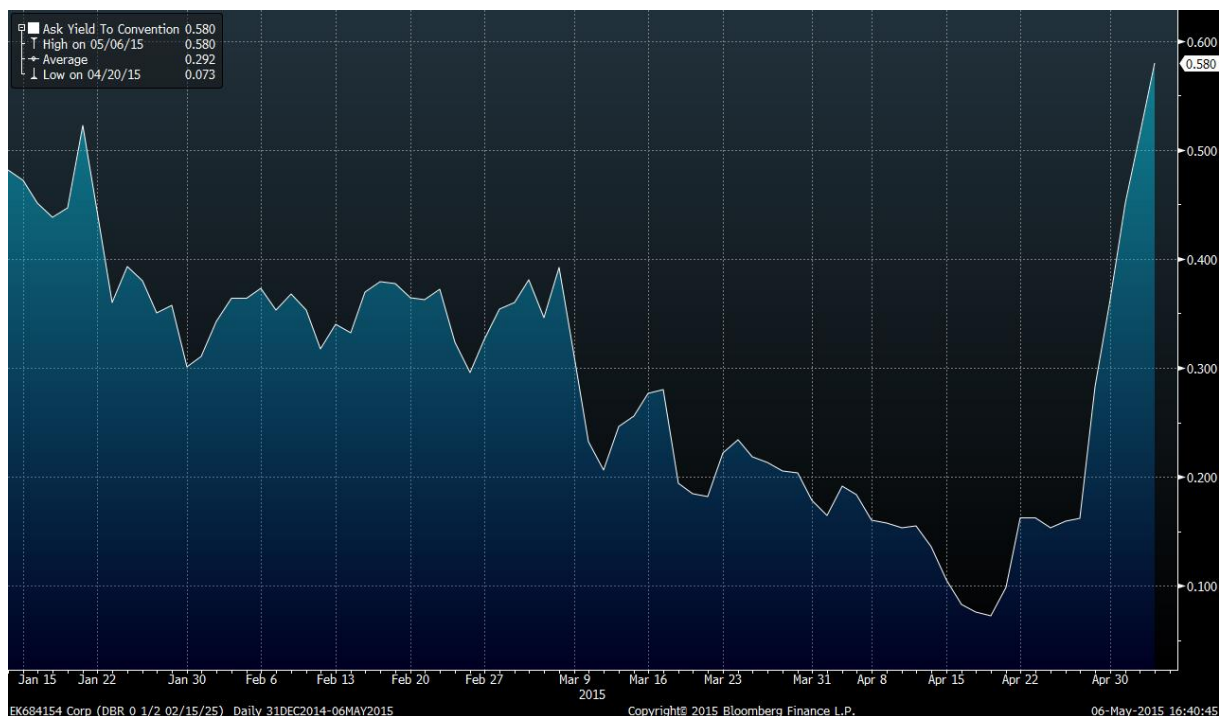


Le 07 mai 2015

Torschlusspanik : flash crash à Francfort !

Au dernier salon Patrimonia, il ne se trouvait pas grand monde au panel Fixed Income pour prévoir une hausse des taux en 2015 et le début d'année leur a donné raison à l'écrasante majorité, jusque ça :



Source : Bloomberg

En deux semaines, depuis le point bas du 20 avril, le taux allemand à 10 ans a augmenté de 694%. Certes, cela ne représente que 50bps, mais la hausse n'en est pas moins spectaculaire. Exprimée en prix des obligations, cela représente une baisse de 4,7% qui pourrait impacter plus d'un fonds obligataire. Dans cette note, nous essayons d'expliquer les raisons de ce « flash crash » obligataire et en tirons quelques leçons pour le reste de l'année 2015.

