

# La Lettre

Gestion & Stratégie

Numéro **110**  
Décembre 2011

## SOMMAIRE

Éditorial .....	1
Zoom OPCVM .....	2
Environnement économique .....	3
Propagation rapide de la crise européenne	
Gestions fondamentales .....	4-6
Gestion Monétaire .....	4
Noël un 21 décembre	
Gestion de taux .....	5
De sommet en sommet, l'Europe avance à petit pas	
Gestion Actions .....	6
Une ligne de crête étroite... et toujours pas très loin du précipice	
Gestion diversifiée .....	7
Vivement 2012 ?	
En un clin d'œil .....	8

Achévé de rédiger le 23 décembre 2011  
Une version anglaise est disponible.

## ÉDITO



### Besoin de cohérence

Il n'est pas besoin d'être grand clerc pour anticiper que l'année qui s'ouvre sera aussi placée sous le signe d'incertitudes politiques majeures et de risques extrêmes. Pour apaiser la volatilité qui en résulte, les décideurs publics doivent faire montre de plus de cohérence. Cohérence dans le temps afin d'éviter que ce qui est décidé à un moment (Deauville, octobre 2010) ne soit démenti par la suite (Bruxelles, novembre 2011) s'agissant du choix entre la prévention de l'aléa moral (défaut d'un pays membre de la zone euro) et le caractère automatique des règles de discipline budgétaire. Cohérence dans l'utilisation des différents instruments de régulation entre les chefs d'État qui insistent sur le caractère indéfectible de l'Union Economique et Monétaire et l'Autorité bancaire européenne qui « marque au marché » les obligations souveraines et accélère la mise en œuvre des exigences en capital de Bâle III avec des conséquences potentiellement fortes sur la distribution de crédit dans l'économie. Cohérence, enfin, dans la stratégie déployée: stabilité monétaire et rigueur budgétaire sont indispensables mais sans stratégie de croissance claire et commune, l'euro restera une construction bancale.

**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





## Groupama FP Flexible Allocation.

**Groupama FP Flexible Allocation** est un fonds d'allocation flexible et réactive investi sur les places financières mondiales.

Il vise à délivrer une performance régulière et positive en profitant des périodes de marchés haussiers et en amortissant fortement les périodes de baisses.

Il se caractérise par son approche patrimoniale, puisque la priorité est donnée à la préservation du capital.

Pour mettre en œuvre cette stratégie de gestion, l'équipe de gestion dispose de plusieurs moteurs et indicateurs.

► **La flexibilité de l'allocation** : elle s'exprime au travers de choix d'allocation et de sélection forts qui sont fonction des anticipations de marchés. Cette allocation est toujours réalisée dans le respect du budget de risque dont dispose le fonds afin de ne pas dépasser la perte maximale autorisée.

► **Le budget de risque** : L'objectif de préservation du capital est assuré par un contrôle et un suivi des risques quotidiens au travers du contrôle de la volatilité, limitée à 8 % maximum sur douze mois glissants, et de la perte maximale autorisée qui est de 10 % sur douze mois glissants.

Concrètement, cela signifie qu'en période de très forte perturbation sur les marchés, qui se traduirait par un niveau de volatilité élevé, **Groupama FP Flexible Allocation** réduirait fortement son exposition aux classes d'actifs les plus volatiles.

L'objectif de performance affiché de 7 % annualisé sur cinq ans est donc intimement lié à l'objectif de préservation du capital. Aussi, dans le contexte de volatilité importante que nous traversons sur les marchés depuis plusieurs mois, la priorité est donnée à la préservation du capital. Dans le portefeuille, cela se traduit par une préférence pour le Crédit : Obligations High Yield, Pays Emergents... qui présentent une faible volatilité pour des niveaux de rendements attractifs.

Après un peu plus de trois ans de vie, force est de constater que le processus de gestion du fonds a démontré sa pertinence dans les périodes de stress traversées.

Lancé le 31/07/2008, le fonds a connu trois crises majeures (Faillite de Lehman en 2008, crise grecque en 2010 et crise de la Zone euro en 2011) mettant à l'épreuve la robustesse du processus de gestion. Le fonds a bien traversé ces crises puisqu'il affiche une performance de 8,3 %<sup>1</sup> pour une volatilité de 6 % environ alors que sur la même période les actions européennes et américaines affichent des performances de -4,1 %<sup>2</sup> et +6,84 % en USD<sup>3</sup> au prix d'une volatilité beaucoup plus forte.

Cette performance place le fonds en tête des classements depuis la création.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

<sup>1</sup>Performances du 31/07/2008 au 09/12/2011

<sup>2</sup>MSCI Europe du 31/07/2008 au 09/12/2011

<sup>3</sup>S&P 500 du 31/07/2008 au 09/12/2011

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 s'est comporté le fonds en 2011 ?

