

# La Lettre

Gestion & Stratégie

Numéro 105  
Juin 2011

## SOMMAIRE

Éditorial .....	1
Zoom OPCVM .....	2
Notre avis .....	2
Environnement économique .....	3
Le coup de frein brutal est confirmé	
Gestions fondamentales .....	4-6
Fébrilité n'est pas fièvre	
Gestion Monétaire .....	4
Une BCE sans surprise	
Gestion de taux .....	5
Des marchés sous la pression grecque	
Gestion Actions .....	6
Marchés coincés entre macro et micro...	
Gestion diversifiée .....	7
Poursuite du <i>trading range</i>	
En un clin d'œil .....	8

Achévé de rédiger le 23 juin 2011.  
Une version anglaise sera disponible prochainement.

## ÉDITO



### Contraste

Au moment où les européens s'apprêtent à trouver une solution au problème grec, les derniers indicateurs économiques américains montrent que nonobstant l'ampleur exceptionnelle des moyens monétaires et budgétaires utilisés depuis deux ans, le rebond de la croissance y aura été le plus faible enregistré suite aux crises importantes que ce pays aura traversées dans l'histoire (à l'inverse du rebond des marchés d'actions qui aura été le plus élevé). Ce contraste est saisissant : d'un côté, les outils de la politique économique américaine semblent dépourvus de l'efficacité que devrait lui assurer l'unité d'action qui caractérise le système politique et les marges de manœuvre se réduisent. De l'autre, la « machine à palabres et déchirements » que constitue bien souvent l'Union Européenne arrive à résoudre certaines de ses difficultés. La pression des marchés y pousse, certes, un peu... Faut-il souhaiter que celle-ci s'exerce de manière plus forte sur la première puissance du monde ?

**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



## Groupama FP Actions Émergentes

Groupama FP Actions Émergentes est un fonds de fonds investi sur les actions des Pays Émergents dont la philosophie de gestion se caractérise par une gestion active de convictions.

Le gérant dispose d'une latitude importante pour effectuer une gestion active non contrainte par rapport à son indicateur de référence, ses choix s'opèrent uniquement en fonction de la situation de marché et de ses convictions.

Le fonds a vocation à s'exposer de manière plus ou moins importante aux marchés actions au travers de la gestion tactique de son bêta dans le but de générer une performance supérieure à celle de son indicateur de référence tout en veillant à résister en cas de baisses importantes des marchés.

Pour réaliser cet objectif, Groupama FP Actions Émergentes dispose de trois moteurs de performances déterminants dans la constitution de son portefeuille : la sélection de fonds dits « opportunistes et actifs », l'allocation aux différents facteurs de risque - marché, géographique, thématique,...- et la gestion tactique de l'exposition aux marchés (le bêta) et de la couverture tactique Euro/Dollar.

Les marchés Actions Émergentes se caractérisent actuellement par une volatilité relativement importante et des écarts de valorisations plus ou moins marqués d'une région à l'autre. Le portefeuille intègre une poche « Régionale » composée de fonds spécialisés sur la zone EMEA<sup>1</sup>, l'Amérique Latine et l'Asie grâce à laquelle le gérant peut se positionner sur les opportunités d'investissement identifiées sur chaque zone.

Actuellement le fonds présente une sur exposition à la zone EMEA, appréciée pour sa faible valorisation notamment sur les actions Russes, et le potentiel de rebond qu'elles présentent. Le portefeuille se compose également d'une poche *Core*, investie sur des fonds globaux, et d'une poche « Thématique ». Cette dernière, permet de se positionner sur des thèmes sur lesquels le gérant a une conviction forte : les matières premières et plus particulièrement les actions minières sont les principales positions prises à ce jour.

**Groupama Actions Émergentes offre de très bons résultats en termes de performance : sur 2 ans<sup>2</sup> il délivre une performance<sup>3</sup> de +59,6% et surperforme son indicateur de référence de 10,2%**

	2009	2010	1 an au 17/06/11	2 ans au 17/06/11	Depuis la reprise en Multi gestion 30/06/08
<b>Groupama FP Actions Émergentes</b>	<b>85,8 %</b>	<b>33,5 %</b>	<b>5,1 %</b>	<b>59,6 %</b>	<b>17,3 %</b>
MSCI Emerging Markets	73,8 %	27,5 %	3,0 %	49,4 %	19,9 %
<b>Écart</b>	<b>12,0 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>-2,6 %</b>

<sup>1</sup> Europe Middle East and Africa

<sup>2</sup> Performances du 17/06/2009 au 17/06/2011

<sup>3</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

### › Comment se porte le fonds ?

Après deux très bonnes années en termes de performance<sup>3</sup> aussi bien en absolu qu'en relatif, le fonds est en léger retrait en relatif depuis le début de l'année\*. Notre positionnement en bêta supérieur au marché explique exclusivement cette sous performance tandis que notre sélection de gérants a contribué positivement du fait de leur biais plus défensif.

