

Impact de la catastrophe naturelle japonaise sur les portefeuilles de DAM et réflexions sur la durabilité de l'énergie nucléaire

Table des matières

1	Introduction.....	2
2	Impact/coût.....	2
3	Financement de la reconstruction.....	2
4	Impact mondial sur les marchés/secteurs.....	3
5	Impact sur le yen et le marché obligataire japonais.....	3
6	Positionnement des portefeuilles.....	3
7	Durabilité de l'énergie nucléaire.....	4

1 Introduction

Vendredi 11 mars, un violent tremblement de terre a frappé la côte nord-est du Japon. Le séisme, d'une magnitude de 9.0, est l'un des plus importants qu'ait connus le Japon depuis l'enregistrement des tremblements de terre. Conséquence directe du séisme, un tsunami a dévasté la côte est du Japon dans la région de Sendai. Nous tenons avant tout à adresser nos sincères condoléances aux personnes affectées par ce drame et déplorons les pertes humaines. Nos pensées vont au peuple japonais.

S'il est pratiquement impossible de s'accorder sur l'ampleur des dégâts au Japon et le nombre de victimes, **ce rapport synthétique a pour objet d'analyser les conséquences économiques éventuelles du séisme et la réaction des marchés des actions. Nous nous sommes plus particulièrement penchés sur le coût de la catastrophe, le financement de la reconstruction et les répercussions de cette catastrophe naturelle sur les marchés mondiaux. Nous reconsidérons également le positionnement actuel de nos portefeuilles et formulons une série de conclusions provisoires. La deuxième partie du présent rapport envisage les conséquences à long terme du séisme sur la durabilité du nucléaire.**

2 Impact/coût

Le tremblement de terre se rapprochant le plus du séisme du 11 mars est celui de Kobé en 1995. Les pertes économiques s'étaient alors élevées à 10 mille milliards de yens (88 milliards d'euros) et les pertes économiques indirectes (baisse de l'emploi, interruption de la production et des activités de logistique) avaient été estimées à près de 30 mille milliards de yens (263 milliards d'euros). Les premières estimations faites avant le week-end étaient globalement inférieures à l'impact du séisme de Kobé, l'actuelle catastrophe ayant touché moins de bureaux et de grands centres commerciaux. Nous devons néanmoins rester extrêmement vigilants car le risque nucléaire est à présent très élevé.

L'impact macroéconomique de la catastrophe sera très probablement négatif à court terme, avec une reprise éventuelle à partir du second semestre 2011, sauf, bien entendu, en cas de fusion nucléaire généralisée. Le redressement économique dépendra des investissements publics et privés et de la consommation au cours de la phase de reconstruction. L'impact sur la production pourrait être limité par la faible utilisation des capacités industrielles, ce qui devrait permettre le transfert de la production vers les régions épargnées par le séisme. Le tremblement de terre de Kobé avait provoqué un recul de la production industrielle mais celle-ci avait repris assez rapidement grâce à la délocalisation de la production vers des usines situées dans d'autres régions du Japon. La reprise proprement dite ne s'était toutefois concrétisée que trois à quatre mois après le tremblement de terre lorsque les investissements publics sont venus s'ajouter aux investissements privés et à la consommation lors de la phase de reconstruction. Cette deuxième phase avait duré deux trimestres.

3 Financement de la reconstruction

Le gouvernement japonais devrait allouer prochainement un budget supplémentaire pour la reconstruction. Après le tremblement de terre de Kobé, le gouvernement a affecté plus de 3 mille milliards de yens à la reconstruction en dégageant à trois reprises un budget supplémentaire. À l'heure actuelle, le gouvernement a déjà annoncé un plan d'aide de 200 milliards de yens à court terme. Il pourrait également affecter une partie de l'enveloppe budgétaire discrétionnaire de 2011 à la reconstruction; le montant total ne sera pas connu immédiatement mais pourrait atteindre 2 à 3 mille milliards de yens. Le premier ministre Naoto Kan a exclu toute hausse éventuelle des impôts (qui ralentirait la consommation) et a annoncé un allègement de l'impôt sur les sociétés. Il est dès lors probable que le gouvernement fera tourner la planche à billets et la Banque centrale du Japon pourrait jouer un rôle majeur dans le financement du plan de reprise. Elle a déjà pris de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire en doublant le montant du fonds mis en place pour procéder à des rachats d'emprunts d'État japonais, d'obligations d'entreprises, de certains ETF (*exchange-traded funds*) et d'autres actifs.

