

# La Lettre

Gestion & Stratégie

Numéro **103**  
Avril 2011

## SOMMAIRE

Éditorial .....	1
Zoom OPCVM .....	2
Notre avis .....	2
Environnement économique .....	3
Pic de croissance, flot d'incertitudes.	
Gestions fondamentales .....	4-6
Les marchés sont sous l'influence des flux.	
Gestion Monétaire .....	4
La BCE ouvre le bal.	
Gestion de taux .....	5
Les inquiétudes demeurent sur la solvabilité de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal.	
Gestion Actions .....	6
Une pause pour reprendre son souffle.	
Gestion diversifiée .....	7
Actifs risqués : une prise de profits salutaire.	
En un clin d'œil .....	8

Achevé de rédiger le 21 avril 2011.  
Une version anglaise sera disponible sous huitaine.

## ÉDITO



« Quantitative Easing =  
schéma de Ponzi? »

La récente formule d'un des oracles des marchés obligataires (Bill Gross) a fait sensation. Mais, même s'il est difficile d'être rasséréiné quand la FED achète 60pct des émissions du Trésor US au quatrième trimestre 2010, elle ne rend pas justice à l'efficacité relative de la stratégie qui a été poursuivie. Il s'agissait d'éviter par tous les moyens la « fringale » que le cycliste traverse parfois en montagne: c'est-à-dire cet état où l'organisme ne répond plus à aucune sollicitation, comme une économie qui est entrée en déflation. Tenir les taux pour relancer le marché des actions et, ce faisant, accroître la richesse nette des ménages, leurs dépenses de consommation et in fine l'emploi, tel était le remède à la « fringale » qui menaçait l'économie américaine. Les six mois qui viennent vont permettre de savoir si celle-ci peut se passer de la « potion du *Quantitative Easing* ». Ils vont peser lourd dans le jugement des historiens sur les capacités curatives du Dr Bernanke.

**Antoine de Salins,**  
*Directeur des Gestions  
de Groupama Asset Management*

## Gestionnaire Activement Responsable

Groupama Asset Management - Service communication:

58 bis, rue La boétie - 75008 Paris - Tél.: 01 44 56 79 18 • Fax: 01 56 59 40 93

www.groupama-am.fr • Numéro ISSN:1634-9032



Asset Management



## Profitez du potentiel des actions US

Groupama US Stock, est un fonds spécialisé dans la gestion active des valeurs Américaines dont l'objectif de gestion est de surperformer son indicateur de référence le Standard & Poor's 500.

Pour ce faire, le fonds bénéficie de plusieurs sources de valeur ajoutée. La première et la principale réside dans la sélection de valeurs. La seconde provient de l'allocation sectorielle. La troisième concerne la sensibilité globale du portefeuille au marché.

De par l'exposition géographique des valeurs composant son indice dont les activités s'étendent au-delà des frontières américaines, Groupama US Stock profite d'une large diversification qui lui permet notamment d'accéder à des opportunités d'investissements portées non seulement par la croissance mondiale mais aussi l'innovation.

À titre d'exemple, Parker Hannifin, une des valeurs favorites du gérant dans le secteur industriel, est appréciée pour son caractère international et ses marchés finaux diversifiés.

Sur le plan sectoriel, le gérant privilégie les valeurs industrielles et les financières qui bénéficient de la reprise économique américaine (Kansas City Southern, Discover Financial) et mondiale (Parker Hannifin, Joy Global).

Il favorise les entreprises ayant assaini leur bilan durant la crise et dont les réserves de liquidités sont excédentaires. Il investit également de plus en plus sur les valeurs dites « de cycles longs », des sociétés positionnées plutôt en aval du cycle économique qui vont profiter du retour de l'investissement. Dans le secteur de la technologie, il conserve une bonne exposition via notamment les sociétés de services, de logiciels et d'infrastructure IT (Checkpoint Software, EMC). Sur le secteur de la santé, impacté par les réformes de réglementation, il reste très sélectif.

Le marché des actions américaines bénéficie d'un environnement économique porteur grâce à une dynamique de reprise économique. Couplé à la qualité de la gestion actions internationales qui s'appuie sur un *stock-picking* rigoureux et une large diversification sectorielle, Groupama US Stock représente une réelle opportunité d'investissement pour les investisseurs désireux de diversifier leur exposition actions sur le long terme.

		Groupama US Stock en %	S & P 500 en % (dividendes non réinvestis)	Écart de performance en %
Performances <sup>1</sup> arrêtées au 15/04/2011	1 an	7,5	8,9	-1,4
	3 ans	3,9	-1,11	5,01
	5 ans	5,12	2,37	2,75
	8 ans	54,61	48,14	6,47

<sup>1</sup> Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Retrouvez sur notre site [www.groupama-am.fr](http://www.groupama-am.fr), toute la présentation de notre offre.

Consultez l'ensemble de la gamme de nos fonds, leur présentation, leurs caractéristiques,

et bien sûr leurs performances. Retrouvez également les actualités et nos publications à télécharger.