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

À court terme, les marchés devraient rester sous tension tant que les dirigeants européens n'auront pas pris de décisions sur le problème d'endettement des pays périphériques européens. La sous performance depuis le début de l'année des marchés émergents comparés à ceux des pays développés n'est selon nous pas justifiée par les fondamentaux mais par une hausse de l'aversion au risque des investisseurs. Par ailleurs, la valorisation actuelle de ces marchés émergents apparaît d'autant plus attractive au regard du potentiel de croissance des bénéficiaires des entreprises. Nous maintenons donc notre biais positif et ce malgré la baisse récente des marchés émergents et des politiques monétaires plus restrictives dans certains pays pour juguler l'inflation.

\* Performances sur la période du 31/12/2010 au 17/06/2011



## États-Unis

### DÉGRADATION DE LA RENTABILITÉ DOMESTIQUE DES ENTREPRISES

L'indice ISM manufacturier perd 7 points à 53,5, enregistrant sa plus forte chute mensuelle depuis le début des années 80. Sur ces deux derniers mois, tous les indicateurs avancés se sont violemment retournés, confirmant le coup de frein brutal que nous anticipions sur la croissance et qui devrait durer jusqu'à l'automne. La récente dégradation de la rentabilité domestique a provoqué un durcissement des conditions de crédit pour les PME, les obligeant à ralentir fortement leurs investissements en NTI et à réduire leurs créations d'emplois qui au global sont passées de 180 000 à 80 000 en un mois. Parallèlement à la poursuite de la montée de l'inflation, à 3,6 % en mai, le pouvoir d'achat se dégrade, handicapant la consommation des ménages pendant encore plusieurs mois. La nouvelle accélération d'activité que nous anticipions pour l'été est repoussée mais devrait bien avoir lieu sous l'impact de la baisse conjuguée des taux longs et des cours du baril. Dans les prochains mois, l'environnement devrait cependant demeurer très incertain pour les marchés, à cause de la fragilité du système bancaire qui continue à souffrir de l'insuffisance de ses réserves face à l'encours de ses créances douteuses et qui pourrait durcir les conditions de crédit aux ménages suite à la remontée du chômage.

## Zone euro

### LE RETOURNEMENT DES INDICATEURS AVANCÉS QUI A DÉBUTÉ POURRAIT ÊTRE BRUTAL

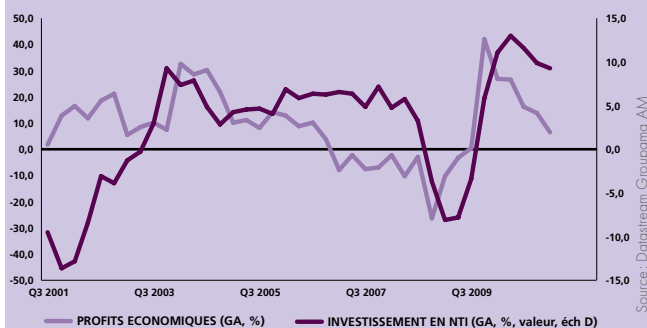
La croissance a été dynamique au premier trimestre (+0,8 % T/T, après +0,3 %), tirée par l'Allemagne (+1,5 %) et la France (+1 %), mais pénalisée par l'Italie (+0,1 %) et les pays périphériques. Les exportations sont restées un moteur de la croissance, mais le fort accroissement des importations a réduit la contribution nette de l'extérieur à 0. L'investissement a rebondi sous l'effet principalement d'une normalisation de l'activité de la construction en Allemagne, après les conditions climatiques difficiles de la fin 2010. La consommation a bénéficié des reliquats de la prime à la casse en France, et de la hausse sensible des salaires contractuels en Italie. Après ce pic de croissance, l'activité devrait fortement ralentir, pénalisée par la demande intérieure. Le rattrapage d'activité étant terminé, les dépenses de construction devraient baisser. L'investissement des entreprises en NTI devrait être affecté par la dégradation de la rentabilité des entreprises due à la réduction des gains de productivité. La consommation devrait se contracter, sous l'impact de la poursuite de la hausse de l'inflation, qui devrait enregistrer un pic à 3 % en août, de l'arrêt de la prime à la casse en France et des politiques d'austérité et des réformes structurelles dans les pays périphériques.

