



Erwan MAHÉ 00 33 1 53 05 57 20

Allocation d'Actifs et Stratégies d'Options

*'Knowledge is not simply another commodity. On the contrary.*

*Knowledge is never used up. It increases by diffusion and grows by dispersion.'*

Daniel Boorstin

## US Macro Tour....

6th April 2010

Un point sur l'état de la macro aux Etats-Unis semble en effet nécessaire, après la publication des **NFP** vendredi, qui ont soutenu l'appétit actuel pour les actifs risqués, jusqu'à ce que la réticence présumée de la **Grèce** à passer par les fourches caudines du FMI ***douche franchement l'enthousiasme*** des investisseurs depuis ce matin.

### Point sur la Grèce

D'après l'agence de presse MNI, la Grèce [ne souhaiterait plus](#) que le FMI soit impliquée dans un plan d'aide éventuel, les conditions que l'institut monétaire international ayant détaillé auprès du premier ministre Papandréou ayant été jugées trop sévères par le gouvernement grec !

Il désirerait donc que l'Europe mette en place rapidement un plan plus 'facile'...

Quel retournement de situation ***incompréhensible***, alors que la semaine dernière, Mr Bini **Smaghi**, gouverneur de la BCE, s'opposait à contrario à l'intervention du FMI, en jugeant que les conditions du FMI seraient plus souples que celles exigées par les Etats européens !

Bilan, **confusion** la plus totale chez les investisseurs, qui laissent la dette souveraine grecque se déprécier violemment, les taux à 10 ans sont ainsi remontés à **7.15%**, contre 6.15% il y a 10 jours, soit revenu au plus haut de la grande panique de fin janvier. Le spread avec l'Allemagne se situe à l'heure où je conclus cette lettre à **403 bps** !

Aucune visibilité donc, et le marché obligataire allemand profite à plein du mouvement de 'flight to Quality', atténuant ainsi l'impact des chiffres macro US de ces derniers jours.

## Macro US

Aux Etats-Unis, nous avons eu non seulement droit aux NFP, publiées vendredi à **+162 K** pour le mois de mars, mais aussi hier à l'**ISM** à 55.4 (vs 54 attendus) et aux ventes de maisons, en hausse de 8.2% en février (vs attendues inchangées).

Tout ceci pointe dans la direction d'un **redressement de l'économie** américaine, tant attendue après les plans exceptionnels de relance monétaire et fiscale mis en place depuis 2008, mais il m'est apparu important de faire aujourd'hui un point sur ce qui compte vraiment pour la Federal Reserve américaine, dans la mesure où ces statistiques sont scrutées à la loupe par les investisseurs, qui tentent de déterminer à quel moment la FED devrait se décider à abandonner sa politique monétaire 'ultra-accommodante'.

Je vous fournis donc quelques petits graphes ci-dessous, avec leur commentaire.

