



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

Un triste point sur la posture de BCE.

29 juin 2010

L'inflation, telle qu'exprimée par le EUHICPI publié par la BCE, a progressé en moyenne de 2.25% par an, entre janvier 2000 et septembre 2008, soit à un rythme légèrement supérieur à son objectif d'un peu moins de 2%.

Depuis, elle progresse de 0.46%/an, en moyenne, depuis septembre 2008. (Voir le graphe en niveau ci-dessous)

Si l'on zoome sur la période récente, nous avons une période de 'Déflation', ou 'Désinflation' pour rester politiquement correct, où, de septembre 2008 à juillet 2009, cet indice des prix a tout d'abord baissé à un rythme annuel de -1%.

Il s'est ensuite redressé depuis, et affiche en mai 2010 une progression depuis ce point bas de juillet 2009 à +1.94% en rythme annuel, cohérente avec les objectifs de la BCE.

Si l'on oublie le trou d'air du premier semestre 2009, principalement du aux effets de base des matières premières, la **BCE** pourrait donc **se satisfaire** des derniers chiffres de ce EUHICPI.

Notons cependant qu'**un tel 'oubli' fait débat** parmi les théoriciens de la politique monétaire. Certains pensant que la Banque Centrale doit rattraper cette 'perte' d'inflation, afin de respecter son objectif de progression des prix 'en moyenne sur longue période'.

En effet, cela n'a pas beaucoup de sens d'afficher un objectif à 2% si cet objectif n'est pas respecté en moyenne sur toute la période, mais uniquement à certains moments, entrecoupés d'épisodes d'inflation plus basse (voire même de déflation). Dans ce cas, la progression moyenne sur toute la période est forcément inférieure aux objectifs affichés.

Récupérer cet 'oubli' impliquerait cependant de laisser l'inflation s'inscrire à un rythme supérieur à l'objectif de 2% pendant quelques temps, afin de compenser la chute précédente.

Et je ne suis vraiment pas persuadé que la BCE y soit prête, même si cela reviendrait effectivement à mieux respecter son objectif 'en moyenne', sur toute la période...

La **Bundesbank** vient d'ailleurs de publier un papier à ce sujet, en janvier 2010 : [Price-level targeting as a monetary policy strategy](#).

Bien évidemment, *elle s'oppose* justement au principe du 'Price Level Targeting', qui corrigerait avec un effet de balancier toute baisse ou hausse du taux d'inflation trop éloigné de l'objectif moyen.

Le fait que la **FED** (['Price Level Targeting and Stabilization Policy'](#)), la Banque Centrale de **Norvège** (['Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch ?'](#)) ou du **Canada** (['Price-Level Targeting and Stabilization Policy: A Review'](#)), et de nombreux économistes autour du globe, aient intensivement étudié le sujet et abouti à des conclusions radicalement opposées n'influencera de toute manière sûrement pas *la vérité incarnée* que pense représenter la Banque Centrale d'Allemagne...

EUHICPI, l'indice des prix européen, en taux de variation.

Vu comme cela, nous avons l'air de nous éloigner du risque de déflation...

GRAB

Index GP

IPC Zone Euro (GA)