## Japon

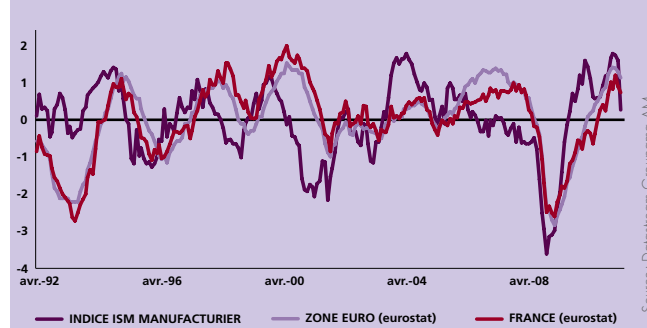
### LE PIB DEVRAIT SE CONTRACTER DE 1,5% EN 2011

Le PIB s'est contracté de 0,9 % au premier trimestre après -0,8 %, pénalisé par la consommation, l'extérieur et les stocks. En dépit du rebond industriel en cours, le PIB devrait de nouveau se contracter de près d'1 % au deuxième trimestre. Le rebond industriel proviendra des exportations qui devraient nettement reprendre après leur baisse de 9 % et de 8 % en mars et en avril, due à la désorganisation de circuit économique suite à l'accident de Fukushima. Cependant, la consommation des ménages devrait poursuivre sa tendance baissière : conséquence directe de la chute d'activité, la dégradation du pouvoir d'achat salarial s'amplifie, par le biais du nombre d'heures travaillées et de la rémunération moyenne. Les suppressions d'emplois devraient s'accélérer. Les ménages vont être également pénalisés par la poursuite de la remontée de l'inflation, due à la hausse marquée des prix de l'énergie conséquence des cours du baril et de Fukushima. Les entreprises qui connaissent une détérioration de leur rentabilité sont en train de fortement réduire leurs dépenses d'investissement, comme le montre la chute des commandes domestiques de biens d'équipement en avril. Au total, la reprise ne sera pas au rendez-vous avant l'automne.

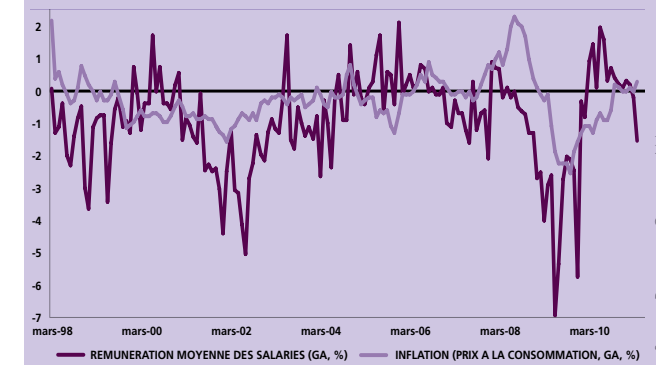
### États-Unis : le fort ralentissement des profits devrait entraîner celui de l'investissement



### Zone euro : la confiance dans l'industrie a entamé son retournement marqué (centré, normé, points d'écart-type)



### Japon : le pouvoir d'achat des ménages rechute





## Gestion Monétaire

### Fébrilité n'est pas fièvre.

La croissance économique marque le pas. La crise de la dette souveraine crée beaucoup de fébrilité sur les marchés. La cacophonie entre les États, à sauver, ou sauveteurs, et la BCE, est, comme toujours, à son paroxysme à l'aube des prochains sommets européens. En revanche, les médecins sont à l'œuvre et nous continuons de penser que des mesures seront prises et acceptées par toutes les parties pour éviter le pire. Néanmoins, les contours de ces mesures seront probablement encore considérés comme trop flous par les marchés. De même, si l'aversion pour le risque ainsi provoquée est importante, la microéconomie (les entreprises) est toujours de bonne facture. La fébrilité va donc continuer et milite pour des stratégies prudentes dans nos portefeuilles mais la fièvre, elle-même, devrait être évitée.

P-H. B.