## Niveau des NFP : une très forte saisonnalité !

*Qui va s'accroître avec l'effet 'Census'.*

GRAB

Index GP

NFP N

NY 31MAR10 00:00

128926.00 THOUSANDS

NFP N INDEX

Advanced

Hide

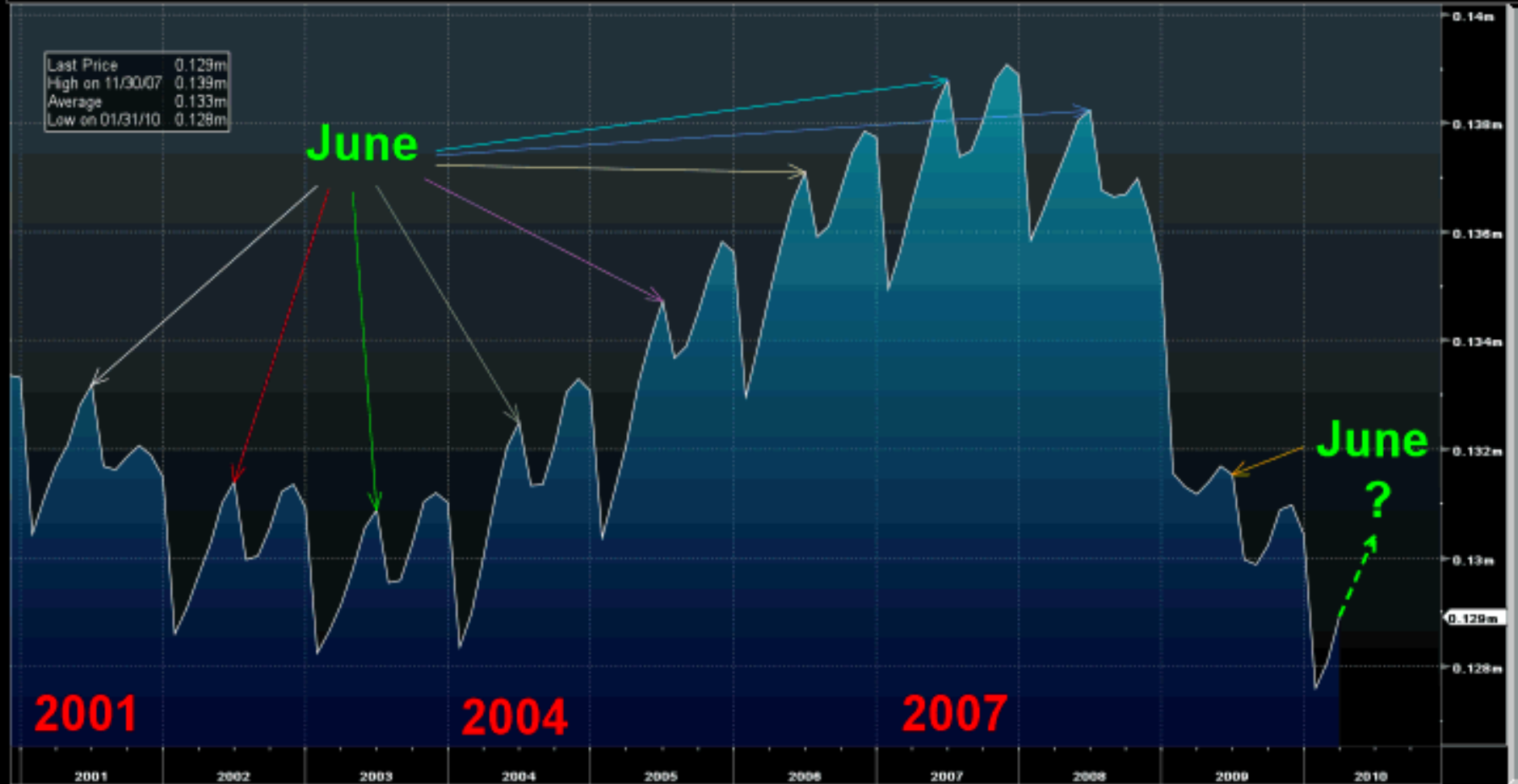
GP - Line Chart

Page 1/5

Range 05/31/00 - 03/31/10 Upper Latest/Last Re Mov. Avgs Currency USD

Period Monthly Lower None Mov. Avg 15  Events

Last Price 0.129m  
 High on 11/30/07 0.139m  
 Average 0.133m  
 Low on 01/31/10 0.128m



2001

2004

2007

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000

Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.  
 6906-1227-2 06-Apr-10 11:00:00

Comme vous pouvez le voir sur ce graphe, chaque année, le niveau des NFP, après un trou d'air en janvier, **remonte fortement**, jusqu'à un **pic régulier en Juin**.

Les chiffres à venir en **avril et mai** vont de plus bénéficier d'un **impact positif exceptionnel**, celui de l'embauche par le gouvernement américain de centaines de milliers de travailleurs temporaires, destinées à effectuer le recensement national en cours. Il n'y en a eu que 48 000 en mars, moins que les 75 000 attendus, ce qui explique d'ailleurs pourquoi les NFP se sont affichés à + 162 k, et non +184 k comme anticipé.

