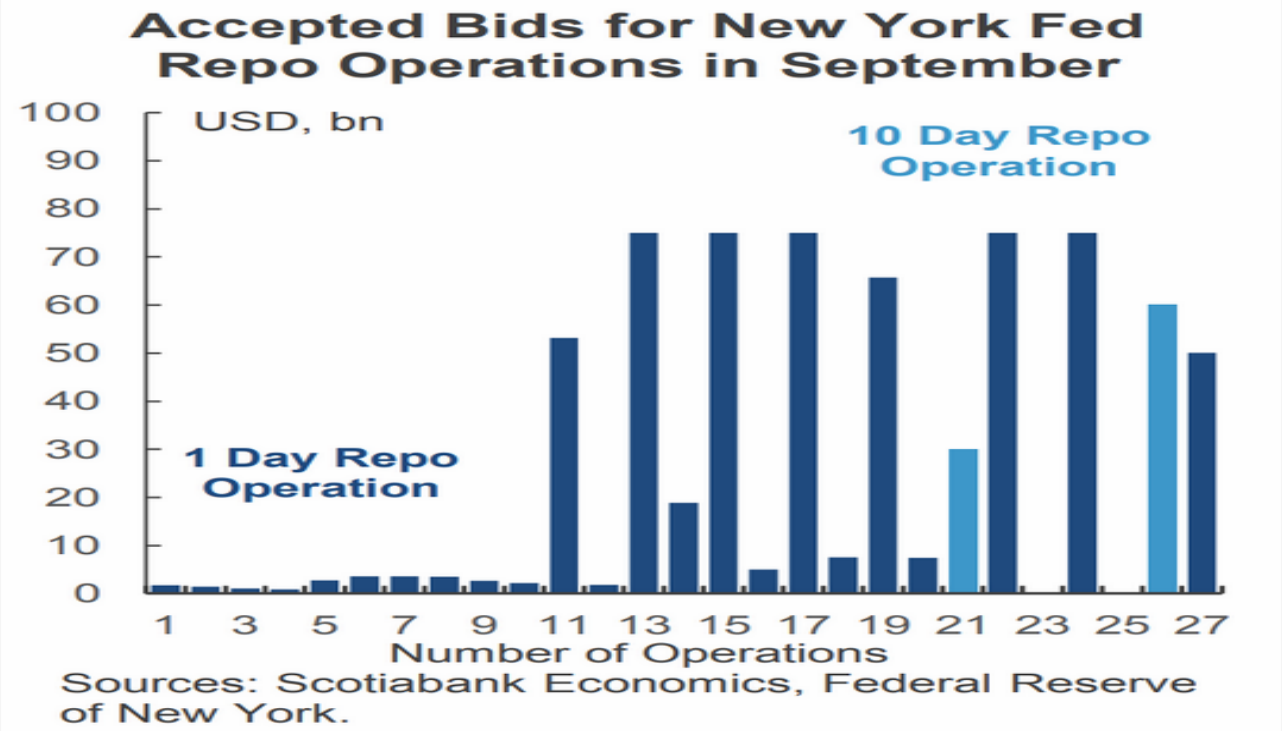


Chart 11 : source : Scotiabank with NYC Fed.

Et déjà à la fin de septembre 2019, voici l'effet de toutes ces opérations de repo sur la balance sheet de la FED:

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

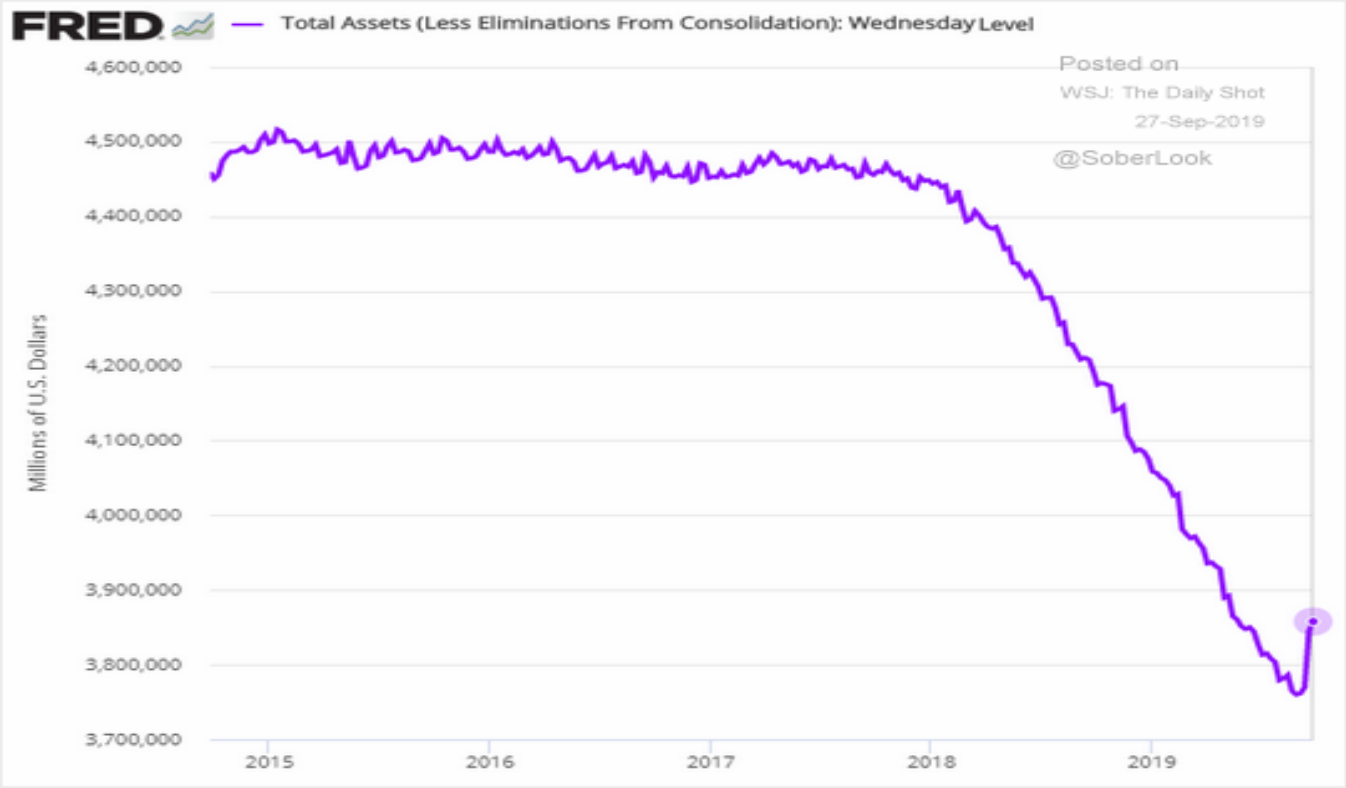


Chart 12 : source : Fed Reserve of St Louis

Une autre façon de décrire ces opérations a été bien résumée par A. Goodman qui a écrit dans son blog: “The Fed Has Already Resumed 'QE' But Calls It Another Name” ; un nouvel habillage d’automne donc.
Et cet autre nom est “Temporary Open market Operations” (TOMO). Ces TOMOs avaient déjà contribué à la création nette de $161.7 milliards à la fin de septembre….
Mais, comme il est clairement indiqué, cette seconde partie de la réponse de la FED est temporaire (jusqu’au 10 octobre).

. Que nous réserve l’avenir après le 10 octobre?