4 Impact mondial sur les marchés/secteurs

Pour l'heure, l'effet le plus immédiat et le plus visible de la catastrophe japonaise est la pression haussière sur les marchés de l'énergie. Le nucléaire représente près d'un tiers de l'approvisionnement en énergie du Japon. Les dommages subis par plusieurs centrales nucléaires lors du séisme ont eu un impact immédiat sur les prix du LNG et du gaz en Europe (le Japon représente environ 35 % des importations mondiales de LNG). L'incidence sur les marchés pétroliers devrait être plus limitée étant donné que le Japon est très économe sur le plan énergétique; la demande accrue de production d'électricité pourrait être partiellement compensée par le ralentissement économique et représenterait tout au plus 5 % de la capacité de réserve de l'OPEP (selon des estimations d'UBS). Les tensions actuelles en Afrique du Nord et au Moyen-Orient ont un impact bien plus important sur les cours pétroliers.

L'impact le plus direct a été ressenti dans les secteurs des assurances (et plus particulièrement chez les réassureurs tels que Munich Re et Swiss Re), des services aux collectivités (incertitudes concernant leur modèle d'entreprise et la réglementation) et des produits de luxe. Nos fonds actions n'ont pour l'instant aucune exposition au secteur de la réassurance, sont légèrement surpondérés sur les services aux collectivités - certaines valeurs étant devenues très bon marché (à l'image d'EDF qui est à présent moins cher que lors de son introduction en Bourse en 2005) - et sous-pondérés sur les acteurs de l'industrie du luxe tels que LVMH. Les ventes de ce dernier risquent de reculer vu la présence importante de Vuitton au Japon : les ventes de Louis Vuitton au Japon représentent 16 % du chiffre d'affaires global du groupe. Qui plus est, le groupe LVMH est également sensible au tourisme dans cette région asiatique.

5 Impact sur le yen et le marché obligataire japonais

Après le tremblement de terre de 1995, le yen japonais s'était apprécié de près de 20 % en raison du rapatriement des capitaux. Cette fois, l'impact devrait être différent : 1) le yen japonais s'est déjà apprécié considérablement au cours des dernières années et 2) la Banque centrale du Japon va prendre de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire et interviendra si le cours de la devise nipponne venait à s'envoler. Après une brève période haussière, le yen devrait céder du terrain en raison des interventions indispensables de la Banque du Japon dans le financement de la reprise.

La conséquence immédiate sur la consommation ainsi que les perturbations au niveau de la production et de la logistique mettront sous pression les bénéfices et les valorisations des entreprises à court terme. Le seul élément positif est que les valorisations se trouvaient déjà à des niveaux très bas (ratio cours/bénéfice prévisionnel pour 2011 d'environ 13,7 [contre 37,7 en 1995] et ratio cours/valeur comptable de 1,1 [contre 2 en 1995], pour un rendement des capitaux propres prévisionnel pour 2011 de 8,6 %).

Si les taux d'intérêt à long terme ont chuté de 175 points de base en 1995 à la suite du tremblement de terre, un tel scénario ne devrait pas se représenter compte tenu 1) du niveau beaucoup plus bas des taux longs aujourd'hui et 2) de l'endettement du Japon (ratio dette/PIB d'environ 55 % en 1995 contre près de 200 % en 2011). Pour preuve, les taux longs ne se sont que faiblement contractés et les CDS ont augmenté.

