



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

La BCE va-t-elle vivre son épiphanie ?

13th May 2010

Ce n'est bien sûr pas à la fête chrétienne que je fais référence avec ce titre, pas plus aux rois mages ni qu'à toute 'galette'. Mais à la 'Révélation', d'ordre quasi mystique, telle que définie par James Joyce.

Révélation qui, je l'espère, est en train d'illuminer les poussiéreuses étagères théologiques de la Banque Centrale Européenne. L'Épiphanie, telle que littérairement définie ainsi, est souvent associée à des moments de **forte émotion**, et la crise majeure que vient de vivre la Zone Euro pourrait bien en avoir été l'occasion.

Ne nous y trompons pas.

Ce que la BCE et l'UE essayent actuellement, et avec succès, d'endiguer, est **une crise encore plus profonde que celles qu'ont vécu les Etats-Unis** lors de la crise des Subprimes-CDO-banques-fonds monétaires etc...

C'est une remise en cause pure et simple de la qualité 'souveraine' des dettes de certains pays de la zone euro, et par effet d'[Adverse Feedbackloop](#), de la monnaie unique et de l'Union Européenne elle-même.

Et même s'ils ne le crieront bien sur jamais sur les toits (Opacité oblige), il est bien possible que nos augustes augures francfortois soient en fait bien plus préoccupés par le respect de leur mandat unique (la stabilité des prix), que l'on ne veut bien le croire.

Car ce **mandat de stabilité de prix** (l'unique aiguille de leur boussole), implique non seulement une **vigilance** de tous les instants face aux risques de poussée **inflationniste**, mais aussi, et c'est là que cela devient plus intéressant, une attention toute particulière au risque de **déflation**.

Les lecteurs de longue date du Taler savent à quel point ce thème est devenu quasi obsessionnel dans ces lignes depuis aout 2007 et l'effondrement de la vélocité de la monnaie, et je ne peux que répéter ma litanie : « La déflation est une Gorgone ».

Les dirigeants monétaires européens ont attaché historiquement une telle importance à l'évolution de la masse monétaire **M3** qu'ils doivent déjà être plus que préoccupés par l'évolution de celle-ci, qu'elle voudrait stabiliser vers +4.5% en rythme annuel, et qui est passée de +8.20% par an entre 2000 et 2008 à **-1.60% en rythme annuel** depuis avril 2009, alors même qu'elle a abaissé son taux Refi de 4.25% à 1%, entre Octobre 2008 et ce même mois avril 2009 !

Ceci illustre à quel point la BCE semble avoir perdu la main sur l'efficacité de sa politique « classique », non seulement en ce qui concerne sa transmission à l'économie 'réelle', mais aussi aux grands agrégats monétaires.

Si M3 a une telle importance pour la BCE, c'est parce qu'elle représente les actifs financiers liquides ou quasi liquides, dont la vitesse de mobilisation potentielle peut alimenter l'accélération de la vitesse de circulation de la monnaie, aux implications inflationnistes en cas de surchauffe de l'économie réelle.

Si l'on prend donc en compte le fait, qu'en plus de l'effondrement incontestable de M3, le **changement de nature** de toute une autre catégorie d'actifs implique aussi une **contraction sans précédent de la vitesse de la circulation de la monnaie**.

En effet, certains actifs, censés être de plus ou moins longue durée (Fonds monétaires dynamiques, emprunts d'Etat), ont complètement perdu leur nature 'liquide', en raison des désagréments subis lors de la non-valorisation de certains d'entre eux, mais surtout à cause de **la disparition de la notion de 'collatérabilisation'** (sic) des autres.

Le marché du **Repo à outrance**, qui permettait au 'Shadow Banking' de se croire très 'liquide', alors même qu'il était en position de 'carry' sur des actifs par nature non-mobilisables (CDO, Loans, etc.), est devenu de **l'histoire ancienne...**

Un autre exemple, l'époque où un oligarque russe pouvait nantir les actions de sa société douteusement audité pour investir dans d'autres actifs, qu'ils soient financiers ou de 'trophée' (Yachts, [Villa Léopold](#)), est elle aussi bien terminée.

Bilan, la vitesse de circulation de la monnaie s'est en réalité encore plus réduite que les statisticiens néo-classiques ne veulent bien le reconnaître.

N'est-ce pas de toute manière une caractéristique des périodes de '*Deleveraging*', que de voir celle-ci devenir même franchement *négative* ?