## NOTRE AVIS

### › Pourquoi investir sur Groupama US Stock?\*

Il est intéressant d'investir sur Groupama US Stock tant pour profiter de la vitalité des sociétés américaines, leur capacité d'innovation et leur rayonnement à l'international que pour bénéficier d'une gestion active où la sélection de valeurs effectuée par le gérant, qui s'appuie notamment sur l'expertise locale de notre partenaire Northern Trust GI, est l'élément clé du processus.

### › Comment se porte le fonds?

Le fonds se porte bien. Il devance son benchmark (le S&P500), dividendes réinvestis, de 0,65 % sur 3 ans. Depuis le début de l'année, le fonds est proche de son benchmark. Les choix d'investissement dans la technologie et la santé se sont avérés payants comme Humana, assureur santé, + 31 %, et Teradata, une *midcap* spécialisée dans le stockage informatique, + 26 %. A l'inverse, notre sous-pondération sur Exxon a coûté compte tenu du rebond du titre.

### › Quelles perspectives d'ici la fin de l'année?

Le marché américain a bien absorbé une série de chocs tels que le séisme japonais et la hausse des cours pétroliers. En effet, l'économie affiche des signes d'amélioration et les entreprises américaines sont en bonne santé avec une croissance à deux chiffres des bénéfices attendus pour 2011. Le marché voit de plus en plus d'opérations de fusions - acquisitions et de rachats d'actions. Groupama US Stock comporte d'ailleurs un nombre important de cibles potentielles. Ce sont autant d'éléments qui devraient porter le marché d'ici la fin de l'année.

\* Avant toute décision d'investissement, merci de contacter le service commercial (voir page 8) pour une recommandation adaptée.



## États-Unis

### FORT RALENTISSEMENT DE LA DEMANDE FINALE

Contrairement à ce que laissait penser la montée fulgurante des indices ISM, la croissance sera encore plus faible au premier trimestre qu'au quatrième trimestre 2010. En effet, toutes les composantes de la demande finale ralentissent. L'extérieur pénalise la croissance à cause de la hausse importante des importations qui fait plus que compenser le dynamisme des exportations. L'investissement en structures tant résidentiel que commercial rechute à cause de la hausse des taux hypothécaires. L'investissement en biens d'équipement devrait poursuivre son ralentissement an raison de la décélération des profits et des importantes surcapacités. Enfin, la consommation qui a augmenté de 0,3 % en février se normalise et devrait enregistrer une hausse annualisée de moins de 2 %. Sans les stocks, la croissance serait nettement inférieure en T1 2011 qu'en T4 2010. Tous ces éléments confirment notre scénario. Mais le ralentissement devrait s'accroître au deuxième trimestre sous l'impact des stocks qui devraient de nouveau pénaliser la croissance et surtout du bond des prix des hydrocarbures : la forte dégradation des anticipations des ménages annonce une consommation faible, parallèlement à la dégradation marquée du pouvoir d'achat. L'inflation à 2,2 % devrait avoisiner les 3 % très prochainement. Les indicateurs avancés comme les indices ISM baissent et ont probablement atteint leur point haut.

## Zone euro

### LA CROISSANCE STAGNE EN RAISON DE LA DÉTÉRIORATION DANS LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES

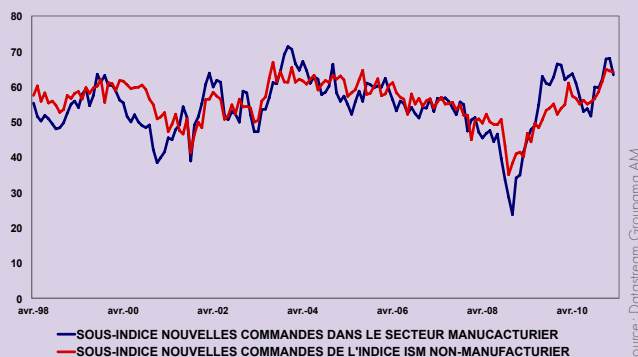
La croissance du premier trimestre demeure probablement autour de 0,3 % comme les deux trimestres précédents. Certes, l'activité dans le secteur de la construction bénéficie des effets de rattrapage en France et encore plus en Allemagne, après le retard accumulé au trimestre précédent dû au froid. Mais, en dépit du dynamisme des exportations, portées par le rebond du commerce mondial riche en restockage de biens intermédiaires, la production industrielle ralentit au premier trimestre. La consommation se modère dans l'ensemble de la zone euro, excepté en France et en Allemagne. Elle demeure pénalisée par des pays périphériques (Grèce, Irlande, Portugal, et Espagne) où la crise de la dette souveraine s'amplifie : tous sauf l'Espagne ont été dégradés de plusieurs crans par les agences de notation. Le Portugal est sur le point de passer en investissement spéculatif pour Standard & Poors et Fitch, l'Irlande également pour Moody's, alors que la Grèce l'est déjà. Sans surprise, le Portugal a décidé de faire appel à l'aide européenne. Nous tablons sur une aide de 50 à 60 Md€ qui devrait être finalisée dans les toutes prochaines semaines. Face à cette zone bicéphale, la BCE a choisi de relever son taux directeur, alors que l'inflation sous-jacente décline à 1 % en dépit du bond des prix énergétiques qui pousse l'inflation globale à 2,6 %.