Il devrait donc y en avoir encore 125 k supplémentaires en avril, et **425 k en mai** !

Vous pourrez lire sur [ce lien l'entretien](#) du 28 février avec Mr Robert Groves, le directeur du Census Office, qui déclare devoir embaucher 700 000 enquêteurs à partir de mi-mars.

Bilan, de bons chiffres encore à venir en terme de créations d'emplois, même si ceux-ci sont en partie temporaires, puisque ces 700 000 personnes devraient retourner sur le marché du travail à partir du mois de juin...

Pour que le mois de juin respecte cette année son pic régulier, il faudra donc que le secteur privé prenne puissamment le relais de l'Etat d'ici là.

Et, pour finir le commentaire de ce graphe sur une note encore moins optimiste, il n'aura échappé à personne que même en cas de forte création d'emplois dans les 3 mois à venir, cela ne permettra dans le meilleur des cas que de revenir à un niveau de NFP équivalent à celui des années de récession 2001/2002. Les destructions d'emplois subies depuis 2 ans ayant été tellement violentes, donc **rien de bien flamboyant**.

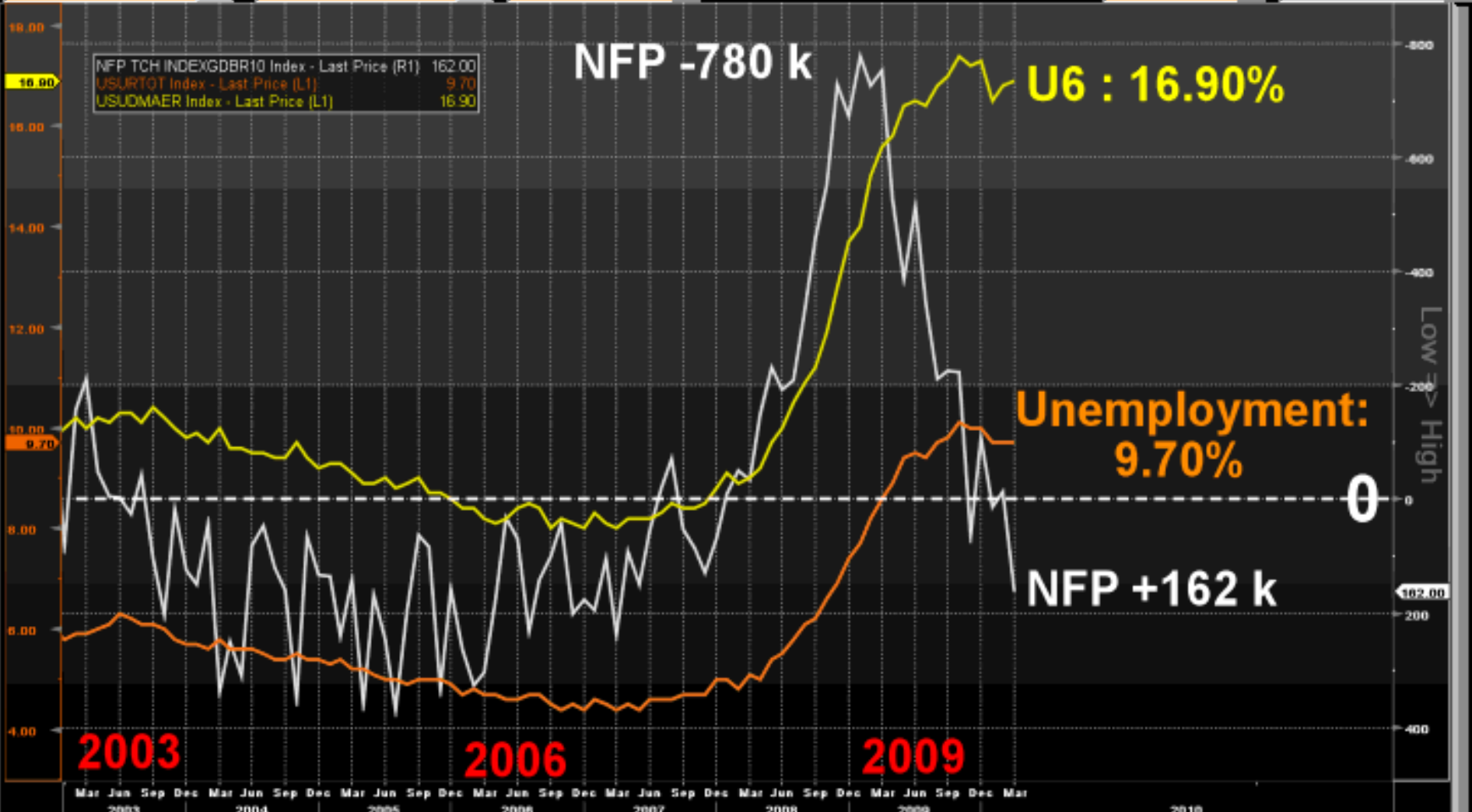
Et cela est d'autant plus modeste que la population américaine est entre temps passée de 187 millions en 2002 à **310 millions** en 2010...