Mon optimisme incurable me laisse donc espérer que la cataracte néo-classique qui obscurcissait la vue de la BCE est doucement en train de *s'éclaircir*, en ce qui concerne l'équilibre entre les risques d'inflation et de désinflation, et j'en veux pour illustration les déclarations surprenantes parues dans le Survey du mois de Mai de la BCE, publié ce matin :

(Dans tous les cas de figure, l'action sur les marchés de la BCE prouve qu'elle a mis de côté, au moins provisoirement, un des dogmes essentiels des néo-classiques, la « théorie des marchés efficients ».)

ECB Survey

- HICP RISE TEMPORARY, OFFSET M-TERM BY EASING CORE
- S-TERM HICP RISE DUE TO COMMODITY PRICES, SOFT EURO
- TRADE, WEAKER EURO PRINCIPAL EMU GROWTH FACTORS
- **RISKS TO HICP FCAST DOWNWARD ON WEAK CAP U, WAGES**

Mais, surtout, ce sont les déclarations de divers membres de la BCE ces deux derniers jours que j'ai trouvé particulièrement intéressantes, car elles soulignent à la fois :

- le fait qu'elle a réalisé que la dislocation des marchés dettes souveraines rendait sa *politique monétaire* (encore plus) *inefficace* (restrictive).
- les doutes que nous persistons à ressentir sur la *réalité du programme de stérilisation* envisagé, dont l'annonce ne sert encore une fois qu'à rassurer les 'Bonds Vigilantes', et à stabiliser les anticipations d'inflation.

Jean- Claude Trichet

We had observed destruction of financial markets that were gravely hampering the transition of monetary policy.

The ECB's momentous decisions were taken in view of dysfunctional markets that *hampered the normal transmission of monetary policy*.

We are not engaging in quantitative easing.

We will take back all liquidity that we are adding.

Christian Noyer

ECB Policy was endangered last week by market disorder.

Monetary policy was threatened.

Miguel Angel Fernandez Ordonez

Banks' use of the ECB's ***overnight deposit facility*** provides some sterilization of the central bank's government bond purchases. Huge amounts of money are being put in the deposit facility. ***There is an automatic sterilization.***

Nowotny

We have of course the possibility for the ECB to take money in from banks, but maybe we will also construct some other additional instruments.

This is just a discussion we are leading; ***there is no immediate need to draw up a sterilization plan***, which ensures that the overall amount of money in circulation is not increased.

Because ***we have the deposit facility*** and instruments that are available and are quite substantial.

But it might be a good idea to expand the arsenal.

Jose Manuel Gonzalez-Paramo

New ECB measures to ***restore monetary policy transmission***

The bank will announce the details on how it plans to sterilize its government bond purchases next week.

Juergen Stark

I see ***no inflation danger*** for the foreseeable future

The excess liquidity is being collected again and there arises ***no inflation pressure.***

The bank will hold the government bonds it buys until they mature. (je l'avais raté celui-là !!!)

The printing presses aren't being fired up, no inflation pressures from bond purchases, which will be neutralized.

