



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

Capsizing !

7 nov 2008

Nous espérons la semaine dernière un rebond plus « construit » et durable des indices boursiers, nous appuyant sur l'ensemble des **puissantes mesures** décidées par les autorités **américaines**, les **baisses de taux** courts s'enchaînant autour du globe, et le fait que les niveaux atteints sur l'eurostoxx entre 2600 et 2200 nous semblaient une zone d'achat « raisonnable ».

Même les statistiques macro-économiques plus que médiocres ne nous paraissaient pas si gênantes, partant du principe naïf que la dégradation de la conjoncture avait largement eu le temps d'être anticipée par les investisseurs ces 18 derniers mois.

La première vague de doute nous a assaillit mercredi, lorsque nous avons vu quelques **clients** habituellement assez « **smarts** » commencer à refaire des **provisions de protection** sur les actifs risqués (achats de puts eurostoxx, de CDS sur le crédit) et de structures optionnelles baissières taux d'intérêt zone 2/5 ans.

Dans un premier temps, notre réaction fut de penser que comme cela faisait quelques mois que ces stratégies avaient plus que bien fonctionné, c'était plutôt le poids de l'habitude, voire une **prudence** que l'on ne peut même plus qualifier d'excessive dans le contexte actuel, qui motivait ces ajustements de position.

Les quelques **chiffres d'activité** que nous vous avons ensuite transféré par IB nous ont encore plus placé la **puce** près de l'oreille.

Les ventes de détail aux Etats-Unis des grandes **enseignes de distribution** ont vraiment été horribles, c'est la **pire comparaison pour un mois d'octobre depuis 1973 !**

La hausse ininterrompue des **Continuing Claims** les amène au plus haut niveau depuis le début des **années 1980**. Sans même parler de l'ADP qui a affolé tout le monde pour les NFP de cet après-midi.

Et enfin, cerise amère sur un gâteau déjà indigeste, **la BCE a fini par nous enlever tout espoir**, empêtrée qu'elle semble rester dans des inquiétudes monétaristes d'un autre âge. Comme nous vous en parlions par IB hier, l'échec du passage du test de Fisher (Irving) par Mr J-C. risque aussi de lui mériter une **crucifixion publique**.

Quelle mauvaise foi des arguments avancés pour justifier une **baisse de 50 bps qui est devenue complètement dépassée**, non seulement par l'ampleur des dégâts dans la zone euro, mais aussi par la vitesse à laquelle ses consœurs réagissent. Le conseil aurait besoin d'attendre les nouveaux indicateurs macro de leurs analystes pour pouvoir éventuellement décider d'une nouvelle baisse des taux en décembre, bien sûr sans rien promettre, puisque le danger d'inflation doit continuer à être surveillé !!!

On ne peut que s'émerveiller devant le **succès** d'autant plus **éclatant** de **Mr Blanchflower** de l'autre côté du Channel, nous sommes de longue date un de ses fans, si nous pouvions avoir le même genre d'anticipateur aux alentours de francfort...

Nous insistons depuis maintenant longtemps sur **l'impératif absolu d'éviter une phase de déflation dans les économies occidentales** (Lettre Globale du 20 Mars 2008: La FED avait bien tout dit / Lettre Globale du 16 Octobre 2008 : L'obsession « Brüningienne »), ses conséquences ne s'arrêteraient malheureusement pas à la macro-économie.

De l'autre côté de l'atlantique, nous voyons la **FED** intervenir massivement sur le marché des **Commercial Papers** américains, en investissant 243 Milliards de dollar sur ce segment en 10 jours, afin de garantir la poursuite du financement de ses entreprises les plus solides, et entraînant dans la foulée les investisseurs institutionnels, l'encours global a progressé cette semaine de 151 B \$ à 1.6 T ces deux dernières semaines. Le taux moyen des papiers à 30 jours les mieux notés est passé de 2.41 à 1.19% sur la période !