Ce qui nous permet une transition naturelle sur ce qui compte vraiment en macro, le taux de chômage, avec le graphe suivant.

## **Taux de chômage standard U3, et Taux U6**

*La dérivée seconde est bonne (NFP), mais pas le taux d'emploi !*

96) Edit 97) Options 98) Bookmark 99) Hide G 400 - us chomages  
 04/30/2000 - 03/31/2010 Daily Layout Custom Custom CCY



NFP TCH INDEXGDBR10 Index - Last Price (R1) 162.00  
 USURTOT Index - Last Price (L1) 9.70  
 USUDMAER Index - Last Price (L1) 16.90

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000  
 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.  
 G906-1227-3 06-Apr-10 11:05:20

Nous constatons tout d'abord l'ampleur des destructions d'emplois subie en 2008 et 2009, les NFP (échelle inversée sur le graphe) perdant jusqu'à 780 000 emplois sur un mois au pire de la crise en janvier 2009.

La chute de cette courbe (en blanc) depuis témoigne de l'impact des plans de soutien mis en place, avec donc ce dernier chiffre en mars à +162 k, donc à peu près en ligne avec ceux constatés en 2004, 2005 et 2006.

Mais nous voyons aussi que les destructions d'emplois précédentes ont été tellement importantes, que, conjuguées avec l'augmentation naturelle de la population active, elles ont laissé les **taux de chômage sur des niveaux extrêmement élevés**, à 9.70% pour celui le plus suivi, et à 16.90% pour le U6.

Rappelons que la FED avait attendu, pour mettre fin à son cycle de baisse des taux de 2001-2003, que le taux U3 repasse en-dessous de 6%, et n'avait commencé à les remonter que lorsque celui-ci s'était inscrit à 5.60% (juin 2004). Ce taux U3 se situe aujourd'hui à 9.70%, ce qui laisse entrevoir des **taux bas pour une période effectivement encore 'extended'....**

Et dans le cas d'**U6**, qui correspond au taux global de chômage et de sous-emploi involontaire ([définitions](#)), cela implique encore plus de marge de manœuvre, puisque la FED n'avait commencé à remonter ses taux en juin 2004 que lorsque celui-ci s'était réduit à 9.50% (contre 10.40% au plus haut en septembre 2003). Nous en sommes aujourd'hui à 16.90% et ce taux **est remonté** les deux derniers mois !

Bilan, malgré la bonne tenue évidente de cette dérivée seconde que constitue les créations d'emplois constatées en mars, il n'y aucune chance que cela soit une condition suffisante pour que la FED mette un terme à sa politique actuelle de taux bas.

Non seulement les taux de chômage sont encore beaucoup trop élevés, et il va encore falloir beaucoup de centaines de milliers de NFP positifs consécutifs pour qu'ils reviennent à des niveaux compatibles avec son [mandat 'dual'](#), mais en plus, ce n'est **pas son seul critère** de décision, l'inflation et la santé du secteur financier jouent un rôle tout aussi déterminant dans son processus de décision.

