



# Plus ça change, plus c'est la même chose.

4

Février 2010

Cet épigramme de Jean-Baptiste Alphonse Karr date de 1849, et me semble toujours aussi judicieux pour décrire l'état d'esprit cyclique des analystes et investisseurs, qui passent *de l'euphorie à l'anxiété*, en développant de manière récurrente de « nouveaux » thèmes, censés justifier leur conseil ou volonté d'acheter des actifs que les techniques de valorisation habituelles déclarent surévalués.

L'histoire des marchés financiers est parsemée d'épisodes de ce genre et je vous conseille à ce sujet la lecture de l'ouvrage de Mr **Rogoff** et **Reihnard** : « [This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly](#). »

Ce qui reste néanmoins surprenant, c'est que les soubresauts constatés actuellement sur les marchés d'actions, comme sur les marchés obligataires périphériques, restent analysés comme un 'retour de l'anxiété', expression qui me semble d'autant plus galvaudée que ces mouvements seront sans doute analysés à posteriori comme *la conséquence naturelle du simple 'Deleveraging'* d'une économie globale toujours en plein processus de '*Debt Deflation*'.

Quelques exemples tout frais illustrent parfaitement cette évolution.

## Les USA

Le site spécialisé dans le suivi des statistiques de *faillites d'entreprises* [vient d'annoncer](#) que celles-ci avaient encore **progressé de 7% en janvier 2010**, par rapport à janvier 2009, qui n'était pourtant déjà pas, en plein milieu de la '[Grande Crise Financière](#)', un mois si fameux. Ces faillites ont déjà augmenté de **38% en 2009**, par rapport à 2008, et le président de l'AACER (Automated Access to Court Electronic Records), Mr Bickford, déclare au sujet de ces mauvais chiffres de janvier :

“(The numbers) indicate that there’s going to be more filings in 2010 than in 2009.”

A titre d'information, les faillites personnelles sont quant à elles passées de 1.031.562 en 2008 à 1.357.565 en 2009...

## Le Japon

Seiji **Nakamura**, membre du conseil de politique monétaire de la BoJ, a apporté cette nuit un éclairage **un peu plus brutal** que d'habitude sur le '*Deflationist Trap*' dans lequel se trouve plongée l'économie de l'Archipel.

“**Downside risks** to Japan's economic growth and inflation, although easing from the peak of the global financial crisis, remain **slightly larger** than upside risks”.

"In the conduct of monetary policy, we must not have certain policy tools in mind or **rule out any of them**. We always have to respond to changes in the economic and financial climate and take the most appropriate policy action."

“There is **no quick fix for the prolonged deflation in Japan**.”

"It is hard to imagine that Japan can move out of deflation by just increasing the supply of liquidity."

Pas besoin de rajouter beaucoup de commentaires....

## La Chine

Nous restons persuadés que l'évolution macroéconomique chinoise est une **illustration parfaite de ce qu'il ne faut pas faire**, ce que nous avons appelé dans ces lignes '**L'Echelle de Minsky**' (Corner du 17-08-09 : Echelle de Minsky chinoise : et un barreau de cassé...).

Des **surinvestissements** chroniques, financés à **crédit**, entraînant des **surcapacités** totalement dépendantes des débouchés du commerce **extérieur**, et qui feront s'effondrer le système financier local une fois que l'espoir de revendre à profit (**Ponzi !**) les biens d'investissement ainsi acquis s'évaporeront.

La décision de **Fitch** de **dégrader** ainsi, à D, la notation de China Merchants Bank (**CMB**) et China CITIC Bank (**CNCB**) n'en prend que plus de saveur, car elle pointe du doigt la dégradation de la qualité du **capital** des banques chinoises (Tiers One CAR à 3.8% et 6.6% au Q3 09 pour ces deux-ci), confrontées à une expansion du crédit '**dirigée**', à laquelle elles semblent avoir pris autant de goût qu'un haltérophile aux stéroïdes, et l'augmentation significative de leurs risques Hors-bilan. Cela rappelle-t-il des souvenirs à quelqu'un ?

Même l'augmentation de capital de 22 B Yuan prévue par CMB ne semble pas suffisante aux yeux de Fitch, et elle s'inquiète aussi de la trop forte exposition de CNCB aux prêts '**corporate**', qui représentent **90%** de ses actifs, alors même que les profits des entreprises chinoises se sont réduits depuis 2008.

Fitch souligne aussi le **danger caché** (risque de réputation) des prêts reformatés en produits financiers **structurés** vendus à leurs filiales de gestion de fortune. Là encore, que de souvenirs...

Dans ce contexte, il est donc encore plus hallucinant de constater que les **régulateurs** locaux sont en train de **fermer l'accès à la bourse** à certains industriels, par exemple dans le secteur du ciment, et compagnies immobilières, afin de réduire la spéculation et les surcapacités.

Nous répétons depuis longtemps qu'une des principaux dangers qui menacent l'économie chinoise est la **totale incompréhension des mécanismes** macroéconomiques fondamentaux de certains de leurs décisionnaires, et cette décision en est un exemple frappant.