## Japon

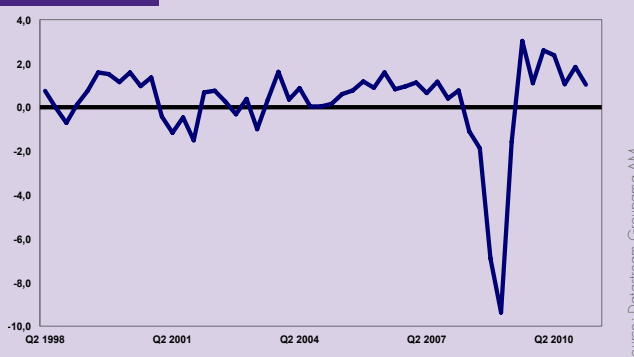
### EFFONDREMENT DE L'ACTIVITÉ

Les sous-indices de production et des nouvelles commandes de l'indice PMI manufacturier perdent tous deux 15 points pour se retrouver à moins de 40 : ils indiquent une chute de 10 % de la production manufacturière dans les prochains mois. Leur chute aurait dû être bien plus importante : les résultats ont été biaisés vers le haut car 5 % seulement des entreprises des régions dévastées ont répondu, si bien que le taux de réponse à l'enquête a été de 65 % contre 80 % en temps normal. De plus, l'indice PMI concerne le seul secteur manufacturier et n'inclut pas le secteur énergétique et électrique où 15 % des capacités de production ont été supprimées ou ne peuvent plus fonctionner depuis le séisme. Enfin, l'indice d'activité et de confiance des petites entreprises montre une chute encore plus spectaculaire du côté des services et du commerce : il retrouve les niveaux de la grave récession de 2001 ou de la crise financière de 2008. Nous avons intégré une contraction du PIB de 2 % au deuxième trimestre. La reprise par les dépenses de reconstruction ne devrait pas avoir lieu avant le dernier trimestre : pour faire face à une insuffisance de capacités de production électrique de 20 à 30 %, les coupures d'électricité affecteront les entreprises de manière importante cet été et les obligeront à réduire leur production. Au total, une contraction de 1 % du PIB en 2011 a été intégrée mais elle pourrait être bien plus élevée.

États-Unis : les indices ISM se retournent.



Zone euro : ralentissement de la production industrielle (var trim, %)



Japon : Indice d'activité et de confiance des petites entreprises (economy watcher survey)





## Gestion Monétaire

*Les marchés sont sous l'influence des flux.*

Que ce soient les actions ou le crédit, les marchés d'actifs risqués semblent n'intégrer aucune des mauvaises nouvelles. Cette situation est le reflet d'une importante réallocation vers ces marchés dans une recherche de rendement toujours prégnante, alimentée notamment par le retour des fusions-acquisitions, côté actions ou celui des émissions primaires, côté crédit. Si nous intégrons l'importance de ces soutiens dans une vision moyen-long-terme nous estimons en revanche qu'il faut conserver une posture prudente à court terme. Sur le front obligataire, la prudence est aussi de rigueur, M. Trichet ayant comme prévu commencé à monter son taux de refinancement, et la situation des pays périphériques n'étant toujours pas résolue durablement.

P-H. B.

### BANQUES CENTRALES

#### ■ La Banque Centrale Européenne ouvre le bal

La hausse de l'inflation, due à l'envolée des cours des matières premières et notamment à celui du pétrole, préoccupe les Banquiers Centraux. La Banque Centrale européenne a monté sans surprise son taux de REFI de 25 points de base lors de sa réunion du 7 avril, soit 1,25%. C'est un message fort envoyé aux marchés et aux agents économiques face à la hausse de l'inflation en zone euro et au risque de transmission de cette inflation à l'ensemble de l'économie.

La BCE a clairement choisi d'intervenir tôt pour agir de façon moins brutale. Néanmoins, la politique monétaire reste très accommodante, d'autres hausses sont donc à prévoir mais sans urgence.

Les autres Banques Centrales réagissent en fonction de leur mandat face au retour de l'inflation.

Pour la BoE la croissance est encore trop fragile pour envisager une hausse de taux.

La FED, quant à elle, a pour mandat la croissance et le plein emploi, ce qui exclut pour l'instant une hausse de taux.

Cependant, le *statu quo* monétaire vacille. De plus en plus de voix s'élèvent au sein du FOMC pour réclamer la normalisation de la politique monétaire américaine.

Nous anticipons une hausse de taux de 25 bp en zone Euro au mois de juin et une suivante d'ici la fin d'année.

