



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

Le fonds de l'Eire est frais...

29 sep 2010

Un petit point rapide sur les axes tout d'abord.

Sur les marchés d'**actions**, nous conservons un **biais haussier**, toujours vers la zone 2800/2900, conforté à contrario par la '**résilience**' des indices devant une succession de nouvelles macro médiocres, et le regain de tension des **périphériques** européens.

Sur les marchés de **taux**, le pari baissier Bund vers la zone 128 est mis à mal par ces mêmes tensions, et par les rumeurs de **QE2** imminente, qui soutient tous les marchés de taux fixes.

C'est la raison pour laquelle nous allons nous intéresser aujourd'hui au cas de l'**Irlande**, le nouveau trublion de la Zone euro, dont le spread de taux avec l'Allemagne, à **450 bps** ce matin sur la zone 10 ans, s'écarte à un nouveau record. Même en 1992-93, lors de la crise du SME et la sortie de la livre Sterling, ce spread n'était monté qu'à 300bps.

Ceci démontre clairement à quel point les préoccupations sont dorénavant centrées sur les risques de défaut, de solvabilité, et non plus sur un risque de change, puisque cette 'soupape de sécurité' a disparu de la 'boite à outils' d'ajustements macro dans la Zone.

Certains lecteurs m'ont fait part de leur surprise devant mon **peu d'empressement** à recommander d'acheter de la dette Irlandaise (ou Portugaise, Espagnole..) sur ces niveaux de spreads, alors que je n'ai pas fait preuve de grande discrétion sur l'attrance que j'éprouvais

pour le rapport risque rentabilité de la dette grecque lorsque que le monde entier semblait miser sur l'éclatement de la Zone euro (*Thaler's Corner* du 07-05-10: [Merkel-Sarkozy s'imposent, ou c'est fini !](#)).

Et bien c'est en fait en raison de cette même dette grecque que je ne trouve pas si favorable le risk-reward de la dette irlandaise, même sur ces niveaux de taux absolus, à 6.75% sur 10 ans, alors que la Grèce se situe encore à 10.80%. Attention, je ne propose cependant pas du tout de la shorter !

Sans entrer dans les détails, cependant importants, des choix de maturité, en fonction des plans d'aide européens (+FMI --> 2013), et en restant concentré sur cette zone 10 ans, il me semble que le pari n'est pas très judicieux.

En effet, **imaginez que demain**, même si ce n'est sûrement pas mon scénario central, **la Grèce annonçait un plan de restructuration** de sa dette souveraine, que pensez-vous qu'il arriverait dans la foulée aux dettes des **autres pays périphériques** de la zone euro en position de fragilité : **un bain de sang !**

A moins que l'Europe n'anticipe (improbable vu le degré de coordination) cela en promettant une aide inconditionnelle à ces derniers, mais la différence de traitement entre la Grèce et les autres PIIGS porterait un coup mortel à l'avenir de la Zone, quoi que l'on puisse penser des pêchés des grecs lors de leur habillage de comptes.

Donc, **pourquoi acheter de l'Irlande si on ne peut supporter un défaut grec ?**

Et si l'on n'y croit pas, pourquoi ne pas alors acheter directement de la dette hellène, dont le rendement est bien supérieur ?

On trouve même encore du 2 ans grec à près de 9% de taux, contre 4.30% en Irlande et au Portugal, et 0.75% en Allemagne, alors que cette maturité est à priori couverte par le plan d'aide UE-FMI !

De plus, si l'on observe les prix nominaux des différentes dettes, la **Juillet 2019 grecque** traite vers 70, ce qui offre une **décote protégeant** en grande partie d'un risque de restructuration-rééchelonnement, alors que l'Octobre 2019 irlandaise traite 94.60, ce qui n'est pas du tout la même histoire.

Attention cependant sur ce sujet à mon manque d'objectivité, les clients avec qui je suis en fréquente relation savent que j'ai personnellement investi une (trop, d'après ma femme) partie de mon épargne sur la dette grecque, et je dois cette précision de transparence à tous mes lecteurs qui ne le savaient pas.

D'un autre côté, comme disent les anglo-saxons, à partir du moment où je reste partisan d'un scénario où le risque de déflation dans la Zone est largement supérieur à celui d'une inflation désordonnée, et où je suis toujours confiant dans l'intérêt bien compris des pays 'riches' de la Zone de préserver ce cadre institutionnel de la monnaie unique, quel qu'en soit le coût, et surtout si cela mène à plus d'intégration européenne, il faut bien que je 'put my money where my mouth is' !