## L'indicateur d'inflation de la FED : Core PCEPI

*Toujours proche de ses plus bas historiques...*

US Personal Consumption Expenditure Core Price Index YoY SA

PCE CYOY INDEX

Advanced

Hide

GP - Line Chart

Page 1/6

Range

03/31/97

- 02/28/10

Upper

Latest/Last Revi

Mov. Avgs

Period

Monthly

Lower

None

Mov. Avg

15

Events

Last Price	1.3
High on 07/31/08	2.7
Average	1.9
Low on 09/30/01	1.1



Australia	61	2	9777	8600	Brazil	5511	3048	4500	Europe	44	20	7330	7500	Germany	49	69	9204	1210	Hong Kong	852	2977	6000
Japan	81	3	3201	8900	Singapore	65	6212	1000	U.S.	1	212	318	2000	Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P. G906-1227-0 06-Apr-10 12:11:23								

Cet indicateur d'inflation est donc le deuxième pilier du mandat de la FED, et rien ne permet à l'heure actuelle d'envisager un rebond prochain de quelconques tensions à ce sujet, et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, sa **composante majeure est liée au marché immobilier**, non pas directement aux prix des maisons, mais aux loyers et à ce que la FED nomme le '**Owner Equivalent Rent**', c'est à dire le coût équivalent pour un propriétaire qui souhaiterait se loger en louant, afin de retirer l'aspect 'investissement' des acquisitions immobilières.

Et ce facteur devrait **continuer à appuyer** sur cet indice d'inflation dans les mois (les années ?) à venir.

Le prix des locations s'ajuste (à la baisse) en effet traditionnellement avec retard sur le prix des maisons, les propriétaires étant réticents à baisser leur prix de location aussi vite, préférant laisser tout d'abord leur logements à louer vides pendant quelques temps, au cas où.

Ensuite, le stock de logements vides et à vendre ne donne aucun signe de résorption, en termes de [mois de ventes](#), et le montant des saisies immobilières continue à rester sur des niveaux historiquement élevés, malgré les [différents programmes](#) d'aides mis en place par le gouvernement.

Mais, surtout, malgré les récentes déclarations du faucon **Plosser**, de la FED de Philadelphie, il n'y a pas que cette composante 'Housing' qui a, et va contribuer, à cette modération du Core PCEPI.

Réglons tout d'abord le cas de ce Mr Plosser, **l'équivalent américain** de nos trop fameux Mr **Stark et Weber**, qui vient donc d'affirmer que :

la baisse récente des indices d'inflation était un mirage, en raison de cet impact de l'immobilier.

Discours du **11 juillet 2007**, '[House Prices and Monetary Policy](#)' :

In the U.S., the recent reversal of the boom in housing activity and house prices has contributed to a slowdown in economic growth. But the consequences of the declines in housing activity and house prices, in my view, have so far not derailed the prospect that economic growth will return toward trend at the end of 2007 and in 2008.

**January 8, 2008**, '[The Economic Outlook and The Fed's Roles in Monetary Policy and Financial Stability](#)' :

To sum up, I think the U.S. economy will experience several quarters of sluggish growth in 2008 before returning to a sustained expansion over the next two years.

At the same time we also face risks of higher inflation.

Overall, it should prove to be an interesting and challenging year for policymakers. ← Enorme !

May 21, 2009, '[A Perspective on the Outlook, Output Gaps, and Price Stability](#)' :

I see greater risk of higher inflation over the intermediate to longer term.

The model's headline PCE inflation forecast rises above 3 percent in 2010 and exceeds 4 percent by 2012. Of course, I understand that the current episode may lie outside the historical norms. Nevertheless, we should not disregard such historical evidence in assessing the overall outlook.

I am also concerned that some forecasters and policymakers may be placing too great a reliance on flawed measures of potential output and output gaps to predict that inflation will remain subdued for many years even in the face of extraordinary monetary accommodation. The consequence could be substantially higher inflation rates in the intermediate term unless the monetary accommodation is removed sooner and faster than many anticipate.