Aux États-Unis, la normalisation devra intervenir à plus ou moins long terme. Nous pensons que la première hausse aura lieu d'ici un an.

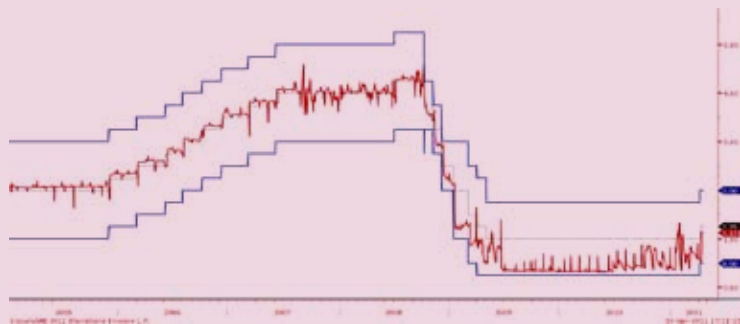
### UN MOT SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

#### ■ Politique de gestion

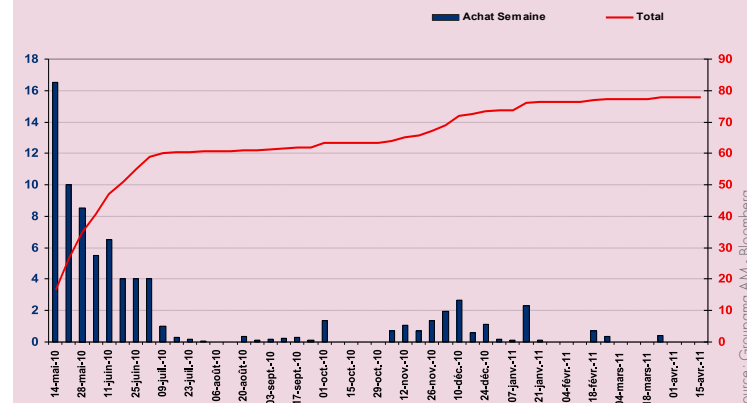
Les anticipations de hausse des taux de la BCE ont entraîné la remontée des taux Euribor et des *swaps* 3 mois avec dans le même temps une stabilité de l'EONIA. L'écartement du *spread swap* 3 mois contre EONIA offre donc de bonnes opportunités d'investissement à taux fixe, c'est pourquoi, nous maintenons une part d'investissement à taux fixe dans les portefeuilles.

D. B.

Corridor, taux de refinancement & EONIA  
Moyenne EONIA du 01/01/11 au 31/03/11 : 0.66%



Historique des achats de dettes périphériques par la BCE



Source : Groupama AM - Bloomberg

#### 1- Philippe-Henri Burlisson

Directeur des Gestions Fondamentales

#### 2- Diana Breton

Responsable de la Gestion Monétaire

#### 3- Gaëlle Malléjac

Responsable de la Gestion Taux

#### 4- Claire Chaves d'Oliveira

Responsable de la Gestion Actions

#### 5- Claire Bourgeois

Responsable de la Gestion ALM Taux et Actions

## Gestion de taux

### TAUX LONGS

■ **La succession d'événements majeurs qui se sont accumulés ces dernières semaines**: la crise en Lybie et les événements au Japon n'ont eu, à ce stade, que peu d'impacts sur les classes d'actifs dites « risquées ». Si ces nouveaux risques ont entraîné dans un premier temps un important mouvement de « fuite vers la qualité » favorisant la baisse des rendements américains et allemands, celui-ci s'est très vite estompé.

Les fondamentaux ont rapidement repris le devant de la scène avec en première ligne les pressions inflationnistes, favorisées par un prix du baril élevé. Cette attention apportée aux risques qui pèsent sur les prix est au centre des discours des Banques Centrales, BCE en tête. Les rendements ont ainsi repris le chemin de la hausse des deux côtés de l'Atlantique. La thématique inflationniste milite pour la poursuite de la hausse des rendements à court terme, hausse renforcée aux États-Unis par l'arrivée de terme de QE2 fin juin.

Du côté des dettes périphériques, les inquiétudes persistent, malgré des avancées incontestables sur la gestion de la crise. Le principe d'une hausse à 440 Md€ de la capacité effective de prêt du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) a été entériné. Ensuite, le Mécanisme Européen de Stabilité (MES), relais du FESF à la mi-2013, a été adopté avec une capacité effective de prêt de 500 Md€ et la possibilité d'intervention sur les marchés primaires des États en difficulté. Au-delà, les États de la zone

euro ont adopté le « Pacte pour l'euro » et se sont accordés pour une réforme plus dure du Pacte de Stabilité. Néanmoins, ces résolutions n'apportent pas de réponses immédiates aux doutes quant à la possibilité pour certains États de la zone euro de proposer de façon crédible une évolution soutenable de leurs finances publiques. La démission du gouvernement portugais au cours du mois en est une illustration. En conséquence, la question de la solvabilité pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal reste posée. Nous maintenons notre sous-pondération sur ces pays.

