

Le séisme du 11 mars 2011 au Japon n'est pas comparable à celui de Kobe en 1995. Il entraîne certes, comme Kobe, un risque de désorganisation important de l'économie japonaise mais ces deux événements ne sont cependant pas totalement comparables en raison de l'alerte nucléaire que celui-ci a causée.

Hors risque nucléaire, les conséquences seront :

- Pour le Japon, une contraction probable du PNB<sup>1</sup> de 0,25% à 1% sur les deux trimestres à venir, puis un redémarrage de la croissance en raison de la reconstruction (sauf si le risque nucléaire devenait tel qu'il obligerait l'évacuation d'une large zone, dont Tokyo).
- Pour l'économie mondiale, il y a une crainte de rupture des approvisionnements dans certains secteurs comme l'électronique ou l'automobile qui fait peser le risque d'un tassement de la croissance mondiale, sans compter le coût du renchérissement de l'énergie si de nombreux États faisaient le choix d'une sortie progressive de l'énergie nucléaire.

Cependant, au total, le risque de tassement de la croissance mondiale est modéré. L'impact important de cette catastrophe sur les marchés vient en réalité de l'incertitude particulière générée par **l'aspect nucléaire de la crise** (risque de désorganisation totale de l'économie nipponne, risque d'extension de la contamination radioactive jusqu'en Chine si un ou plusieurs cœurs des réacteurs venaient à exploser). Or, les gérants de fonds étaient très fortement investis en actions et avaient peu de cash<sup>2</sup> avant le séisme.

Chart 18: Equities\*

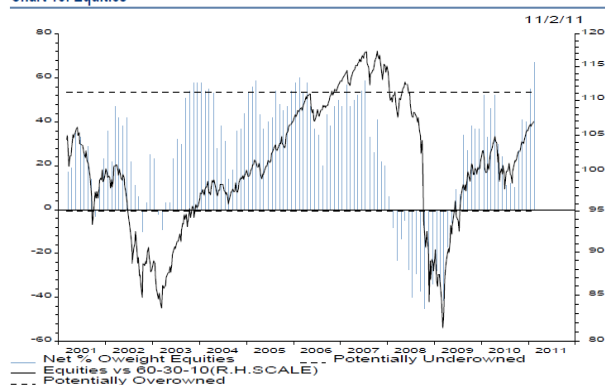
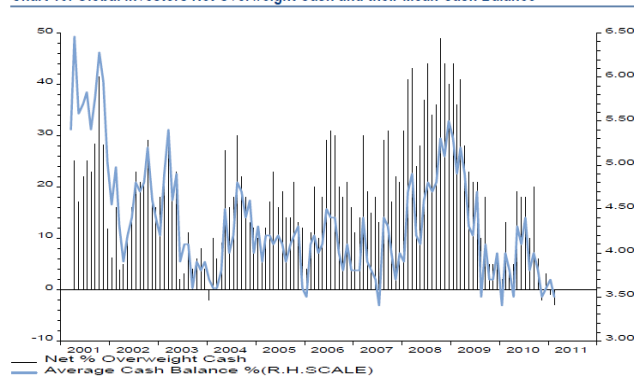


Chart 16: Global Investors Net Overweight Cash and their Mean Cash Balance



**Les gérants de fonds étaient très investis en actions (graph 1 – en bleu) et détenaient seulement 3,5% de cash dans leur portefeuille (graph 2 – en bleu) avant le séisme du 11 mars (source : BofA Merrill Lynch)**

Il faut ajouter que la communauté financière a eu une attitude complaisante face aux tensions au Moyen-Orient (considérant que des cours du baril entre 130 et 140\$ restaient économiquement supportables) et se sont décidés à alléger les portefeuilles tardivement mais vivement sur le catalyseur japonais.

Nous estimons que ce n'est qu'une correction d'amplitude intermédiaire et que cela ne remet pas en cause la tendance haussière des actions dans un contexte de valorisations raisonnables sur les marchés (PER médian estimé en 2011 de 14 sur le S&P 500 ; de 13 sur l'Eurostoxx large), de reprise économique globale et de faible taux de détention d'actions par les investisseurs finaux (ce qui devrait nous tenir à l'écart d'un risque de liquidation massive). Cependant, au lieu d'avoir une correction de l'ordre de 3 à 5% sur le marché américain et de 6-7% sur le marché européen, la situation nous entraîne plutôt vers une correction d'amplitude comparable à celle de la crise grecque (-10 à -12% aux USA ; -12 à -15% en Europe).

Concernant la gestion des fonds, notre exposition actions était certes significative (58%) mais dans le bas de la fourchette moyen terme pour Alienor Optimal au 10 mars (50-100% tel que nous gérons le fonds

<sup>1</sup> Produit National Brut

<sup>2</sup> Sondage Bank of America - Merrill Lynch auprès des gérants de fonds (15/02/2011)

aujourd'hui eu égard à notre conviction haussière de moyen-terme). Et plutôt que de réagir vivement et tardivement – l'alerte nucléaire s'est produite seulement après déjà 7% de baisse sur les indices européens-, l'équipe d'Alienor Capital a préféré alléger à la marge la position à 52%, dans l'idée de revenir vers 80-100% quand nous estimerons le timing adéquat. Cette exposition sera modulée à due proportion sur les autres fonds soit 20% actions sur Alienor Alter Euro, 60% sur Alienor Patrimoine et 100% sur Alienor Actions Flexible (PEA).

En termes de timing, il nous semble que le point bas du 16 mars sera retesté dans les jours à venir, car le traitement de la situation à Fukushima sera long et la reprise des tensions sur le pétrole pèse à nouveau. Toutefois, il est probable (sauf explosion d'un réacteur) que le test, voire l'enfoncement mineur des 2720 points sur l'Eurostoxx 50 et 1250 points sur le S&P 500, sera l'occasion de reconstruire une position fortement haussière.

En cas d'explosion d'un réacteur ou en cas d'embrasement d'un autre pays pétrolier, les niveaux de correction seraient plus élevés mais ne changeraient pas le scénario global. Ils justifieraient toutefois un allègement supplémentaire et l'attente d'un niveau un peu plus bas pour reconstruire une position très haussière.

Arnaud RAIMON  
Pierre BEAL  
Arthur JOANNARD