Voilà, c'est assez édifiant, et permet de s'interroger sur les raisons qui lui permettent encore d'oser s'exprimer ainsi, comme nos deux comparses allemands...

Enfin, je vous laisse consulter la réponse définitive aux arguments de ce Mr Plosser, rédigée par la **Fed de San Francisco** elle-même (le royaume de notre marraine la fée **Janet Yellen**) dans cette étude publiée ce weekend (joyeuses pâques) : [The Housing Drag on Core Inflation](#).

Ils y identifient parfaitement l'impact de la baisse du marché immobilier sur cet indice de prix, mais soulignent que cette raison est loin d'être la seule, et que **les tensions désinflationnistes restent vivaces**.

Un petit lien encore plus instructif sur les risques à venir d'inflation ou de déflation : [Fed Finds Record-Low OECD Inflation as ECB Shows Convergence](#). Extrait :

Federal Reserve Chairman Ben S. Bernanke and European Central Bank President Jean-Claude Trichet can't afford to let the economic recovery distract them from **the danger of falling into a deflationary morass akin to Japan's**.

**Core consumer prices**, which strip out volatile food and energy costs, rose a record-low 1.5 percent in February from a year earlier in the 30 countries that form the Organization for Economic Cooperation and Development. Goldman Sachs Group Inc. economists see core inflation falling **further later this year** to about **0.3 percent in the U.S. and 0.2 percent in the euro area**.

Et un dernier un peu plus drôle, qui témoigne de la violence actuelle des débats au sein de la FED : [The Fed: Invasion of the Inflation Doves](#).

Avant de nous quitter, un dernier petit graphe pour faire un détour mérité par Hyman **Minsky**, concernant l'état du 'Crédit' aux US.