### BANQUES CENTRALES

#### ■ Une BCE sans surprise

Lors de sa dernière conférence de presse J.-C. Trichet n'a pas surpris les marchés. Par l'utilisation de l'expression *strong vigilance*, il a confirmé que la BCE remontera bien ses taux en juillet comme il l'avait laissé entendre le mois dernier afin de se conformer à son mandat de lutte contre l'inflation.

Ce durcissement n'est pas en contradiction avec la politique de liquidité de la BCE. Les mesures non conventionnelles se poursuivront jusqu'à la fin du troisième trimestre.

Les décisions de la Banque Centrale ne tiennent visiblement pas compte de la disparité croissante des conditions économiques dans les différents pays de la zone.

Le marché monétaire quant à lui se normalise, l'EONIA a entrepris sa convergence vers le taux de REFI.

Nous prenons acte d'une hausse de taux de 25 points de base en juillet et d'une seconde pour fin 2011. L'inflation devrait reculer en 2012, nous pensons donc que le mouvement de normalisation devrait s'arrêter là.

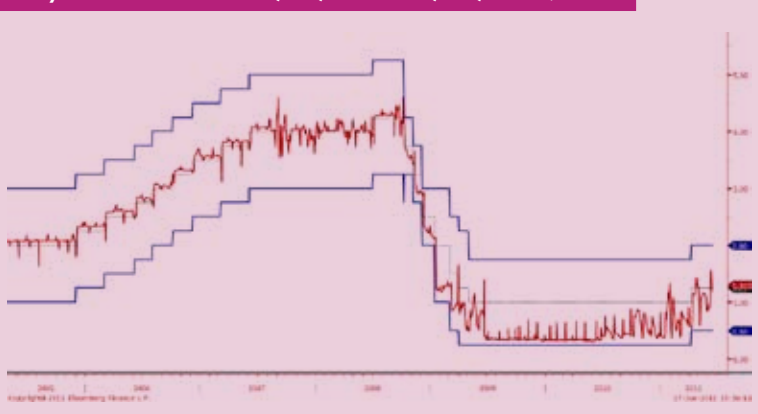
### UN MOT SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

#### ■ Politique de gestion

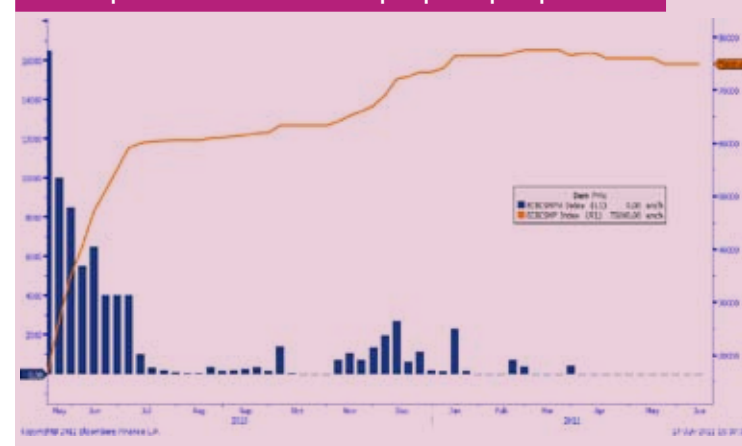
Nous avons maintenu notre positionnement taux fixe, taux variable dans les portefeuilles monétaires dans l'attente des hausses de taux

D. B.

Corridor, taux de refinancement & EONIA  
Moyenne EONIA du 01/01/11 au 30/05/11 : 1,023%



Historique des achats de dettes périphériques par la BCE



#### 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

■ **Le cas grec alimente toujours l'actualité, les inquiétudes se renforcent une fois de plus**, augmentant l'aversion au risque et la volatilité sur les marchés. La Grèce est dans l'incapacité de venir se refinancer sur les marchés dès 2012, comme prévu en 2010 dans le plan initial. Elle a donc besoin aujourd'hui d'un nouveau plan de financement pour les deux prochaines années. Les discussions quant aux modalités du nouveau plan ont été engagées et la participation du secteur privé évoquée. À ce jour, il apparaît que les États ont beaucoup de difficultés à trouver un accord sur les modalités de la participation du secteur privé. Tout ceci devrait encore prendre quelques semaines, maintenant un haut degré d'incertitudes. Néanmoins, le FMI devrait finalement donner son accord au versement de la cinquième tranche de 12 Md€ contre l'assurance que les nouvelles mesures d'austérité soient votées avant la fin du mois de juin, évitant la précipitation du défaut du pays au cours de l'été. La poursuite des inquiétudes sur la Grèce, ainsi que la pression des agences de notation sur les pays ont alimenté la fuite vers la qualité, favorisant la baisse des taux des pays core et des taux américains. La baisse des taux a aussi été guidée par les fondamentaux économiques faisant état d'un coup de frein brutal de l'activité américaine. Ce ralentissement de l'économie américaine entraîne une révision de notre anticipation de taux à trois mois aux États-Unis et en zone euro (France). Les facteurs