### CRÉDIT

■ **Une nouvelle fois, le marché du crédit montre une belle résistance aux multiples chocs**, et affiche une nette surperformance ces dernières semaines.

Si les risques demeurent nombreux, les fondamentaux toujours porteurs, la recherche effrénée de rendement et les annonces sur les mécanismes d'aide européens sont des soutiens à la classe d'actifs.

### INDEXÉES INFLATION

■ **Les pressions inflationnistes sont toujours présentes**. Les chiffres d'inflation à venir devraient montrer une poursuite de la hausse de l'inflation alimentée par un prix du baril toujours élevé. Néanmoins, la forte performance enregistrée

récemment par la classe d'actifs, les niveaux d'inflation anticipée atteints ainsi que l'action de la BCE pour limiter les anticipations inflationnistes, militent pour un positionnement neutre sur la zone euro.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

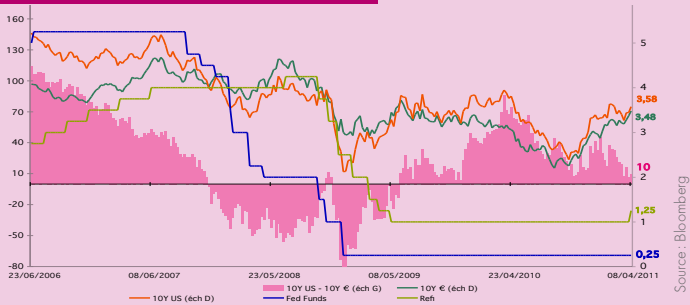
■ **La poursuite du mouvement de hausse des taux longs attendu pour les semaines à venir** milite pour l'adoption d'une nouvelle sous exposition aux taux, principalement sur les maturités intermédiaires.

Notre allocation pays sous-pondère toujours les pays pour lesquels les problèmes de solvabilité demeurent: Grèce, Portugal et Irlande. L'allocation pays est revue principalement sur l'Italie que nous passons en surpondération pour le portage. L'allocation sur l'Espagne reste neutre, avec une préférence pour les maturités supérieures à 5 ans.

Sur le crédit, nous augmentons notre allocation et notre sensibilité crédit à neutre. Nous surpondérons les dettes « corporate » des pays « core » et les dettes de notation BBB pour le portage, principalement sur le segment 5-7 ans.

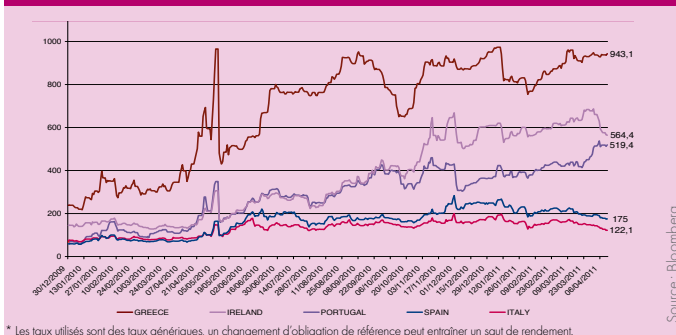
G. M.

Évolution des taux courts et longs aux États-Unis et en zone euro



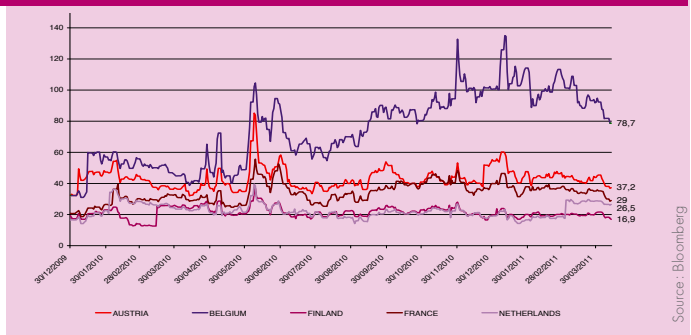
Source: Bloomberg

Evolution des spreads de taux à 10 ans des pays périphériques au sein de la zone euro\*



Source: Bloomberg

\* Les taux utilisés sont des taux génériques, un changement d'obligation de référence peut entraîner un saut de rendement.



Source: Bloomberg

## Gestion Actions

### PRÉVISIONS DE RÉSULTATS

#### ■ Prévisions de résultats: les perspectives sur l'Europe s'assombrissent

• Nous maintenons nos prévisions de bénéfices en deçà du consensus: crainte de compression des marges, perturbations liées au séisme japonais.

#### ■ Valorisations: l'attractivité des marchés actions demeure, mais le rebond des valorisations s'essouffle...

• L'Europe aborde la borne basse des niveaux historiques de valorisation de 2003-2007, alors que les États-Unis en sont encore éloignés.

### AUTRES FACTEURS

#### ■ Petites Capitalisations: après une rotation sectorielle douloureuse, retour à la surperformance?

• Le cycle des Fusions & Acquisitions se concentre principalement sur cette classe d'actifs à l'exemple de l'opération Solvay/Rhodia.  
• Retour en grâce des pays émergents dans le flux d'investissements.