Quel meilleur moyen en effet pour 'calmer' la spéculation que de remplacer des prêts bancaires, dont les dirigeants tentent justement dorénavant de limiter la croissance, en levant des '**capitaux durs**', qui formeront un coussin de sécurité bienvenu en cas de ralentissement 'imprévu'.

C'est une forme préemptive de '**Debt to Equity Swap**', que beaucoup d'entreprises occidentales, notamment financières, auraient bien aimé pouvoir activer en 2007....

Dans le même état d'esprit, les déclarations du président chinois, **Hu Jintao**, me laissent perplexes, puisque, s'exprimant à la radio cette nuit, il a annoncé, dans le même souffle :

“The government should aim to **speed up changes** to the nation's economic development model.”

“The government's main priority was to ensure a **stable and relatively fast rate** of development.”

Réconcilier l'accélération, la stabilité, et la vitesse rapide promet une route **agitée**...

## Les Voisins de la Chine

Les ventes de détail en **Australie** ont **rechuté** en décembre de 0.7% pour la première fois en 12 mois, ce qui a surpris tous les analystes qui prévoyaient une hausse de 0.2% pour cette période de fêtes.

L'**impact** des trois hausses de taux d'intérêt de la banque centrale, réalisées entre octobre et décembre, commence donc à se faire sentir sur le budget des ménages, le coût de remboursement immobilier moyen s'est ainsi renchéri de 150 \$ australiens sur la période...

La décision de la RBA de **prendre les 'inflationnistes' à contre-pied** cette semaine en ne remontant finalement pas son taux directeur une nouvelle fois devrait donner matière à réflexion à certains autres banquiers centraux, que la politesse m'empêche de nommer (**Weber, Stark** et consorts), qui semblent tellement impatients de remettre les clés sur la porte du coffre...

En **Nouvelle-Zélande**, le taux de **chômage** s'est envolé au plus haut depuis 10 ans, à **7.3%**, alors que le consensus attendait un chiffre de 6.8%. Et moi qui croyait que ce pays, dont la devise s'est appréciée de 32% contre dollar depuis mars 2009, faisait partie des émergents 'protégés' par la croissance chinoise...

## L'Europe

**Mr T** nous a tous rassuré lors de sa conférence de presse, il nous a confirmé que les taux étaient à un niveau approprié. **Ouf!**

Malheureusement, à l'exception des solennelles habituelles oraisons sur la nécessité pour la **Grèce** de résoudre ses problèmes par elle-même, et sur son contentement perpétuel devant les déclarations américaines sur la force du **dollar**, nous n'avons donc pas pu apprendre grand-chose sur l'avenir de la politique monétaire européenne, et sur l'avenir de la Zone Euro encore moins...

Restons positifs, et espérons que les rafales d'attaques contre les autres signatures européennes, avec la **Belgique, l'Espagne et l'Italie** aujourd'hui, après le **Portugal** hier, vont finir par décider le conseil des sages de la BCE à prendre le taureau par les cornes...

Les investisseurs vont donc maintenant surveiller l'ampleur des **grèves** annoncées en Grèce, le 10 février pour les fonctionnaires (ADEDY), et le 24 pour la plus grande confédération syndicale (GCGW).

Pendant ce temps là, les **commandes industrielles allemandes**, attendues à +0.5% en décembre, se sont affichées à -2.3%...

Je dois cependant avouer que j'ai été **surpris par les projections** affichées ce matin par le **ministère des Finances Allemand**, qui s'attend à ce que le taux Refi de la BCE (1%), reste inchangé jusqu'à...fin 2013.

J'ai enfin trouvé quelqu'un de plus certain que moi que la conjoncture ne permettra pas à notre banque centrale européenne de remonter ses taux pendant bien plus longtemps que le consensus exprimé par les euribors lointains (juin 2011 à 2%) ne le laisse croire !

Nous restons cependant structurellement favorables aux taux fixes (3/10 ans Euro principalement), et réticents devant les actifs risqués.

Bonne journée...

### Suivi de stratégies d'options préférées :

#### Bobl

Call Fly Mars Irrégulier 116.75/ 117.25/ 117.75 (\*1/2) +118.00 (\*1/2) : **6.5**, delta -10%, thêta créditeur 0.20 (P&L +0)

Call Spread 117.25/118.00 contre put 116.50: **28.5**, delta +45%, thêta créditeur 0.40 (P&L +26)

#### Bund

Call Spread ratio 124/125.50 mars 1/2: **30**, delta +17%, thêta créditeur 0.07 (P&L +11)

#### Eurostoxx :

Put Ladder 2950/ 2800 /2700 février: **73**, delta +22%, thêta créditeur 3.40 (P&L +54)

Le gamma négatif redonne du delta positif (un comble !) à cette stratégie, mais le passage du temps devrait aider.....

*A votre disposition*

**Erwan Mahé - Allocation d'Actifs et Stratégies d'Options**

**22, rue des Capucines - 75002 Paris**

**TEL : + 33 1 53 05 57 20**