ECCPEMUY INDEX

Avancé

Cacher

GP - Graphe Ligne

Page 1/5

Dates

06/30/00

- 05/31/10

Haut

Latest/Last Rev

MMobiles

Périodicité

Mois

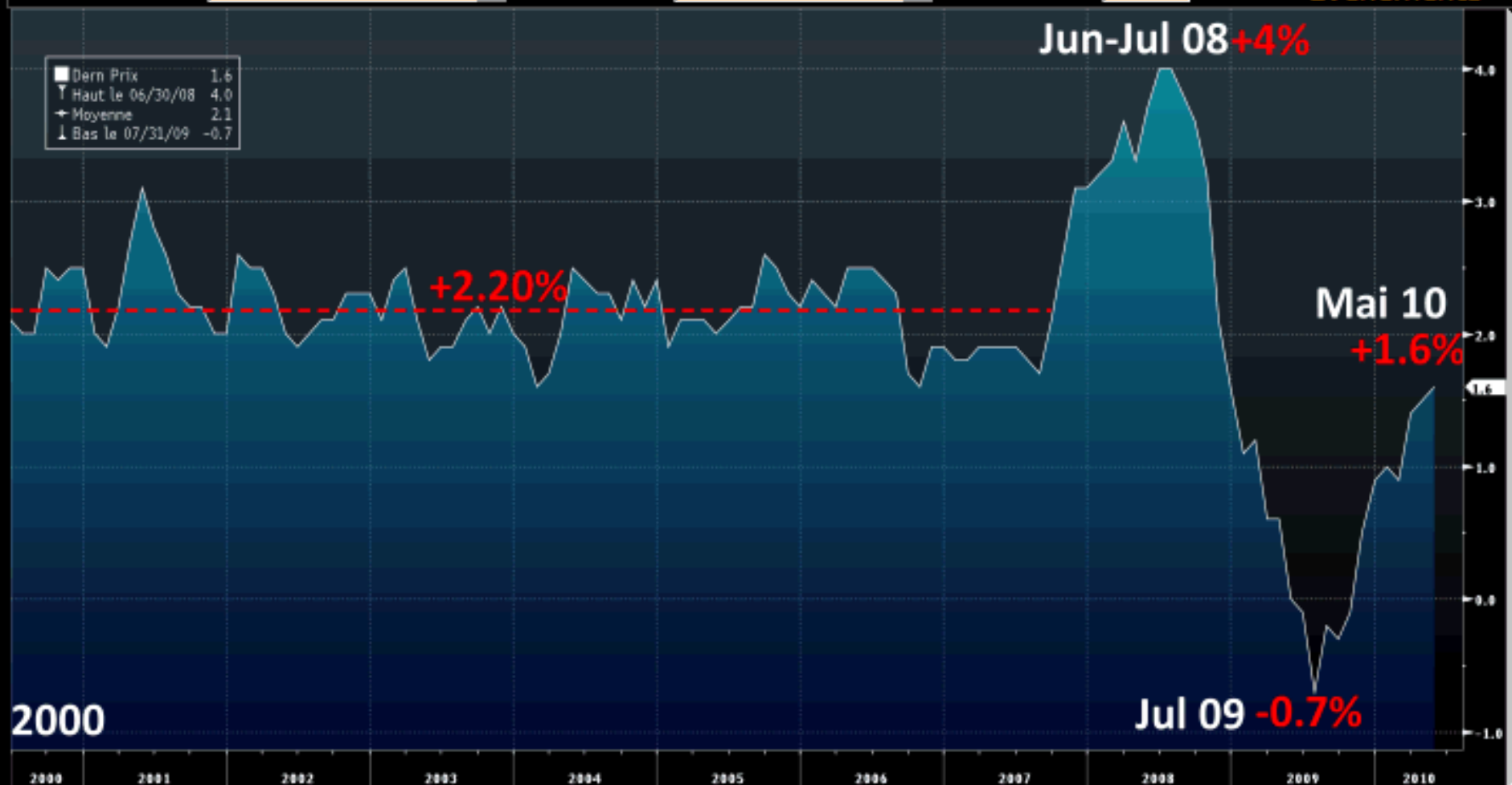
Bas

Aucun

MMobile

15

Evènements

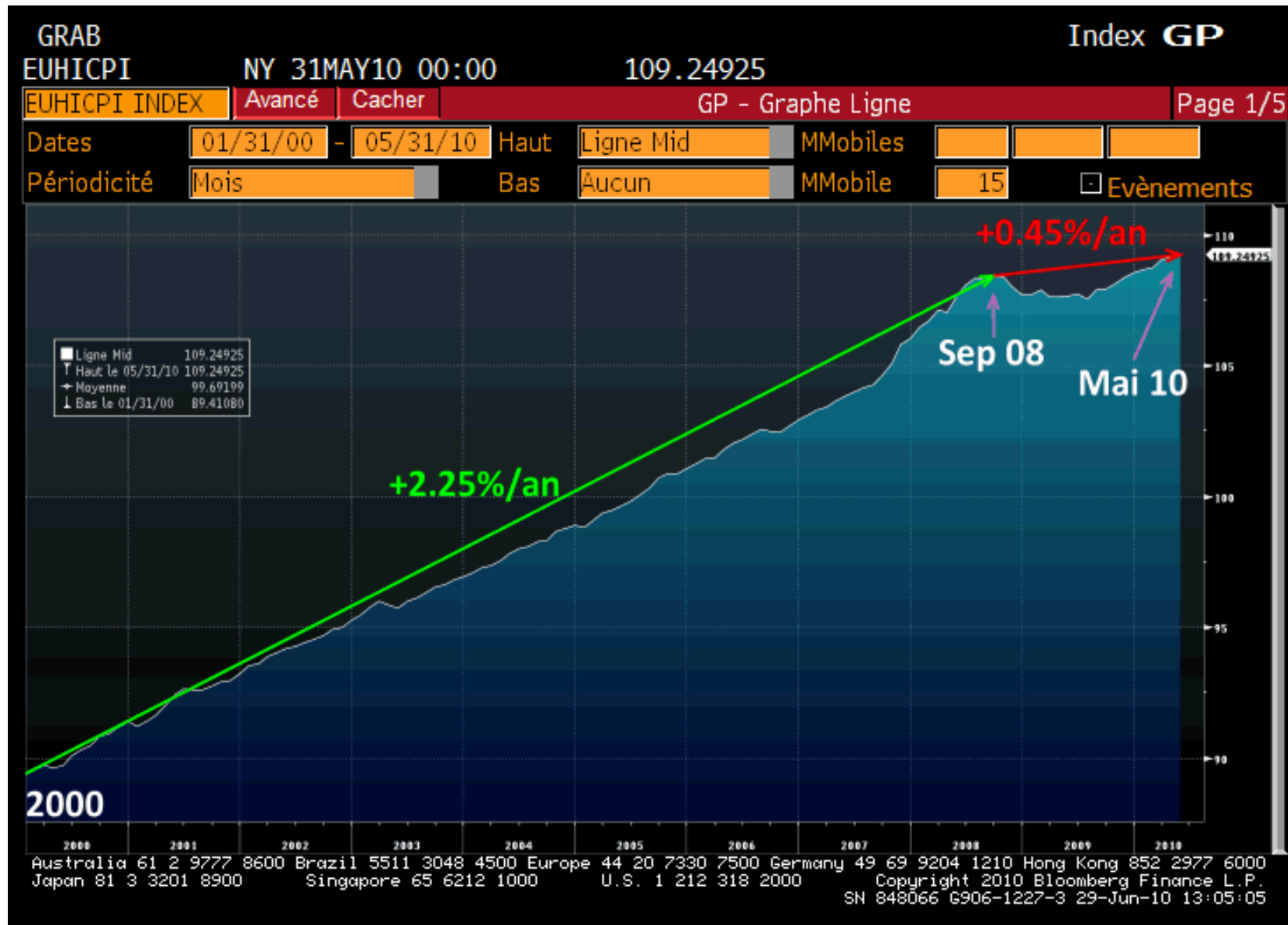


2000

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. SN 848066 G906-1227-3 29-Jun-10 13:49:01								

EUHICPI, l'indice des prix européen, en niveau.

Ici, on se rend mieux compte de la 'perte de matière' occasionnée par le S1 2009 !



En-dehors de ce débat sur 'Inflation Targeting' ou 'Price level Targeting', qui, même s'il est lourd de beaucoup de conséquences en ce qui concerne l'agressivité de la politique monétaire à mener en cas de choc sur le niveau des prix, n'intéresse que quelques fêlés de mon genre, c'est en réalité un autre indice de prix qui me fait penser que **la BCE continue à prendre un risque majeur avec l'économie européenne**.

Celui de la progression des **prix**, à l'intérieur de la zone euro, **en Core**, c'est-à-dire en excluant les prix de l'énergie, de la nourriture et de l'alcool.

L'intérêt d'étudier l'inflation en 'Core', plutôt qu'un indice général, est qu'il permet d'**exclure le 'bruit'** généré par des chocs externes, comme sur le prix du pétrole en cas de tension géopolitique, ou du riz en cas de problème de récolte.

