



OTCex Group

Erwan MAHÉ +33 1 53 05 57 20

réponse'

Allocation d'Actifs et Stratégies d'Options

'La question est plus importante que la

La Grèce de Charybde en Scylla!

(Χάρυβδις --- Σκύλλα)

14 janvier 2010

Odyssée, chant 12:

L'île (des sirènes) disparaît. Mais soudain j'aperçois la fumée d'un grand flot dont j'entends les coups sourds. La peur saisit mes gens.

...Pilote, à toi mes ordres : tache d'y bien penser puisqu'à bord du vaisseau c'est toi qui tient la barre. Tu vois cette fumée et ce flot : passe au large et prends garde à l'écueil ! Si gagnant à la main le navire y courait, c'est à la male mort que tu nous jetterais.

...Nous entrons dans la passe et vogueons angoissés. Nous avons d'un côté la divine Charybde et de l'autre Scylla.

...Mais tandis que nos yeux regardaient vers Charybde d'où nous craignons la mort, Scylla nous enlevait dans le creux du navire six compagnons.

Les difficultés rencontrées par la **Grèce**, qui a vu son spread de taux avec l'Allemagne se re-écarter de **50 bps en 3 jours**, pour se rapprocher ce matin de ses plus hauts de décembre 2009 vers 270 bps, sont suffisamment d'actualité pour que je puisse effectivement faire appel à Homère.

Et en-dehors du parallèle entre ces deux monstres et les choix cornéliens auxquels est soumise la Grèce, c'est aussi dans le [détroit de Messine](#), qui permettait aux navires grecs de passer de la mer ionienne à la mer Tyrrhénienne, que le roi d'Ithaque et son équipage rencontrèrent ces deux figures mythiques, et cela illustre parfaitement le présent danger de contagion. Il n'a en effet pas fallu attendre longtemps pour voir les agences de notation passer du cas de la Grèce à celui du Portugal...

A l'instant où j'écris ces lignes, Mr **Trichet** est d'ailleurs en train d'affirmer que les règles de **collatéral** de la BCE étant gravées dans le marbre, il ne les assouplirait pas dans le cas où la Grèce devait être dégradée par les agences de notation !

Quelle hallucination !

Tout d'abord cela revient à **abandonner un important outil de souveraineté** dans la main des agences de notation américaines, ce qui est un comble.

Ensuite, laisser décider de la qualité de crédit d'un des pays membres de la zone euro par ces mêmes agences, dont le moins que l'on puisse dire est que la **qualité de leur travail** ces dernières années laisse plus qu'à désirer, prouve le peu de confiance que semble montrer Mr T dans la qualité du travail du propre staff économique de la BCE. Les souvenirs de l'été 2008 sont-ils encore cuisants.

Et enfin, si, [pour Henri IV](#), Paris valait bien une messe, la zone Euro vaut-elle **un peu de souplesse de la part de Jean-Claude 1^{er}** pour un pays qui ne représente en fait que 2.5% à 3% du PIB européen, mais dont la dérive aurait des conséquences en cascade incalculables?

La **Grèce** a annoncé ce matin un **programme budgétaire extrêmement ambitieux**, qui prévoit, par le biais de mesures durables et douloureuses, de réduire le déficit budgétaire en-dessous de 3% d'ici 2012, avec un engagement très fort de Mr Papandreou :

We will do whatever it takes!

Our country can and is obliged to exit as soon as possible this vicious circle of misery.

We will not retreat; we will proceed quickly.

Même si c'est en fait surtout d'un **déficit de crédibilité** majeur dont dorénavant la Grèce, suite aux errements coupables de leur office statistique, ces mesures vont dans le bon sens (au sens de la construction européenne, pas forcément de la macro, mais c'est un autre débat), et dirigent lentement la péninsule hellénique vers le **transfert de souveraineté budgétaire** que nous continuons à prévoir pour nos amis grecs.

Notons d'ailleurs les déclarations de Mme **Merkel** à ce sujet ce matin :

The Greek example can put us under great, great pressures.
Who will tell the Greek parliament to please go ahead and pass a pension reform?
I don't know that they'll be enthusiastic about Germany giving them instructions.
German lawmakers wouldn't be happy if Greece told them what to do.
So the euro is in a very difficult phase over the coming years.