Pour le moment, la FED va combler le besoin de refinancement des banques avec ces opérations de repo. Mais qu’en sera-t-il si le problème persiste ou même s’intensifie rapidement? En fait, comme en 2008, cela pourrait devenir beaucoup plus aigu que ce que tout le monde pense. Très vraisemblablement, la FED n’a pas une idée extrêmement précise de la taille du problème potentiel, et ces opérations de repo se transformeront finalement en impression d’argent pure et simple.

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

C'est, tout au moins, la vue de plus en plus d'analystes et de commentateurs de marchés.
A l'opposé, quelques autres semblent penser que cette débâcle du taux de repo ne déclenchera pas un vrai problème de liquidité dans les marchés de Crédit, empêchant ainsi toute contagion…..

L'article de The Economist déjà mentionné conclut: "The Fed now faces a choice. It could return to conducting frequent open market operations to pin down interest rates, as before the crisis. Or it could keep the current system and avert future cash shortages by expanding its balance-sheet enough to keep the banking system permanently saturated with liquidity, even as demand for cash grows. On September 18th Mr. Powell suggested that the Fed would opt for the latter, saying it wanted reserves to be ample enough to avoid operations of the sort carried out in recent days. He also announced technical tweaks that will mean banks are compensated a little less handsomely for cash deposited at the Fed, which might encourage them to lend a little more in the repo market instead.
It is unclear how quickly balance-sheet expansion might be resumed. This week's events suggest it may be soon. As Mr. Powell said after the Fed's meeting, "I think we'll learn quite a lot in the next six weeks.""

Ce que nous savons de façon certaine c'est que les banques US ayant acheté des montagnes de Treasuries, leurs réserves de cash ont diminué. Le surplus de réserves que les banques détiennent sur leurs comptes à la FED est tombé de $2.2trn en 2017 à $1.4trn à l'heure actuelle. Et c'est en fait quand ce niveau a atteint $1.34trn que le problème est apparu. Nous savons donc maintenant où se situe la limite: juste au-dessous de $1.35trn!
Ainsi de façon à rester dans un système de réserves amples, comme Chairman Powell lui-même le décrit, quel montant de liquidités doit être injecté et pour combien de temps? Les estimations moyennes semblent se situer autour de $250milliards tout de suite (et nous y sommes presque au fait) et ensuite au moins $150milliards chaque année.
Mais quelque soient les chiffres, ce qui est sûr c'est que l'expansion de la balance sheet de la FED est déjà repartie et ne CESSERA PAS ! Ce n'est pas pour autant un « vrai » QE. Certains l'appellent même déjà "QE -light" , d'autres disent que c'est le début d'une nouvelle ère : l'ère POMO où vous remplacez le T(emporary) par un P(ermanent).
Cela nécessitera peut être d'augmenter les réserves bancaires (via achats de Treasury Bills et Notes) et même l'instauration d'une déjà longtemps fantasmée facilité de repo.
La conclusion inévitable des événements des derniers jours: la balance sheet de la FED a déjà commencé et va continuer à augmenter à nouveau!

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.

DERNIERE MINUTE :

Vendredi 4 octobre au soir, la FED de NYC a annoncé une extension de son programme de « overnight and term repo » présenté ci-dessus, jusqu'au mois de novembre.
Ceci permettra au moins de mettre de l'huile dans les rouages à la fin du mois d'octobre ET, également, d'en savoir un peu plus sur « QE-lite » ou plus précisément l'expansion « organique » de la balance sheet de la FED, lors du prochain FOMC meeting fin octobre.

On devrait alors avoir une idée plus précise de la façon dont le problème de la rareté des réserves sera traité.

Bruno SYRMEN
Seven Capital Management
7/10/2019

SEVEN CAPITAL MANAGEMENT
39, rue Marbeuf 75008 Paris - France - Tel. +33 1 42 33 04 50
Société par Action Simplifiée SAS - Agréée par l'AMF N° GP 06000045 - Capital de 560 000 euros - RCS B 491 390 464
www.seven-cm.com
Past Performance is not necessarily indicative of future results.