Ici, la **BCE** regarde avec indifférence les **CP européens** fondre comme neige à Francfort, les montants émis en octobre se sont réduits à 694 B \$, contre 823 en Septembre...Remarquez, cela reste cohérent avec la vision de nos chers banquiers centraux continentaux, qui **ne voient toujours pas de crédit Crunch**, malgré les chiffres de « crédits bancaires accordés » publiés par leur propre service ce matin !!!

Et ce, alors que le montant des liquidités déposées à la BCE en Overnight a encore atteint un nouveau record à **297.4 B €** cette nuit...

J'ai donc passé quelques heures à me replonger dans la « [debt-deflation theory of great depressions](#) » publiée par Mr [Irving Fisher](#) dans son ouvrage « booms and depressions » **de 1932**, inquiet que j'étais d'avoir raisonné sur de mauvaises bases, ce qui m'aurait fait à tort considérer la BCE comme complètement à l'ouest.

Plutôt qu'un résumé indigeste et forcément imprécis, je pense que notre cadeau de Noël est tout trouvé !

Cependant, je me permet d'utiliser aujourd'hui le terme [Capsizing](#), qui est l'image utilisée par Irving Fisher pour caractériser le risque que fait courir à une économie un ***enchaînement entre l'explosion d'une bulle de surendettement et une phase de déflation.***

Alors que l'économie peut habituellement se balancer gentiment autour de son point d'équilibre, comme un gros cargo, la conjonction des deux éléments ci-dessus peut l'amener à basculer dans une situation de non-retour, comme peut le faire un bateau soumis au Capsizing.

Dans ce phénomène, une fois que l'eau (ou d'autres éléments pesants comme des marchandises ou des voitures dans un ferry) déséquilibre le bateau de manière permanente et croissante d'un seul côté du bateau, celui-ci bascule et perd sa flottaison, de manière irrémédiable, comme vous pourrez le voir sur l'image ci-dessous.



La Marina Italiana nella guerra mondiale 1915 - 1918

All'alba del 10 giugno 1918 il Comandante Rizzo attaccò con due MAS una forte squadra nemica. La corazzata austriaca "Santo Stefano", colpita da siluro, affondò rovesciandosi sul fianco destro.

Et les derniers éléments à notre disposition ressemblant malheureusement de plus en plus à un [Capsizing de l'économie](#) :

Mittal qui annonce réduire sa production de 35%, c'est une phase classique de déflation

Airbus qui annonce 34% de réduction de son carnet de commandes

BMW qui ferme pendant 1 mois son usine d'Oxford, même les minis ont du mal à trouver preneur.

La **DBS** à Singapour qui réduit ses effectifs de 6%, affectée par la faillite de Lehman et les difficultés du Las Vegas Sands...

Et j'en passe.

Bilan, **Mr Trichet**, s'il ne se décide pas à enfin à prendre les choses en main, et je ne parle pas que des taux directeurs, risque de finir dans l'imagerie populaire comme un **capitaine de Titanic** qui ne connaîtrait même pas les rapports de proportion entre la glace sèche ou mouillée d'un iceberg.

A contrario, si par un miracle de la nature humaine (et il y en a), le conseil de la BCE prenait enfin le **virage (d'hélicoptère)** nécessaire pour faire sérieusement face à la crise que nous traversons, je suis que tout le monde arriverait (presque) à oublier la responsabilité historique de l'erreur commise en juillet 2008 !

A votre disposition.

Suivi de positions

Eurostoxx :

Put ratio 2400 / 1900 Novembre 1 par 2 : 48, delta -22%, thêta 0.70, P&L +64.

Modifié en deux étapes par le rachat des puts 21 nov initiaux hier, et la vente des puts 19 ce matin....

Bobl :

Calls spread 113.50 / 114.50 1 par 1.5 : 25, delta 9%, thêta 0.10, P&L +10



Erwan Mahé

Allocation d'Actifs et Stratégies d'Options

**22, rue des Capucines
75002 Paris**

**TEL : + 33 1 53 05 57 20
FAX : +33 1 53 29 35 28**