Sachant que sur le long terme il est tout aussi probable d'avoir des chocs positifs (hausse des prix) que négatifs (baisse des prix, bonne récolte), ce qui compte vraiment dans la détermination de la politique monétaire, c'est l'évolution des prix plus 'Sticky', c'est-à-dire qui bougent sur des tendances lourdes, difficiles à contrer.

L'idéal serait même, pour aboutir à un calibrage plus juste, d'utiliser des moyennes excluant les variables montrant des variations extrêmes (à la hausse comme à la baisse), comme le font la Fed de Dallas ou de [Cleveland](#).

Mais la BCE ne publie malheureusement pas ce genre de statistiques, les équipes de Mr **Stark**, le chef économiste principal responsable de la hausse des taux de juillet 2008, sont trop occupées à courir après leur ridicule monstre de [dessin animé](#).

En tout cas, en ce qui concerne la zone euro, nous avons au moins cet indice 'Core', et là, le tableau est beaucoup moins réjouissant.

Comme vous pourrez le voir sur le graphe ci-dessous, il s'affiche depuis 2 mois à **+0.80% par an**, c'est-à-dire sur des **niveaux de faiblesse jamais observés auparavant**, même mors du lancement ultra-vertueux de l'Euro, où tous les Etats de la Zone avaient accompli des efforts colossaux de convergence préadhésion.

Plus près du Deflationist Trap, il n'y pas ! Sauf les japonais, mais ils sont déjà tombés dedans.

Espérons pour le peu de crédibilité qu'il reste à notre conseil francfortois que les matières premières ne vont pas fortement orriger à la baisse, sous l'impact d'un ralentissement asiatique ('L'échelle de Minsky chinoise'), sinon...