#### ■ Liquidités et flux: ralentissement de la collecte dans les fonds d'actions, mais boom des fusions acquisitions

• Accélération des fusions acquisitions au niveau mondial (727 Md\$ au T1), avec à la clé des primes importantes.

### ■ Analyse graphique: période de consolidation à venir

• À très court terme les marchés ont le potentiel pour continuer sur leur tendance haussière mais le mouvement s'essouffle. Une période de consolidation plus large se dessine pour les prochains mois où nous pourrions voir à nouveau des replis significatifs, sans doute au début de l'été?

### PERSPECTIVES

#### ■ Une pause pour reprendre son souffle?

• Les nouvelles macroéconomiques confirment l'embellie provisoire aux États-Unis, alors que dans le même temps l'Europe peine à profiter de la locomotive allemande. Une dichotomie entre les deux zones se crée avec comme corollaire des anticipations de croissance des bénéfices en recul en Europe, mais toujours en amélioration aux États-Unis.

• L'impact négatif des prix élevés des matières premières sur les marges des entreprises mais aussi sur la consommation et les perspectives budgétaires difficiles des États nous confortent dans nos anticipations de croissance des bénéfices en deçà du consensus.

• Or il semble que le rebond des marchés post-séisme japonais, dans de faibles volumes et une volatilité atone, soit ralenti par des facteurs techniques tendus (dégonflement de l'appétit pour le risque, résistance graphique, faibles flux) et des fonda-

mentaux en ralentissement (revalorisations, perspectives de profits), malgré un certain soutien dû aux fusions-acquisitions.

• Dans ce contexte, nous maintenons nos anticipations à court terme, ce qui du fait de la hausse récente implique une pause des marchés actions. À long terme, nous commençons à relever nos cibles du fait des liquidités toujours abondantes et de l'absence d'alternatives évidentes face aux marchés actions, tout en favorisant les États-Unis par rapport à l'Europe.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

#### ■ La pause des marchés actions que nous anticipons nous amène à prendre des bénéfiques sur un certain nombre de secteurs, soit par manque de potentiel de progression soit par crainte de dégradation des perspectives. Plus que jamais, priorité est donnée dans nos portefeuilles au *stock-picking*, en privilégiant au sein de chaque secteur les acteurs qui pourront conserver leur *pricing power*.

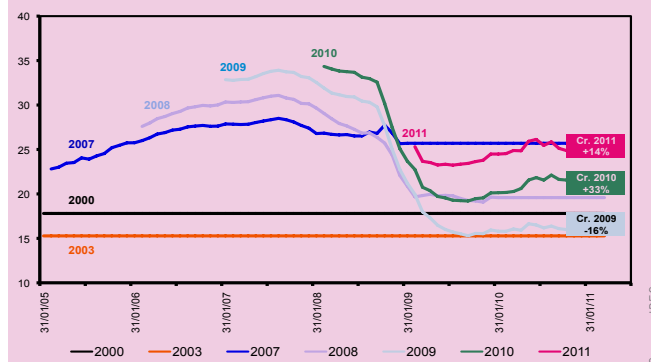
C. CO.

### Principaux indices boursiers

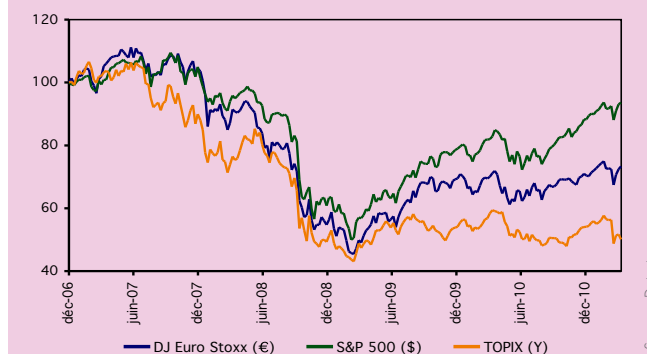
	07/04/11	Var. 2011 en euros
DJ Euro Stoxx 50	2793	0%
SBF 250	2798	-0,1%
CAC 40	3810	-0,1%
FTSE 100 (UK)	5718	-4,9%
S&P 500	1279	-3,5%
Nasdaq	2644	-5,4%
Topix (Japon)	830	-12,4%

Source: Databstream

### Profits prévus par le consensus sur l'Euro Stoxx



### Performances des indices boursiers internationaux en devise locale



Source: Databstream



## La tendance

### Enfin des prises de profits !

La vigueur et l'amplitude du rebond boursier de l'après Fukushima étaient de nature à plonger une grande part des intervenants (dont nous faisons partie) dans des abysses de perplexité. Certes les raisons de regarder le verre à moitié plein restaient présentes : citons entre autres les arguments bien connus liés à des niveaux de valorisations des marchés jugés convenables et surtout ceux s'appuyant sur le thème de l'accélération des fusions acquisitions, un thème incontestablement porteur par les temps qui courent.