Et ce qui est le plus incroyable dans cette histoire, même si personne ne peut nier que la Grèce doit mettre un peu d'ordre dans sa maison, c'est qu'un ajustement budgétaire d'une telle ampleur va avoir des **conséquences** dont les monétaristes néo-classiques ne pourront pas dire qu'ils n'en avaient point été prévenus.

En effet, nous insistons il est vrai parfois lourdement, sur le **danger d'entropie déflationniste qui menace la zone euro**.

Et vous verrez sur le graphe ci-dessous à quoi celui-ci ressemble lorsqu'un pays prend 'courageusement' les mesures qui lui sont 'conseillées' par les 'autrichiens' en question.

Il retrace l'évolution de l'indice d'inflation en **Irlande**, pays qui a aussi beaucoup souffert de la GCF (Grande Crise Financière), mais qui a su rapidement prendre des **mesures budgétaires extrêmement sévères** pour remédier à la dégradation de ses comptes publics, d'autant plus qu'il était confronté à l'handicap supplémentaire de la concurrence sournoise de la perfide Albion en pleine dévaluation compétitive.

Ceci a sans aucun doute évité à l'Irlande, et c'est tout à son honneur, de passer par la case 'abandon de souveraineté budgétaire' qui menace aujourd'hui la Grèce. En effet, malgré le poids gigantesque que pèsent les secteurs immobiliers et financiers irlandais, sinistrés, dans son économie, son spread de taux, qui flirtait aussi comme la Grèce avec les 300 bps lors du pic d'aversion au risque de début d'année, ne se situe **plus qu'à 150 bps** autour !

Déflation en Irlande

La pilule est amère...

Ireland CPI All Items YoY

IECPIYOY INDEX

Hide

GP - Line Chart

Page 1/13

Range - Upper Mov. Avgs Currency

Period Lower Mov. Avg Events



'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10			
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 14-Jan-10 12:38:41

Nous pouvons donc visualiser sur ce graphe l'évolution du CPI irlandais, selon les grandes périodes macro que l'île au Trèfle a traversé.

Et ce qui est marquant, c'est que comme dans le cas des autres 'périphériques' de la zone Euro, l'on voit bien qu'après la période de '**rigueur préparatrice**' à l'adoption de la monnaie unique, une fois les 'contraintes monétaires' soulagées par l'avènement de l'Euro, l'inflation a pu à nouveau filer vers des **niveaux incompatibles** avec la préservation de la compétitivité de l'économie irlandaise au sein de la zone, et surtout vis-à-vis du grand **prédateur mercantiliste rhénan**.

Mais, surtout, ce qui est frappant, ce sont les conséquences sur l'indice des prix de la conjonction de la GCF et d'un plan d'austérité budgétaire aussi massif, qui a en même temps **désagrégé la demande** interne.

Une déflation de 5 à 6% en rythme annuel, c'est **du jamais vu !**

Mais cette posture macroéconomique 'vertueuse' a permis à l'Irlande d'afficher en 2009 un excédent moyen de sa balance commerciale de 3.5 B € par mois, ce que peut lui envier la France, qui affiche quant à elle 3.5 B € de déficit moyen...

Soulignons cependant que cet excédent commercial est principalement la résultante d'un **effondrement ahurissant des importations**, divisées par 2 en 2 ans...

Supposons maintenant que ce genre de politique soit appliqué par tous les pays périphériques de la zone, pouvez-vous imaginer à quel point le risque de '**Debt Deflation**' se propagera au sein de la zone Euro ?

Seul un rebond durable de l'activité économique globale permettrait d'éviter ce piège, et je me suis permis de vous citer ci-dessous quelques pistes qui nous poussent toujours à faire preuve d'un **scepticisme** à toute épreuve :

Le 'Crédit' en général reste sous pression :

- Aux **USA**: **Lenders** will underwrite \$1.28 trillion in home loans this year, down from \$2.11 trillion in 2009, the Mortgage Bankers Association said in its latest forecast... Mortgages originations [will plummet 40 percent](#) in 2010 to their lowest level in a decade.

→ Pas de reprise du marché immobilier en perspective, surtout avec la remontée des taux hypothécaires consécutive à l'arrêt prévu du programme de QE d'achats de MBS par la FED.