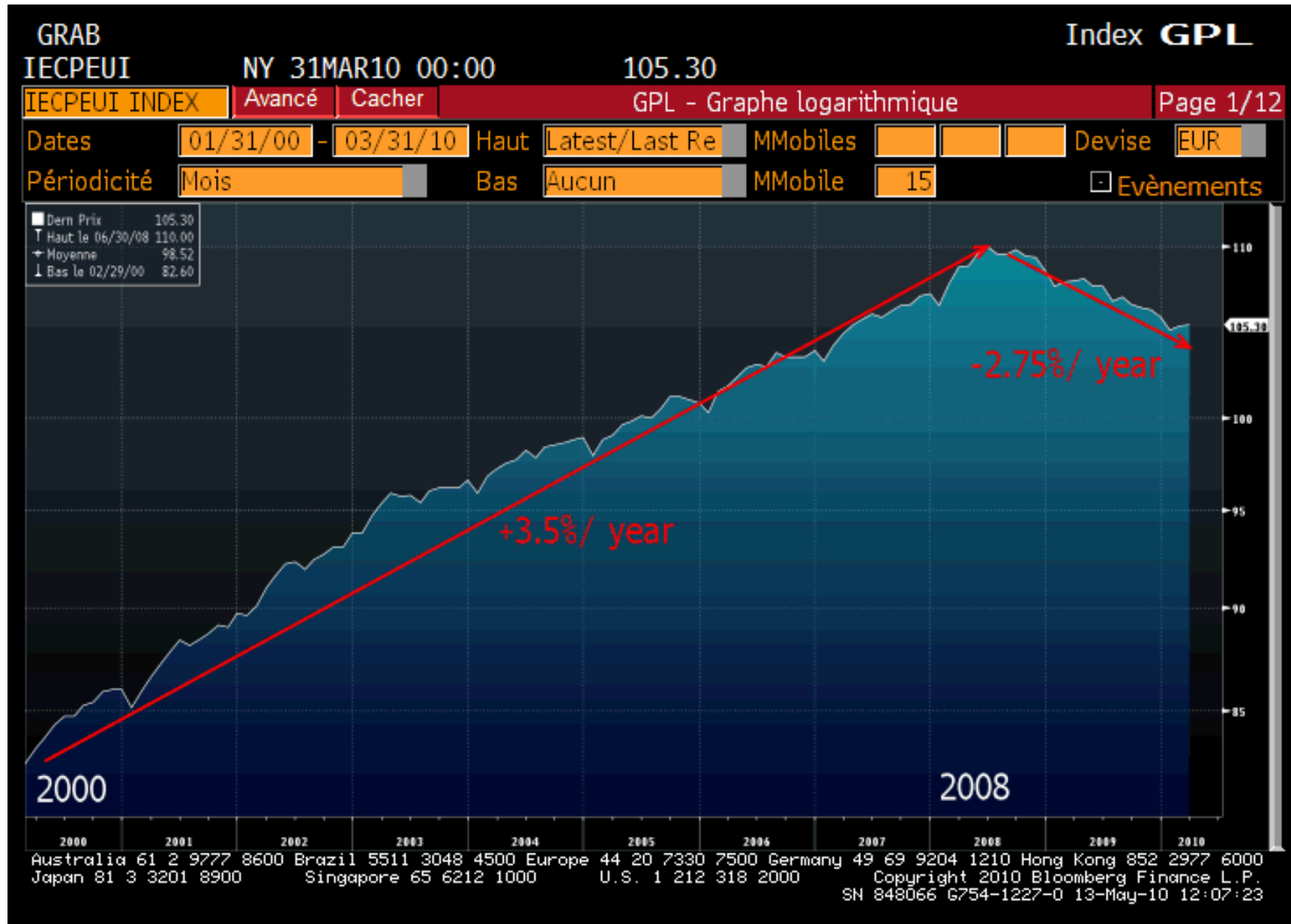
Quelle décontraction de la part de l'Ultra-faucon!

Son appréciation des risques d'inflation (de déflation) s'est elle modifié au gré de la réalisation de ce qu'était une vraie crise de 'Deleveraging' (du bilan de l'Etat Grec dans le dernier cas de figure) ?

Pour conclure, deux petites illustrations.