Du côté du verre à moitié vide les raisons de rester prudents étaient légion. Commençons par le thème central lorsqu'on s'intéresse aux marchés d'actions : celui des profits. Ceux-ci sont logiquement attendus en retrait après une année 2010 exceptionnelle mais on ne peut cependant s'empêcher de constater que les premiers résultats publiés outre-Atlantique sont jugés décevants et

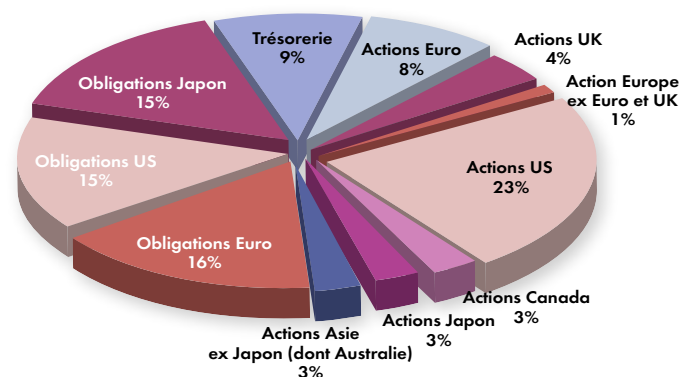
ne rassurent pas sur leur résistance supposée sur l'ensemble de l'année dans un contexte moins favorable.

De ce côté-ci de l'Atlantique, la zone euro est quant à elle loin d'être en reste en termes d'incertitudes ; en effet la pression redevient plus forte que jamais pour les dettes des états souverains périphériques les plus fragiles. En cause les supputations (en dépit des classiques dénégations de certains éminents responsables) d'une restructuration de la dette grecque, des craintes qui se font chaque jour malheureusement toujours plus prégnantes.

Enfin pour terminer notre revue mondiale des incertitudes rajoutons-y l'accélération des tensions inflationnistes constatées sur l'ensemble de la planète, plus spécifiquement on ne le sait que trop sur les pays émergents, la Chine en tête.

Ce contexte, pour le moins compliqué sans être délétère, milite donc pour une correction à court terme.

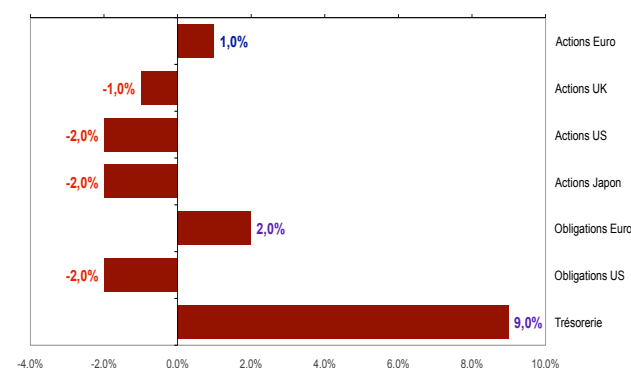
## Portefeuille modèle



Portefeuille arrêté au 14/04/2011. Indice composé de 50% JPM global couvert + 50% MSCI world. Source : Groupama AM.

## Différence en %

### ENTRE L'INDICE ET LE PORTEFEUILLE MODÈLE



## Allocation

GLOBALE Actions 45 % / Taux 46 % / Monétaire 9 %

### MARCHÉ D' ACTIONS (45%)

■ **États-Unis (-1,5)** : S'agissant de la seule zone géographique encore en ligne avec la pondération du benchmark nous choisissons de procéder à un allègement. La fin programmée du QE2 peut apparaître comme une véritable menace tant ce programme aura été le véritable catalyseur de la hausse de la Bourse américaine. En outre, force est de constater qu'en regard des premières publications, la saison des résultats pourrait décevoir les intervenants.

■ **Europe (-0,5)** : Les difficultés qui réapparaissent sur les dettes périphériques risquent de pousser à une sélectivité « régionale » qui ne sera pas favorable à la zone euro dans son ensemble. Parallèlement le resserrement monétaire désormais clairement enclenché par la BCE n'est pas davantage positif.

■ **Asie (+2)** : nous restons largement sous-exposés en actions japonaises et nous ne préconisons pas à ce stade un renforcement de nos positions résiduelles ; le marché nippon ayant de notre point de vue trop rebondi après le séisme, nous préférons reprendre des investissements en actions d'Asie hors Japon, une zone où la croissance reste vive et où l'on peut espérer un début d'inflexion en matière de lutte contre l'inflation.

### MARCHÉ DE TAUX (46%)

■ **États-Unis (=)** : Les obligations américaines continuent de faire preuve de résistance en dépit des incertitudes liées à l'après QE2 et de celles concernant les rapatriements redoutés des investisseurs nippons. Nous conservons.