Cet aparté déontologique achevé, les turbulences périphériques restent extrêmement violentes, et, comme toujours, **l'autisme francfortois me laisse pantois.**

Imaginez-vous encore les déclarations ce matin du Vice-président de la BCE, le portugais **Vitor Constancio**, qui nous avait pourtant habitués à un peu plus de bon sens :
(mes commentaires en rouge)

- **“There’s been this further widening of spreads which we’re of course monitoring very closely”.**
→ Heureusement encore qu’ils ‘surveillent’, déjà qu’ils ne font pas grand chose...
- **“But I don’t think that the situation is as acute as in May”.**
→ Il ne doit pas vivre sur la même planète, comme vous pourrez le voir sur le graphe ci-dessous.
- **“The money market is gradually normalizing”.**
→ Parlent-ils à des acteurs du marché interbancaire ‘en blanc’, qui reste un marché de ‘crédit’ complètement disloqué ?

Et, en réaction aux déclarations du Ministre des Finances brésilien Guido **Mantega**, -“The country will buy all “excess dollars” in the market to curb the real’s appreciation as nations engage in a “currency war”-

- **“I wouldn’t characterize the situation as a currency war. The euro is not a target for our policy.”**
→ Sur une autre planète je vous dis, alors que l’Euro est la première victime collatérale des interventions chinoises et japonaises !
Ainsi, pour paraphraser Coluche, avec la BCE, au prix que ça coûte, on n’est même pas sûr de mourir guéri...

Et a-t-il oublié les rodomontades de Wim **Duisenberg** « Mr Euro, c’est moi » et de Mr **Trichet**, « Je suis Mr Euro » ?
Je vous conseille à nouveau d’ailleurs de vérifier par vous-mêmes l’inconstitutionnalité de ces prises de pouvoir dans l’excellent étude de l’OFCE à ce sujet : [‘La politique de change de la Zone Euro ou le Hold-up tranquille de la BCE’](#).

Bilan, voici le graphe de l’évolution des spreads de taux à l’intérieur de la zone Euro, vous pourrez constater que, contrairement à ces affirmations, la crise actuelle est **encore plus sévère que celle de Mai**.

De qui se moque-t-on?

Les spreads irlandais et portugais sont encore ‘PIRE’ que pendant la crise de mai, et la Grèce n’a pas de quoi pavoiser...

96) Editer 97) Actions 98) Favoris 99) Cacher G 49 - spreads eurozone
 04/01/2010 - 09/29/2010 Jour Ordre Persona Dev perso



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 G906-1227-1 29-Sep-10 14:53:50

Il faut bien avouer que les incessantes déclarations contradictoires des membres de l'autorité politique et de la BCE sur le canevas institutionnel de la Zone Euro ne vont pas rassurer les investisseurs internationaux :

- ECB Governing Council member Ewald **Nowotny** *opposes* any attempt to make the European Financial Stability Facility (EFSF) permanent
- German Chancellor Angela **Merkel** on Wednesday reaffirmed that Germany won't agree to making the rescue fund for Greece and the European Financial Stability Facility (EFSF) permanent. It must be "**clear that the funds are limited in time,**"
- EU **REHN**: DON'T THINK ANY COUNTRY WILL TAP EFSF.
- **REGLING**: **EFSF IS A TEMPORARY**, NOT PERMANENT CRISIS MECHANISM.
- Germany's Finance Minister Wolfgang **Schaeuble** Wednesday reaffirmed that Germany **will oppose** any attempt to prolong the European Financial Stability Facility (EFSF) beyond 2013. "Anyone who believes that the EFSF will be prolonged beyond three years is putting our trustworthiness at risk."
- European Central Bank Vice President Vitor **Constancio** said the central bank is *in favour of a "permanent framework"* to support member states if needed.
"We are in favor of having a permanent framework that deals with problems of this nature without going into details. To have in place the possibility of dealing with situations where countries may need assistance with conditionality of course as it has been the case."

Et avec tout cela l'Euro est à 1.36 contre Dollar ?

Bon courage...

Axes et positions d'options conseillées.

- Notre **objectif** Bund se situe désormais vers **2.70% de taux 10 ans GGR** soit **128 de décembre Bund**.
De grosses prises de profit ont été réalisées en-dessous de 130 sur le Bund (vente de puts spreads pour rouler les strikes plus bas en encaissant de la prime et diminuant le delta négatif). Les clients profitent des niveaux supérieurs à 131.50 pour reprendre du delta moins en restrikant plus haut.
- Et **2800/2900 sur l'eurostoxx50**.
Les **calls Ladder Eurostoxx** marchent parfaitement, entre la hausse du spot et le passage du temps.
Nous avons même proposés et mis en place pour certains clients des **achats de calls spreads et calls 'secs' sur l'Eurostoxx**

octobre et décembre, espérant un peu de vitesse, et partant de niveaux de volatilité implicite abordables.

Toujours d'actualité !

A votre disposition pour des détails de strikes et maturités.

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

22, rue des Capucines - 75002 Paris

TEL : + 33 1 53 05 57 20