hausseurs taux: inflation en hausse sur les prochains mois, la fin du QE2 (moins de flux acheteurs sur la dette américaine) et les difficultés à parvenir à un accord quant au relèvement du plafond légal de la dette publique américaine seront tempérés par le ralentissement en cours aux États-Unis et la poursuite de l'aversion au risque. Nous revoyons la cible à trois mois à 3,3 % pour le taux 10 ans américain et 3,5 % pour le taux à 10 ans français.

### CRÉDIT

■ **L'accentuation de l'aversion au risque a atteint le marché du crédit**, jusque là très résistant. Les *spreads* s'élargissent, particulièrement sur les dettes financières subordonnées et les dettes *high beta* qui avaient le mieux performé depuis le début de l'année. Malgré ce contexte d'élargissement des primes de risque, le marché primaire est resté très actif jusqu'au début du mois de juin, dans un environnement, il est vrai, d'importants remboursements. Certains facteurs techniques et fondamentaux demeurent positifs pour le crédit. Néanmoins, la pression des agences sur les États, les difficultés européennes quant à la résolution à court terme des problèmes de la Grèce et le coup de frein de l'économie américaine pèsent sur les *spreads*. Nous repassons neutre sur la classe d'actifs.

### INDEXÉES INFLATION

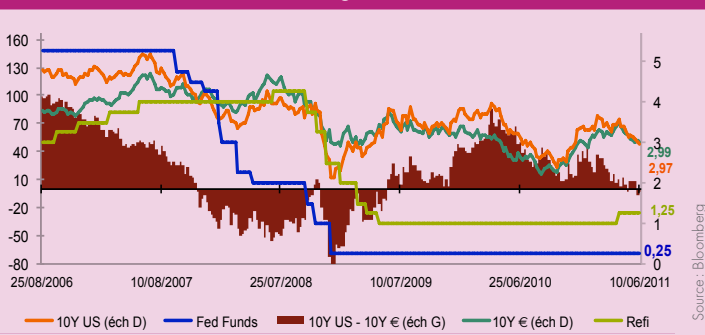
■ **Les obligations indexées inflation sous performant les obligations nominales**. Le contexte d'aversion au risque, le recul récent des prix du pétrole et un portage moins favorable pour les mois à venir pèsent sur les indexées. Les valorisations actuelles, font néanmoins apparaître des anticipations d'inflation basses (1,8%) au regard des niveaux d'inflation. Nous maintenons notre position neutre sur la zone euro.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

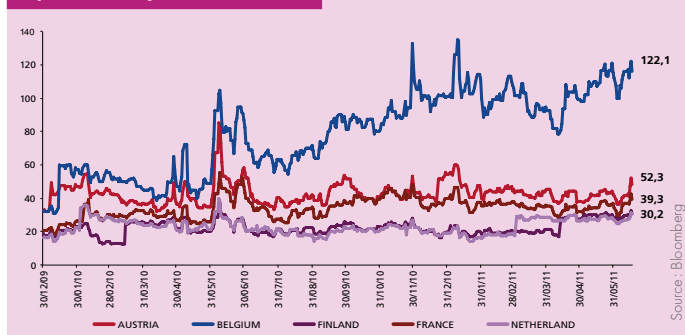
■ **Le contexte d'aversion au risque et de ralentissement économique outre-Atlantique** nous conduit à remonter l'exposition aux taux des portefeuilles à neutre. Le positionnement à l'aplatissement du segment 2-10 ans est renforcé. Les maturités courtes demeurent sous pondérées dans l'attente de la prochaine hausse des taux de la BCE en juillet et la zone 10 ans est renforcée à une légère surpondération. Notre allocation pays sous-pondère toujours les trois pays qui ont fait appel à l'aide européenne. Dans le but de réduire la volatilité attendue ces prochaines semaines, nous repassons neutre sur l'Italie et l'Espagne. Sur le crédit, nous diminuons notre sensibilité crédit à 100 % compte tenu de l'environnement.