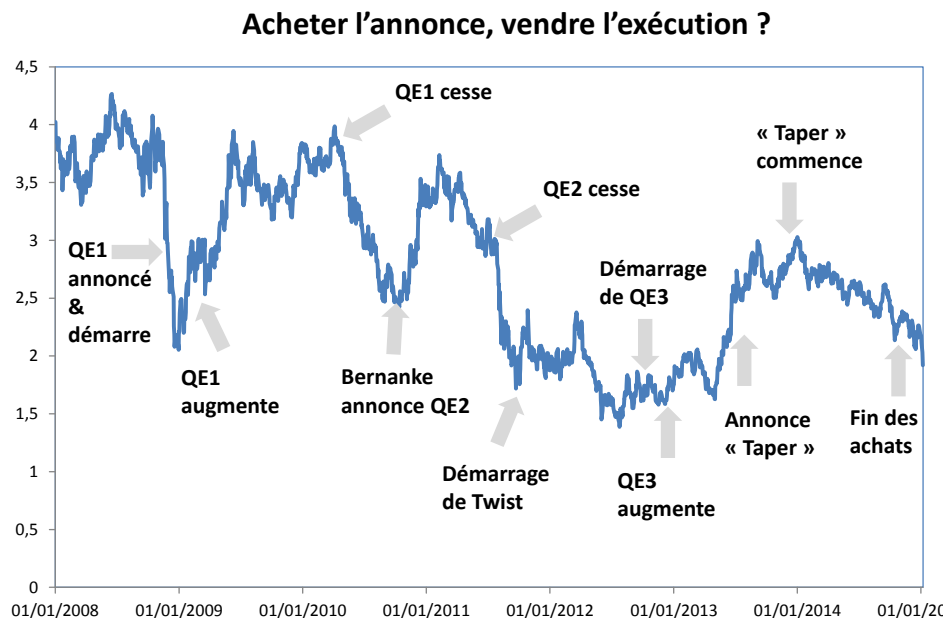


1) Pourquoi cette envolée si soudaine du 10 ans allemand ?

Il est toujours aisé d'inventer une histoire *a posteriori* pour expliquer un mouvement aussi brutal, mais la réponse la plus honnête serait plutôt que personne n'en sait rien. Ou plutôt, tout le monde s'attendait à ce que les taux remontent un jour, mais pourquoi le 20 avril 2015 ? Nous essayons quand même de dégager quelques pistes d'explication ;

a. Le QE fait monter les taux ?

L'affirmation peut surprendre : comment en achetant des milliards d'obligations souveraines, la BCE pourrait faire monter les taux ? (Re)Voici pourtant le graphique que nous avons publié en janvier dernier.



Source : Axiom AI, Bloomberg, Fed

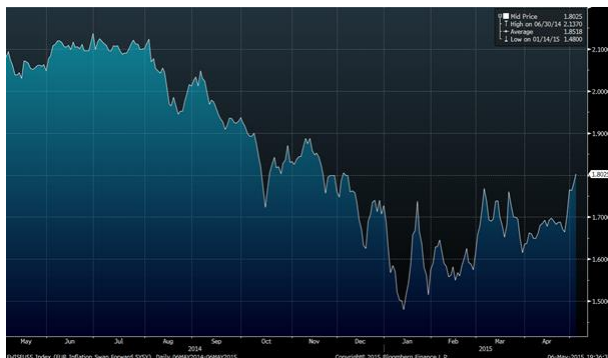
Aux US, la tendance a très nettement été la suivante : l'annonce d'un QE a entraîné une baisse des taux, l'exécution, une hausse. Mais la situation européenne est différente, nous le savons : le plus gros émetteur (le Bund allemand) est en situation d'émissions nettes négatives alors que le déficit du trésor américain était colossal lors des QE. Il n'en reste pas moins que le marché des obligations souveraines est surtout dirigé par les « *fast money* » depuis plusieurs mois : les banques domestiques sont assises sur leurs stocks de *govies* qu'elles doivent conserver pour des raisons réglementaires et les assureurs sont principalement des acteurs *buy and hold* qui s'assurent de l'adéquation actif – passif. Le marché est donc animé par les étrangers (notamment les japonais qui sont fréquemment vendeurs en avril pour des raisons de calendrier financier) et les gérants d'actifs, qui ont largement acheté en anticipation du QE, pas pour un besoin fondamental, et qui doivent un moment retourner une position dont le rendement est inférieur aux commissions qu'ils facturent ! Par ailleurs, depuis 60 ans, le principal déterminant empirique des taux longs aux US est la vélocité de la monnaie et celle-ci est poussée à la hausse par le QE.