6 Positionnement des portefeuilles

S'agissant de notre stratégie d'investissement, nous avons réduit, par mesure de prudence, notre exposition aux actions dans la région compte tenu du manque de visibilité. Nous pourrions toutefois renforcer notre position en cas de hausse de la visibilité et s'il s'avère que le risque nucléaire est sous contrôle.

Cette approche prudente reflète notre positionnement défensif généralisé à l'égard des actions à l'heure actuelle. Concernant notre stratégie d'allocation d'actifs, nous conservons une légère sous-pondération des actions par rapport aux obligations. Nous continuons de suivre l'évolution de la situation au jour le jour et nous adapterons notre allocation de manière proactive en cas de changement des conditions de marché. Néanmoins, compte tenu de l'évolution rapide de la situation, nous publierons, au besoin, une mise à jour dans les prochaines semaines.

7 Durabilité de l'énergie nucléaire

À l'heure actuelle, de nombreuses personnes estiment que le nucléaire constitue une source d'énergie inévitable. En dépit des avantages que sont la faible teneur en CO₂, les coûts marginaux limités, et la sécurité d'approvisionnement du nucléaire, son utilisation en tant qu'alternative viable et durable aux autres formes d'énergie fait toutefois débat en raison des risques substantiels pour l'environnement et la sécurité liés à la réaction et aux déchets nucléaires, au démantèlement des centrales nucléaires et à la prolifération du nucléaire.

L'analyse ISR de Dexia AM reconnaît que les avantages du nucléaire en termes de réduction du réchauffement climatique et de sécurité d'approvisionnement sont contrebalancés par des risques majeurs au niveau de la sécurité, de la sûreté et de l'environnement. C'est pourquoi notre approche « best-in-class » privilégie les sociétés qui :

- diversifient suffisamment leurs activités de production d'énergie en mettant l'accent sur les énergies renouvelables ;
- assurent une gestion efficace de la sécurité et des déchets à tous les stades du cycle de production nucléaire.

Sur la base de cette analyse, nous limitons notre univers ISR aux valeurs qui font partie des 35 % de sociétés les plus performantes dans ces domaines au sein de chaque secteur.

Dans le secteur européen des services aux collectivités par exemple, nous préférons éviter les sociétés qui ont une part trop importante de leur production en énergie nucléaire (plus d'un tiers). La catastrophe qui vient de frapper le Japon indique clairement que des accidents statistiquement improbables peuvent avoir lieu et provoquer d'importants dégâts. Plusieurs pays sont en train de revoir leur position en matière d'énergie nucléaire. C'est notamment le cas de l'Allemagne qui a décidé de fermer pendant trois mois d'anciennes centrales nucléaires avant de décider de leur avenir. Il s'agit d'une nouvelle négative pour E.ON et RWE, qui ne font pas partie de notre univers ISR. La catastrophe japonaise renforce notre opinion selon laquelle il est préférable de ne pas investir dans des sociétés fortement exposées à l'énergie nucléaire et qui sont à la traîne en termes de performances environnementales, sociales et de gouvernance, telles que Tepco (Tokyo Electric Power) déjà absente de notre univers ISR. La réaction négative du marché à l'égard du secteur nucléaire est compensée par une exposition importante au secteur des énergies renouvelables. Les sociétés telles qu'EDP Renovaveis ou Verbund, comprises dans notre univers ISR, continueront de bénéficier de cette tendance de même que les fabricants d'équipements pour le secteur de l'énergie solaire et éolienne comme Vestas et Solarworld. Cet événement tragique illustre l'intérêt d'une bonne diversification énergétique et d'une réorientation vers les énergies renouvelables et durables.

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management (Dexia AM) apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. De plus Dexia AM précise que :

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement. Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil. Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Dexia AM invite les investisseurs à toujours consulter le prospectus avant d'investir dans un de ses fonds. Le prospectus et d'autres informations relatives aux fonds sont disponibles sur le site www.dexia-am.com.