G. M.

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



Spreads Pays Core 10 ans



## Gestion Actions

### PRÉVISIONS DE RÉSULTATS ET VALORISATIONS

■ **Les révisions en hausse** du consensus des analystes concernent surtout l'année 2010 et sont plus faibles pour 2011. Nous ne changeons pas nos anticipations sur les profits et restons plus prudents que le consensus.

■ **Les valorisations se retournent** du fait du repli des marchés actions et de la baisse des taux longs, et sont de nouveau très attractives.

Le maintien des valorisations à ces niveaux est-il dû à une absence de visibilité sur les marchés ou à un changement de paradigme ?

### AUTRES FACTEURS

■ **Retour en grâce des petites capitalisations**: peu de valeurs financières, et beaucoup de valeurs industrielles dans cette classe d'actifs.

La performance des petites capitalisations devrait continuer en 2011 : favorisées par les fusion & acquisitions, plus forte croissance des résultats.

■ **Flux: retour des souscriptions dans les fonds d'actions de part et d'autre de l'Atlantique.**

Retour des IPO (Verallia, Moncler, Ferragamo), mais tassement des M&A.

### ■ Analyse graphique: les marchés marquent une pause.

À très court terme les marchés montrent un niveau de survente et peuvent rebondir. La configuration actuelle des indices laisse envisager une évolution dans un large couloir. Cette tendance pourrait perdurer au cours de l'été et former ainsi le *top* intermédiaire attendu.

### PERSPECTIVES

#### ■ Les marchés coincés entre macro et micro...

• Après avoir heurté le haut du canal observé depuis de nombreux mois, les marchés sont repartis à la baisse sous la double menace de la dette / ralentissement économique américain, respectant ainsi l'alternative *risk on, risk off*.

• Coté macroéconomie, l'environnement est tendu sans être catastrophique : les conditions américaines se dégradent comme prévu ; en Europe, nous anticipons une résolution, bien que sans doute tardive et douloureuse, à la crise de la dette grecque. La question est en revanche toujours ouverte sur les conséquences de la fin du QE2 et les effets de la fin de la mise sous perfusion des marchés financiers.

• Coté micro-économie, si les analystes anticipent des résultats solides lors des publications à venir, les perspectives des entreprises focaliseront l'attention ; toutefois les valorisations sont à nouveau

attractives, même selon des normes « post crise » nettement plus basses. Ceci est validé par les entreprises elles-mêmes, qui n'hésitent pas à offrir une prime conséquente lorsqu'elles souhaitent prendre le contrôle d'une proie.

• Enfin la lecture contrariante des indicateurs de sentiment est plutôt encourageante, avec un équilibre *bull/bears* qui retrouve les plus bas niveaux de ces derniers dix-huit mois.

• Nous n'avons donc pas modifié nos objectifs en niveau, et anticipons donc une très légère hausse à trois mois, sans préférence géographique, et une hausse un peu plus soutenue à douze mois.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ **Nous adoptons une vue plus prudente sur les valeurs financières**, craignant une solution à la crise grecque un peu plus tardive que prévu et un soulagement sans doute seulement momentané.

Nous favorisons toujours les entreprises capables de conserver leurs marges : marques fortes, situation oligopolistique : automobile, chimie, santé, industrielles.

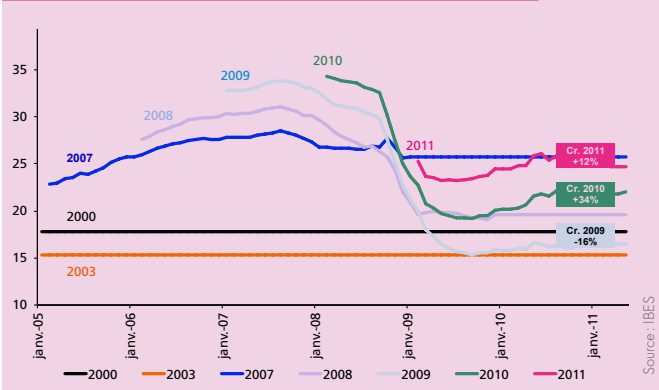
C. CO.