## Encours des Prêts commerciaux et industriels des banques américaines.

*Aucun signe d'amélioration en vue...*

GRAB

Index **GPL**

ALCBC&IL

NY 24MAR10 00:00

1246.9 Billion

ALCBC&IL INDEX

Advanced

Hide

GPL - Logarithmic Chart

Page 1/11

Range

03/12/03

- 03/24/10

Upper

Mid Line

Mov. Avgs

Currency

USD

Period

Weekly

Lower

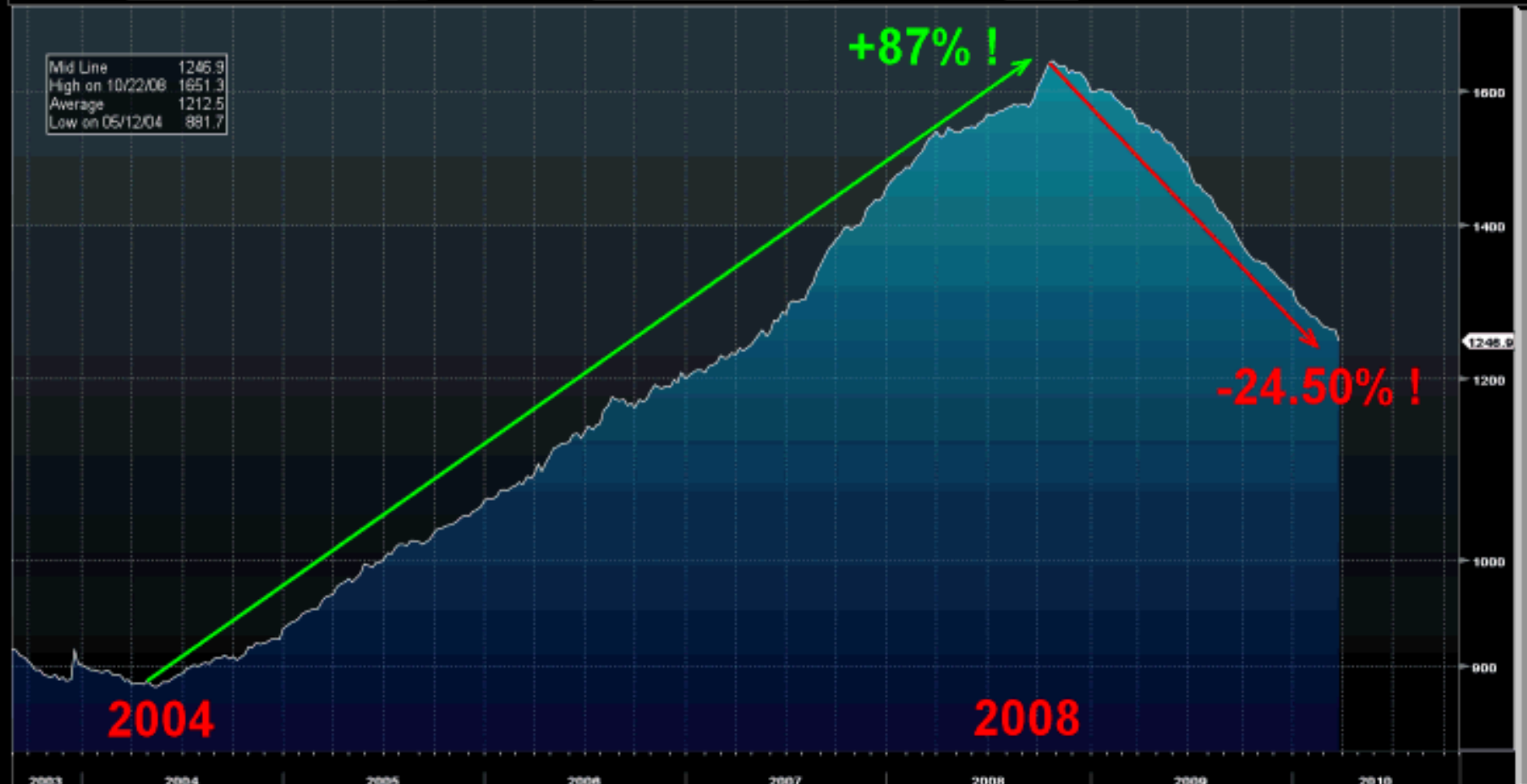
None

Mov. Avg

15

Events

Mid Line	1246.9
High on 10/22/08	1651.3
Average	1212.5
Low on 05/12/04	881.7



Australia	61	2	9777	8600	Brazil	5511	3048	4500	Europe	44	20	7330	7500	Germany	49	69	9204	1210	Hong Kong	852	2977	6000
Japan	81	3	3201	8900	Singapore	65	6212	1000	U.S.	1	212	318	2000	Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P. G906-1227-2 06-Apr-10 11:25:42								

Nous avons déjà souligné à de nombreuses reprises à quel point **cette variable macroéconomique était importante** dans notre scénario, conformément à la ligne directrice 'post keynésienne' que nous déroulons depuis 2003.

Et, honnêtement, si certains arrivent à discerner dans ce genre de graphe un risque d'inflation, du à l''horrible' (au sens Friedmanien) injection de liquidités de la FED, chapeau...

### Axes:

- **Taux** : Le **Flattening** nous semble toujours le sens de l'histoire, et le choix des maturités et structures ci-dessous apporte un degré de protection supplémentaire, les options avril ont expiré comme il fallait, le mai reste délicat.
- **Actions** : Sur les marchés d'actions, toujours dans **le flou**, sentiment général qui se voit à contrario dans les niveaux très **faibles de volatilité** implicite des options eurostoxx... Nous commençons d'ailleurs à constater quelques switchs opportunistes de futures (longs ou shorts), contre des positions longues d'options (calls ou puts).

Bonne journée-soirée, à votre disposition.

-----

-----

### Suivi de stratégies d'options suggérées :

#### Bund:

Nada

#### Schatz :

Put spread 108.40 / 108.00 contre call 108.80 Mai: **-6**, delta -52%, thêta créditeur 0.10 (P&L-6) → 24 jours

Put spread 108.60 / 108.40 contre call 108.90 Mai: **-1**, delta -45%, thêta créditeur 0.10 (P&L +0.5) → 24 jours

Put 108.40 Juin: 7, delta -23%, thêta 0.11 (P&L -9) → 55 jours

Eurostoxx :

nada

*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**