■ **Europe (-1)** : Nous écrivons : si les marchés de taux des pays core peuvent conjoncturellement bénéficier d'une phase de refuge vers la qualité en provenance des marchés d'actions, nos anticipations d'une légère tension persistante nous conduit à alléger.

■ **Japon (=)** : Notre réallocation sur les obligations japonaises s'est avérée judicieuse compte tenu de la résistance du marché nippon aux tensions survenues sur les marchés obligataires mondiaux.

### MONÉTAIRE (9%)

Augmentation (+1%) due à l'allègement taux.

# EN UN CLIN D'ŒIL

## Nos stratégies de taux

		Niveau actuel 07/04/2011	Objectif à court terme	Objectif à 1 an
États-Unis	Fed Funds	0,25	😊	😊
	TNote 10 ans	3,55	😞	😊
Europe	Taux Refi	1,00	😞😞	😞😞
	OAT 10 ans	3,75	😞	😞
Japon	Taux BOJ	0,10	😊	😊
	JGB 10 ans	1,32	😊	😞

Sources : Groupama AM, Bloomberg

## Notre portefeuille modèle obligataire en € au 07/04/11

BENCHMARK	EURO MTS GLOBAL
Sensibilité	😞
Allocation indexées inflation	😊
Choix de courbe	
1 - 3 ans	😊
3 - 5 ans	😞
5 - 7 ans	😞
7 - 10 ans	😞
10 - 15 ans	😞
15 ans et plus	😊

Sources : Groupama AM, Bloomberg

## Conclusions de notre comité de marché actions du 07/04/11

	Indices 07/04/2011	Prévisions Groupama Asset Management à court terme à 1 an ( < 3 mois)	
		😊	😞
France (CAC 40)	4042	😞	😊
Euroland (DJ)	289	😞	😊
Royaume-Uni (FTSE 100)	6007	😞	😊
États-Unis (S&P 500)	1333	😞	😊
Japon (Topix)	840	😞	😊
MSCI Asia free ex-japan	583	😞	😊

Sources : Groupama AM, Bloomberg

## Perspectives sectorielles

Énergie	😊	Produits ménagers - cosmétique	😞
Matières premières	😊	Équipement santé	😊
Biens d'équipement	😊	Pharmacie et biotech	😞
Services industriels et commerciaux	😊	Banques	😊
Transports	😊	Financières diversifiées	😊
Automobile	😊	Assurance	😊
Biens de consommation durables	😞	Immobilier	😞
Hotellerie loisirs	😊	SSII et logiciels	😊
Médias	😊	Équipement technologique	😊
Distribution non alimentaire	😞	Semi-conducteurs	😊
Distribution alimentaire	😊	Opérateurs télécoms	😞
Agroalimentaire	😊	Services publics	😊

Sources : Groupama AM

## CONTACTS COMMERCIAUX

😊😊 Positif 😊 Positif neutre 😐 Neutre 😞 Négatif neutre 😞😞 Négatif



Groupama Asset Management  
La lettre Gestion et Stratégie - N°103

**Directeur du Développement :**  
Jean-Marie Catala / 01 44 56 79 18 / jmcatala@groupama-am.fr  
**Directeur du Développement International :**  
Arnaud Ganet / 01 44 56 56 61 / aganet@groupama-am.fr  
**Relations investisseurs institutionnels France :**  
Jacques Bontet / 01 44 56 57 76 / jbontet@groupama-am.fr  
Bruno de Solms / 01 44 56 75 43 / bdesolms@groupama-am.fr  
Jérôme Guittet / 01 44 56 57 22 / jguittet@groupama-am.fr  
Barbara Flogny / 01 44 56 75 62 / bflogny@groupama-am.fr

Valérie Rapoport / 01 44 56 56 45 / vrapoport@groupama-am.fr  
Gaspard Theyssset / 01 44 56 66 65 / gtheyssset@groupama-am.fr  
**Relations distributeurs externes et institutionnels Europe :**  
Alexandre Jaegle / 01 44 56 89 17 / ajaegle@groupama-am.fr  
Anne-Laure Mugnier / 01 44 56 56 21 / almugnier@groupama-am.fr  
Matthieu Painturaud / 01 44 56 77 72 / mpainturaud@groupama-am.fr  
Jon Dubarbier / 01 44 56 71 45 / JDubarbier@groupama-am.fr

**Relations Groupe :**  
Corinne Foucoin / 01 44 56 79 07 / cfoucoin@groupama-am.fr  
Eric Mathieu / 01 44 56 57 64 / emathieu@groupama-am.fr  
**Relations réseaux Groupe :**  
Luc de Corainville / 01 44 56 77 65 / ldecorainville@groupama-am.fr  
Sabine Peter / 01 44 56 77 09 / speter@groupama-am.fr  
Didier Oms / 01 44 46 66 74 / doms@groupama-am.fr  
Jérôme Larsonneur / 01 44 56 56 20 / jlarsonneur@groupama-am.fr  
**Développement ISR :**  
Michel Lemonnier / 01 44 56 66 36 / mlemonnier@groupama-am.fr