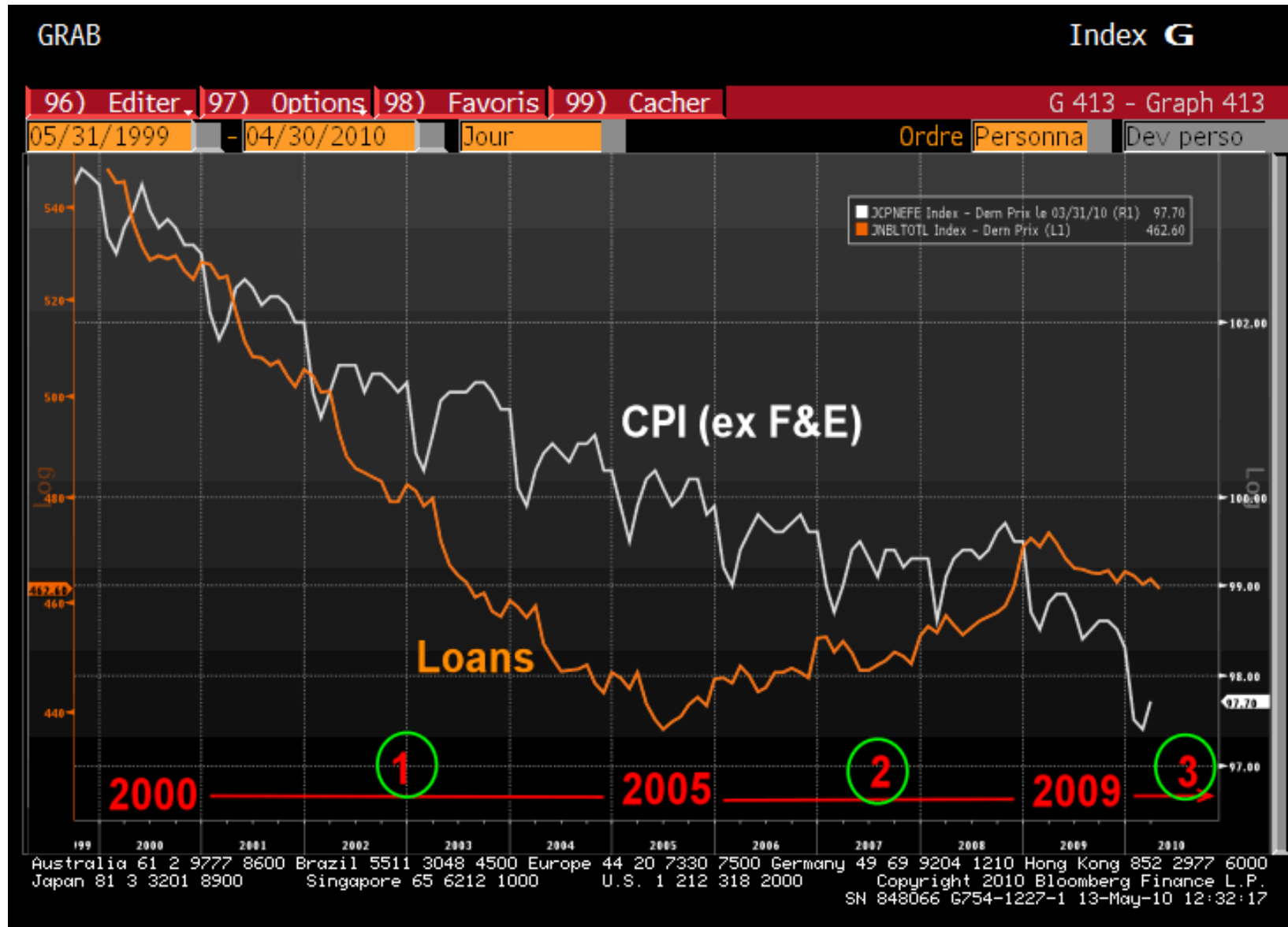
Déflation Irlandaise.

Et ce n'est pas terminé....



Déflation des prix et des prêts au Japon.

3 périodes très claires...



Vous pouvez constater sur ce graphe comment la **baisse des prêts** à l'économie de la part des banques japonaises a **entraîné** celle de la **baisse des prix** à la consommation, dans la phase 1, de 2000 à 2005.

L'indice des prix à la consommation (hors aliments et énergie), qui s'était stabilisée de 1997 à 2000, après la crise asiatique, s'est en effet mis à reculer, à un rythme moyen de 0.75 par an, jusque début 2006, alors que les économies de ses voisines repartaient de plus belle ! Une des explications : cette fameuse notion de 'Crédit à l'économie' que nous rabâchons jour après jour, et le nécessaire **lent et douloureux 'Deleveraging' des 'Zombies Banks'**.

A contrario, le rebond ces crédits, à partir de début 2005, a permis, avec un léger retard du au décalage de l'effet de transmission, de stabiliser les prix, qui étaient au même niveau en janvier 2009 que trois ans auparavant.

Il est donc dorénavant à craindre que ces **prix, qui ont franchement repris le chemin de la baisse** avec l'effondrement de la demande consécutif à la 'Grande Crise Financière', ne soient encore plus déprimés par le **nouvel accès de faiblesse des prêts** à l'économie, qui, d'après les statistiques publiées ce matin par ministère des finances nippon, se sont contractés en avril de **-1.8%** sur an, après -2% en mars !

Axes

Positifs Equities, Négatifs dette Core, avec un gros biais de Steepening, et Positifs dette périphérique.

Ride the Bullet !

Suivi de stratégies d'options suggérées :

Bund:

Call Ladder 127/127.50/128 juin: **-4**, delta -7%, thêta créditeur 0.98 (P&L+10) → 18 jours

Eurostoxx:

Call Fly 2700 /2800 /2900 Mai: **34**, delta +10%, thêta 1.10 (P&L+23) → 7 jours

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