L'indice des prix européen 'Core'

Un peu plus inquiétant...

GRAB

Index GP

IPC de base Zone Euro (GA)

CPEXEMUY INDEX

Avancé

Cacher

GP - Graphe Ligne

Page 1/5

Dates 02/28/99 - 05/31/10 Haut Latest/Last Re MMobiles Devise EUR

Périodicité Mois Bas Aucun MMobile 15 Evènements



1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010

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.
 SN 848066 G906-1227-0 29-Jun-10 13:54:17

Si l'on prend de plus en compte le fait que :

- L'évolution de la masse **monétaire M3** publiée hier est toujours en territoire **négatif** (-0.2%), en contraction à un rythme annuel de 0.90% depuis avril, soit plus de 5% plus bas que l'objectif officiel de référence de la BCE elle-même (+4.5%/an)
- Le **marché interbancaire** reste plongé dans un profond coma, la BCE jouant le rôle de perfusion, d'assistance respiratoire et cardiaque en même temps
- Les **prêts aux entreprises** non-financières se sont **contractés de 3.90%** depuis janvier 2009, du jamais vu.
- Le **taux d'Utilisation** des Capacités Industrielles, à 75.50, se situe toujours plus bas qu'au pire de la récession de 1990-93, et préviendra toute hausse des prix Cost-Push par goulet d'étranglement.
- Le taux de **chômage** de la zone, à **10%**, est au plus haut depuis 1998, et supérieur de 38% à ce qu'il était il y a tout juste deux ans, ce qui exclut tout Cost-Push éventuel par les salaires.
- Les pays de la zone, sous la pression des marchés obligataires (Bonds Vigilantes), mettent les uns après les autres en place des **programmes d'austérité**, dont certains, comme en Irlande ou en Grèce, sont carrément Déflationnistes-Dépressifs.

Comment est-il encore possible que la BCE ne s'engage pas à son tour dans un massif programme de Quantitative Easing comme l'ont déjà fait ses collègues américaines, anglaises, suisse ou japonaises ?

Pense-t-elle toujours détenir la vérité révélée, ou reste-t-elle enfermée dans un carcan intellectuel datant du tournant du 19^{ème} siècle ?

Ou même pire, espère-t-elle que le remplaçant de Mr Trichet sera en fait...[Jean Bodin](#), le père de la théorie quantitative de la monnaie ? Que ce souverainiste convaincu, auteur de ['De la Dénomination des Sorciers'](#) ne me surprend pas plus que cela...

Et à coté de cela, **les banques** de la zone Euro, à qui les responsables de la BCE demandent rituellement de faire leur travail en prêtant plus à l'économie réelle, sont soumises à un stress majeur, sans que n'ait été formalisé **aucune structure de soutien capitalistique** (comme le fut le TARP aux Etats-Unis), ce qui promet des tensions supplémentaires importantes lors de la publication prochaine des *Stress Tests*.

Et la BCE va donc **mettre fin** ces jours-ci à son seul programme de liquidité 'généreux' le **LTRO 1an à 1%** en quantité illimité ?

Et elle continue à n'acheter que **4 B € par semaine** d'emprunts d'Etat périphériques, grecs principalement, alors que de nombreux investisseurs institutionnels sont toujours réglementairement obligés de vendre ces mêmes titres, en raison de la dégradation de leur notation.

Bilan, les taux d'intérêts que doivent acquitter les pays les plus fragiles de la zone sont quasiment remontés sur **les plus hauts niveaux de détresse** précédant les annonces d'intervention du weekend du 8-9 mai !

Et on s'étonne que les actifs risqués prennent un coup de froid ?

Mais que fait la police ?

Axes et positons d'options conseillées

- les **axes macro à long terme**, restent **Baissier taux d'intérêts emprunts d'Etat** et **négatifs actifs risqués** (actions et immobilier européens, matières premières), un scénario de Déflation Dépression qui nécessitera beaucoup plus d'efforts de la part de la BCE qu'une QE honteuse.
- les **axes à court terme**, axe tactique de **rebond** d'une dizaine de % de l'indices Eurostoxx (**2900 ?**), accompagné d'un resserrement des spreads de taux souverains, qui ferait rebaisser de 2 points le Bund (**127-126.50**).
Ces axes à court termes sont complètement bousculés par la vague actuelle d'aversion au risque et par l'inaction de la BCE, ce qui entraîné des pertes de primes sur des positions longues de calls Eurostoxx ou de puts spreads Bund ces derniers jours.
Le fait de ne pas avoir proposé à nos clients de stratégie de vente d'option évite le pire, mais bon...

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