b. Le pétrole, l'inflation et le Taper

Une autre piste de réflexion se trouve dans l'évolution des anticipations d'inflation. L'objectif affiché du QE (même s'il en existe sûrement d'autres moins avouables) est d'écarter le spectre de la déflation en Europe et de ramener la hausse des prix vers l'objectif de long terme de 2%. Or, que s'est-il passé en avril sur ce marché ?

Anticipations d'inflation (5y-5y inflation swap)



Source : Bloomberg

Prix du pétrole (Generic 1st CL Future)



Source : Bloomberg

On observe une forte hausse des anticipations d'inflation en avril, et notamment à la fin du mois, elle-même peut-être dirigée par l'impressionnante hausse de 40% du prix du pétrole depuis le point bas de mi-mars, sans doute déclenchée par les déclarations récentes des saoudiens et les attaques aériennes sur le Yemen.

Partant de là, le raisonnement est assez simple : si l'inflation remonte rapidement et atteint le seuil de 2% plus vite que prévu, la BCE pourrait rapidement annoncer la réduction (ou la fin) de son programme de QE. Tous les investisseurs qui n'ont acheté « que » pour revendre à la BCE, de crainte de se trouver squeezés dans un marché moins liquide, auraient vendu en masse et fait repartir les taux à la hausse.

c. Un catalyseur parfait

Ces deux explications précédentes ont des mérites, mais aussi des limites : les QE américain et européen sont très différents, le lien entre inflation et prix du pétrole n'est pas si simple et l'on peut imaginer que la BCE « retraite » les données macroéconomiques de la volatilité liée au pétrole avant de prendre des décisions aussi lourdes que démarrer ou stopper un QE. Et puis surtout : pourquoi le 20 avril et pas le 30 mars ou le 12 avril ?

Faisons un grand pas en arrière, jusqu'en mars 2000. Le 10 mars 2000 le Nasdaq atteint 5048 et tout le monde se dit que les valorisations sont démentes. Et tout le monde continue d'acheter. Mais la stratège « star » de Goldman Sachs, Abby Cohen, annonce que les valorisations sont excessives et baisse son allocation cible aux actions. Il n'en fallait pas plus pour donner le signal d'une forte baisse de l'indice !

Il n'y a guère de points communs entre le Nasdaq et le Bund allemand, mais il y en a un. On voit fleurir depuis quelques semaines les déclarations sur « la folie des taux négatifs », les anecdotes du type « la



banque vous prête de l'argent et en échange... vous en donne plus encore ! » ou sur les émissions obligataires à taux négatifs qui vous garantissent à 100% de perdre de l'argent ! Dans cet état d'esprit il ne fallait sans doute pas beaucoup pour déclencher une baisse. Le 21 avril puis le 29 avril, deux légendes du marché obligataire (Bill Gross et Jeffrey Gundlach) annoncent qu'il faut vendre le Bund. Le fragile équilibre du Bund à 7bps n'y a pas résisté.

d. Une explication technique ?

Aucune de ces explications ne suffit à expliquer la hausse des taux allemands, mais elles y contribuent toutes certainement. Pourtant la véritable réponse à l'énigme du Bund est peut-être ailleurs.

Les règles qui régissent le QE sont complexes. Les plus importantes sont :

- Pas d'achat à des taux inférieurs à -20bps (taux de la facilité de dépôt) pour « éviter le financement monétaire des Etats ».
- La quote-part des achats est pondérée sur le PIB de chaque Etat
- Pour éviter de se retrouver en minorité de blocage sur une obligation (dans le cas improbable d'une restructuration), la BCE n'achète pas plus de 25% de l'encours d'un titre donné.