### Principaux indices boursiers

	15/06/11	Var. 2011 en euros
DJ Euro Stoxx 50	2731	-2,20%
SBF 250	2824	0,82%
CAC 40	3807	0,05%
FTSE 100 (UK)	5743	-5,14%
S&P 500	1265	-5,55%
Nasdaq	2631	-6,88%
Topix (Japon)	825	-13,36%

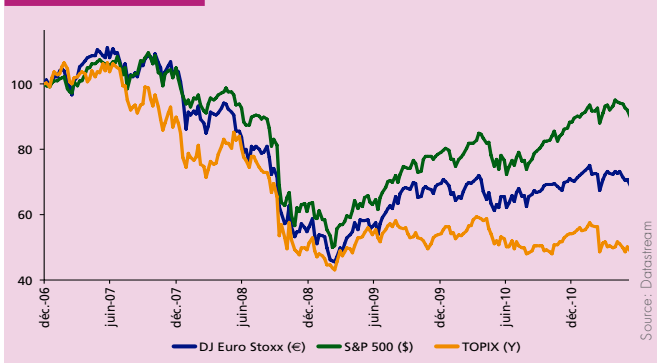
Source : Datastream

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

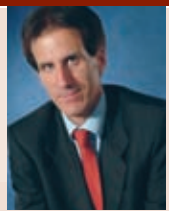


Source : IBES

### Performances des indices boursiers internationaux en devise locale



Source : Datastream

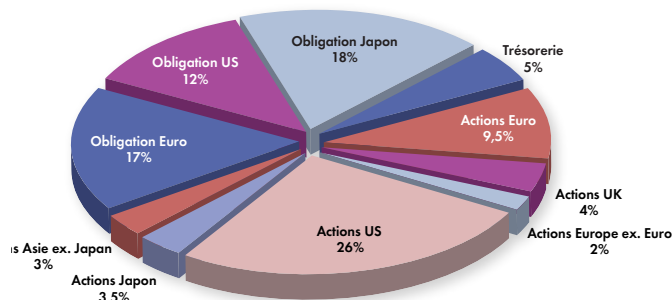


## La tendance

Nous faisons le mois dernier dans ces colonnes le constat d'une évolution des marchés dans un *trading range* et force est de constater qu'un mois plus tard ce sont désormais les bornes basses, les supports donc, de ce canal de fluctuation qui sont de plus en plus souvent mises à l'épreuve. Certains niveaux graphiques tendraient presque à en devenir mythiques à force d'être testés et re-testés : ainsi le désormais célèbre niveau de 1250 points sur l'indice S&P qui continue de faire de la résistance mais pour lequel les raisons de le traverser ont eu une fâcheuse tendance à s'accroître. En effet de part et d'autre de l'Atlantique l'horizon s'assombrit et la fébrilité sur les marchés s'accroît ; dans ce contexte il est logique que l'aversion au risque remontant en flèche les indices de volatilités décollent enfin (remontée du VIX à 23 pour un plus haut annuel dans la zone des 29 après Fukushima). De ce côté-ci de l'Atlantique, le sujet étant largement documenté par ailleurs, on ne s'appesantira pas outre mesure sur les conséquences de l'interminable crise grecque et des atermoiements franco allemand concernant le deuxième plan de soutien ; cependant si on peut supposer qu'un accord finira par être trouvé in extremis, les dégâts laisseront des traces tant sur les marchés de taux souverains via le renchérissement du

financement des « bons » émetteurs périphériques que pour bon nombre des acteurs du système financier qui ne sortiront pas indemnes de cette crise du fait des avalanches des mises sous surveillance et de dégradations de la part des agences. Parallèlement outre-Atlantique les publications d'indicateurs économiques décevants voire carrément médiocres ont été légion. Les opérateurs ont bien tenté de se rassurer en estimant que la FED considèrerait le ralentissement actuel comme temporaire mais de fait, dans ce contexte, les marges de manœuvre de cette dernière apparaissent très limitées, un QE3 n'étant clairement pas d'actualité. Face à ces constats maussades et pour ne pas désespérer Wall Street, reste donc à considérer d'un regard positif les niveaux valorisations toujours très raisonnables affichés par les bourses mondiales : 11 de P/E 2011 en Europe, 13 aux États-Unis et guère plus au Japon. Parallèlement des progressions de bénéfices pour 2011 restent anticipées par le consensus des analystes à des niveaux élevés (trop ?) de respectivement +13 % et +16 % en Europe et aux États-Unis. Si l'on y rajoute l'argument récurrent du soutien manifeste de fusions/acquisitions généralement réalisées à prix d'or les opérateurs pourraient bientôt abandonner le régime spartiate et les marchés retrouver un calme olympien.