- Aux **USA** : Standard & Poor's [cut California's](#) main debt rating on Wednesday by one notch, saying the government of the most populous U.S. state could nearly run out of cash in March -- and another rating cut might follow

→ La contraction des budgets des Etats va contrecarrer l'impact du plan de stimulus fédéral.

- Les problèmes de '**Bad Debt**' sont toujours présents :

- En **Australie**: Colonial First State, Australia's biggest asset manager, froze an A\$850 million (\$785 million) mortgage income fund to withdrawals after signs some of the commercial property loans may sour.

→ Cela rappelle des mauvais souvenirs, ces fonds gelés...

- En **France** : la Société Générale "a décidé de durcir significativement [les hypothèses de valorisation](#) des CDOs de RMBS". 1.4 B € de provisions inattendus...

- Au **Japon**:

- Core machinery **orders** hit their [lowest level](#) since the data series began in 1987.

- Japan's export-led recovery has not filtered through to domestic private-sector demand.

- Today's data confirmed the **weakness in private demand**, Cabinet Office official Keisuke Tsumura told reporters after the data release.

- Wholesale **prices**, as measured by the corporate goods price index (CGPI), fell 3.9 percent in the year to December, constituting the **12th consecutive y/y drop**.

- Some Bank of Japan officials worry that the economy may start to **worsen around April** as it loses support from domestic stimulus measures put in place by the previous administration.

→ Il n'y aura pas de sortie du 'Trap Déflationniste' sans action beaucoup plus violente de la part de la

BoJ.

- **l'Or** : nous avons eu droit à un peu plus de couleurs sur les raisons de la hausse de ce soi-disant héraut du retour de l'hyperinflation.

[Investors bought](#) more gold than buyers of jewellery for the first time in three decades in 2009, highlighting the increasing impact of speculators on bullion prices.

Tout ceci dit, nos axes restent donc inchangés, à l'écart des actifs risqués et favorables aux taux fixes Etat zone Euro.

Et en ce qui concerne l'avenir de la Grèce, laissez moi conclure par une note positive, et encore avec l'Odysée d'Homère.

Une fois franchis les deux écueils, le navire d'Ulysse parvient sur l'île du Soleil. Ulysse répète à ses hommes l'avertissement donné par Tirésias et leur défend de chasser sur l'île. Les premiers jours, les vivres amassés dans le navire suffisent à nourrir tout le monde ; mais pendant un mois, les vents contraires retiennent Ulysse sur l'île.

Au bout d'un mois, affamés et ne pouvant repartir à cause de la tempête, les hommes d'Ulysse profitent que celui-ci a succombé au sommeil et dévorent les troupeaux d'Hélios, qui les voit du haut de son char et réclame aussitôt vengeance à Zeus. Les marins d'Ulysse festoient pendant six jours, ignorant des signes funestes envoyés pour les avertir : les viandes tournant sur les broches se mettent à meugler. Le septième jour, la tempête se calme et le vaisseau repart, mais un ouragan survient de Zeus foudroie le navire, qui sombre avec tout l'équipage.

Seul Ulysse, qui n'a pas mangé de bétail, survit au naufrage et échappe de peu à Charybde vers le rocher duquel le vent l'a entraîné. Accroché à une poutre, il dérive ensuite pendant dix jours, puis s'échoue sur l'île de Calypso **où il passe les sept années suivantes prisonnier de la nymphe.**

Ces sept années ressemblent très fort au purgatoire par lequel va devoir désormais passer la Grèce, mais n'oublions pas que cette odysée se finit de belle manière, dans le lit de Pénélope :

Pénélope: Ton lit te recevra, dès que voudra ton cœur, puisque les dieux t'ont fait rentrer sous ton grand toit, au pays de tes pères !



Bonne journée...

Suivi de stratégies d'options préférées :

Bobl

Call ratio 115.75/116.50 février 1 par deux: **24**, delta -18%, thêta créditeur 1.20 (P&L +14)

Cela va encore plus vite que nous ne l'espérons, le Thêta devait compenser le delta qui s'est inversé...

Eurostoxx :

Put ratio 3000 / 2850 janvier 1 par 2: ressortis à **36.5 ; P&L +12.50**, et remplacés par :

Put Ladder 2950/ 2800 /2700 février: **23.50** delta -14%, thêta créditeur 0.35 (P&L -1.5)

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