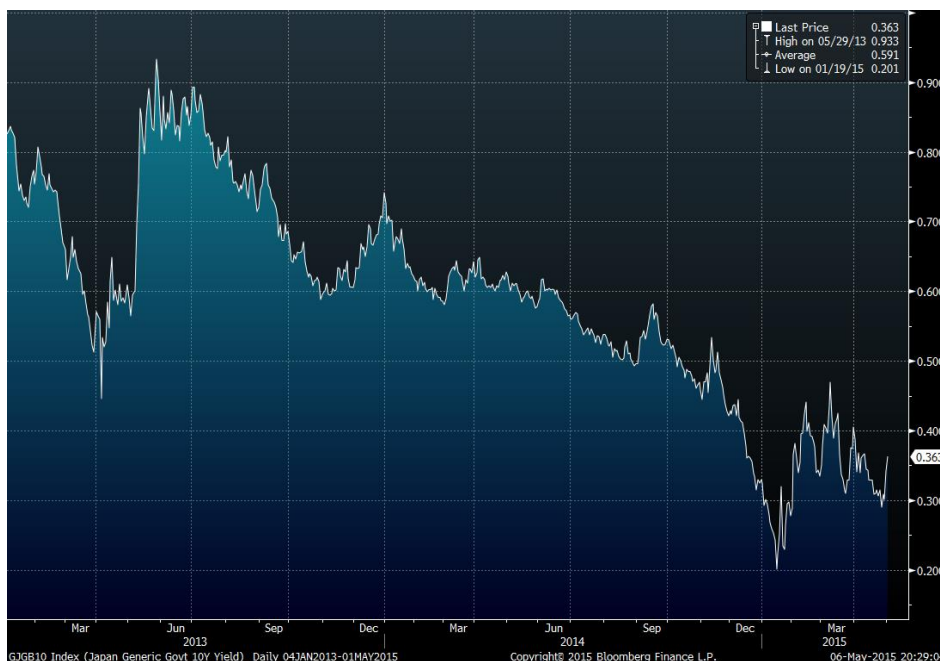
Des mécanismes étranges pourraient se alors se mettre en place : certains traders malicieux pourraient décider d'acheter des positions importantes d'obligations allemandes à long terme, mais aussi à court terme dans le seul but de pousser leur taux en dessous de -20bps et de les retirer de la liste des achats possibles. La BCE se trouverait alors obligée d'acheter uniquement la partie longue de la courbe, ce qui pousserait alors fortement les taux longs à la baisse. Compte tenu de la duration importante, cela générerait un profit très élevé pour le trader. Mi-avril on estimait à 29% le pourcentage de dette allemande à plus de deux ans que la BCE ne pouvait plus acheter. Les achats à court terme ont donc eu un effet démultiplié sur la partie longue de la courbe. Mi-avril le taux 3 ans s'est approché dangereusement de -20bps (passant de -26bps à -22bps)... et le mécanisme inverse pourrait se déclencher !

2) Quelles sont les conséquences ?

Le krach obligataire annoncé tant de fois est-il pour aujourd'hui ? Avant de vous précipiter sur des ventes massives à découvert d'obligations que la BCE continue d'acheter, jetez un regard sur ce dernier graphique.



Torschlusspanik, version japonaise



Source : Bloomberg

En mars 2013, quelques mois après le lancement du Quantitative Easing japonais, les taux d'Etat à 10 ans connaissent aussi un « flash crash » : en 20 jours ils passent de 60bps à 95bps (44bps fin mars). Tous les effets techniques finissent toutefois par être emportés par le tsunami des achats de banque centrale... le taux est aujourd'hui revenu à 36bps.

Pour notre part, nous retenons plusieurs leçons de cet épisode de marché important :

- Le niveau actuel des taux est artificiel. Portés par les banques centrales, ils peuvent rester bas très longtemps, mais le risque de hausse des taux doit être géré avec attention.
- La volatilité des taux souverains va augmenter car les contraintes que s'imposent les banques centrales créent des incitations perverses qui provoquent des mouvements erratiques et des fonctions de réaction non linéaires.
- Les interventions des banques centrales diminuent la liquidité du marché des obligations souveraines, ce qui renforce encore ces mécanismes.