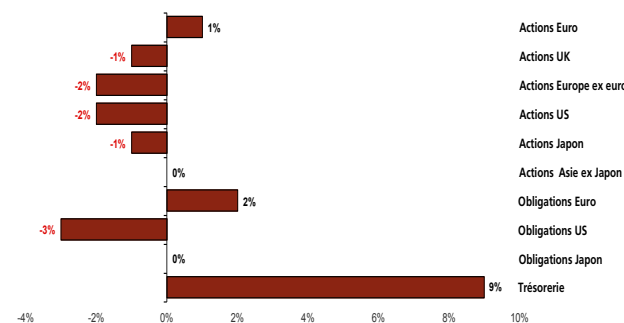
## Portefeuille modèle



Portefeuille arrêté au 14/06/2011. 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 48% / Taux 47% / Monétaire 5%

■ Nous mettons à profit la correction qui a affecté les bourses pour reprendre des positions plus offensives en actions : nous restons cependant légèrement sous-exposés ; parallèlement le poids des taux a augmenté mécaniquement et nous conservons la pondération atteinte.

### MARCHÉ D' ACTIONS (48%)

■ **États-Unis (=)** : La bourse américaine qu'on aurait pu estimer relativement immunisée contre les effets de la crise grecque a plongé à l'instar de ses homologues du fait de son ralentissement intérieur. Nous maintenons une légère sous-exposition au sein du portefeuille modèle.

■ **Europe (+2,5)** : La zone euro est privilégiée : nous profitons du recul des bourses de la zone pour repasser surexposés. L'Europe ex euro est, quant à elle, renforcée du fait de son caractère jugé défensif dans un contexte où l'incertitude persiste.

■ **Asie (+0,5)** : Le Japon a nettement corrigé au cours des dernières semaines : nous choisissons de reprendre des investissements afin de diminuer la sous-exposition. Sur l'Asie hors Japon nous conservons nos positions neutres par rapport à l'indice.

### MARCHÉ DE TAUX (47%)

■ **États-Unis (-2)** : Le spectaculaire rallye constaté sur les obligations américaines nous conduit à alléger la poche : d'une part, nous pensons que l'aversion au risque va diminuer, et d'autre part les incertitudes sur la dette souveraine américaine (plafond et fin du QE2) militent pour une certaine prudence.

■ **Europe (+1)** : Le stress sur les dettes souveraines périphériques ne se dément pas, ce qui devrait maintenir le phénomène de *flight to quality* ; nous renforçons donc légèrement la poche essentiellement, bien évidemment, sur les souverains considérés les plus sûrs.

■ **Japon (+2)** : Nous poursuivons l'arbitrage taux japonais vs taux américains, car même si le poids en pourcentage du PIB de la dette nipponne atteint des sommets la situation économique délicate de l'archipel nous incite à privilégier les supports de taux.

### MONÉTAIRE (5)

Nous utilisons une partie du cash pour financer nos investissements en actions.

# EN UN CLIN D'ŒIL

## Nos stratégies de taux

		Niveau actuel 14/06/2011	Objectif à court terme	Objectif à 1 an
États-Unis	Fed Funds	0,25	☹️	☹️
	TNote 10 ans	3,08	☹️	☹️
Europe	Taux Refi	1,25	☹️	☹️
	OAT 10 ans	3,38	☹️	☹️
Japon	Taux BOJ	0,10	☹️	☹️
	JGB 10 ans	1,16	😊	☹️

Sources: Groupama AM, Bloomberg

## Notre portefeuille modèle obligataire en € au 14/06/11

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 15/06/11

	Indices 15/06/2011	Prévisions Groupama Asset Management à court terme ( < 3 mois )	
		à 1 an	à 1 an
France (CAC 40)	3808	☹️	😊😊
Euroland (DJ)	271	😊	😊😊
Royaume-Uni (FTSE 100)	5773	☹️	😊
États-Unis (S&P 500)	1272	☹️	😊😊
Japon (Topix)	823	😊	😊
MSCI Asia free ex-japan	557	☹️	😊😊

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°105

8

**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 Dubarbarier / 01 44 56 71 45 / jdubarbarier@groupama-am.fr

**Relations Groupe:**  
Corinne Foucoïn / 01 44 56 79 07 / cfoucoïn@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 Larssonneur / 01 44 56 56 20 / jlarssonneur@groupama-am.fr  
**Développement ISR:**  
Michel Lemonnier / 01 44 56 66 36 / mlemonnier@groupama-am.fr