En 2011, le fonds enregistre une performance négative de -4,95 % au 09/12/2011<sup>1</sup> ce qui le classe dans le deuxième quartile de son univers. Après un bon début d'année, le fonds a souffert de son exposition aux actifs risqués qui ont connu une forte correction au cours de l'été. Face à la dégradation de la performance, nous avons procédé à de forts ajustements afin de diminuer le risque du portefeuille dans une optique de préservation du capital. Ainsi la part en monétaire a représenté jusqu'à 50 % du portefeuille. À partir du mois d'octobre, l'amélioration de l'environnement économique nous a permis d'augmenter progressivement l'exposition en actifs risqués en privilégiant le crédit. En effet, les perspectives de performances sur cette classe d'actifs étaient proches de celles des actions pour une volatilité beaucoup plus faible.

### ► Quelles sont vos perspectives et comment positionnez-vous le fonds dans ce contexte ?

À court terme, les actifs risqués devraient rester volatils, rythmés par les craintes et satisfactions concernant la résolution de la crise de la Zone euro. Dans ce contexte, nous maintenons notre préférence pour le crédit qui offre des niveaux de portage élevés, de l'ordre de 6 % pour la dette émergente en devises dures et de 9 % pour le High Yield global. Les actions, qui présentent des niveaux de valorisations attractives, ne représentent qu'une part relativement faible des actifs risqués en raison de leur niveau de volatilité. Face à ces expositions en actifs risqués, nous avons mis en place des stratégies d'assurance de portefeuille via des positions acheteuses de dollar et d'obligations américaines qui servent de valeurs refuge en temps de crise. L'allocation actuelle du portefeuille est assez similaire à celle mise en place fin 2008 qui nous avait permis d'enregistrer une performance à deux chiffres en 2009.

<sup>1</sup>Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

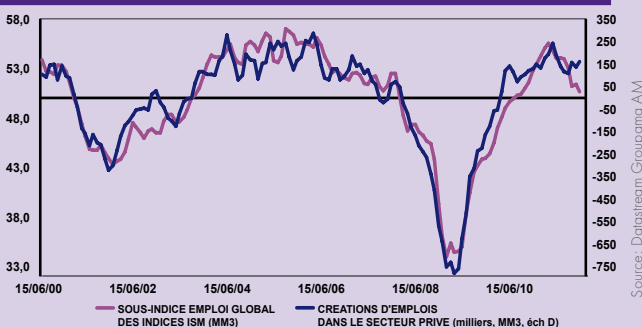


## États-Unis

### RALENTISSEMENT MARQUÉ AU DÉBUT DE L'ANNÉE PROCHAINE

La croissance semble tenir grâce au dynamisme actuel de la consommation des ménages en biens durables. Dans le même temps, la confiance des ménages rebondit parallèlement à la décreue sensible du taux de chômage à 8,6 %. Néanmoins, la forte baisse du taux d'épargne qui a financé la hausse récente de la consommation en l'absence de hausse des revenus devrait s'arrêter, comme l'indique déjà sa remontée du mois d'octobre : les refinancements hypothécaires diminuent sensiblement et la situation financière des ménages se tend comme le montrent le ralentissement de la consommation de biens non-durables, l'atonie de la consommation de services et l'écart important du taux d'épargne (3,6 %) avec son niveau fondamental, entre 5 % et 6 %. Les revenus salariaux devraient même ralentir en raison d'un net affaiblissement des créations d'emplois au début d'année prochaine comme l'indiquent les sous-indices « emplois » des indices ISM et la remontée du taux de chômage qui dégraderait la confiance des ménages. La consommation des ménages devrait alors être atone au premier semestre de l'année prochaine, entraînant une croissance terne, qui sera également affectée par le ralentissement marqué du commerce mondial. La croissance devrait retrouver des couleurs au second semestre de 2012.

### États-Unis : le sous-indice emploi reconstitué des indices ISM annonce un fort ralentissement des créations d'emplois dans le secteur privé qui ne devrait pas dépasser 50 000



## Zone euro

### CONTRACTION DU PIB JUSQU'À LA FIN DU PREMIER SEMESTRE

La croissance s'est maintenue à 0,2 % au troisième trimestre, soutenue par des exportations toujours dynamiques pour l'ensemble des pays de la zone euro et un rattrapage de la consommation (+0,3 % T/T vs -0,4 %) en France et Allemagne. En revanche, la consommation et l'investissement ont diminué dans la plupart des autres pays. Après sa chute de septembre, la production industrielle s'est juste stabilisée en octobre : le choc violent sur l'activité du mois de septembre conduirait une contraction au quatrième trimestre, de l'ordre de 0,4 % pour l'ensemble de la zone euro. Cette récession, quasi-générale mais particulièrement forte en Italie, devrait même s'amplifier au premier trimestre, notamment en Espagne où l'indice d'activité plonge dans les services. Au-delà de l'incertitude concernant la crise européenne, les entreprises vont en effet devoir s'adapter à un niveau plus faible d'activité en coupant dans leurs dépenses d'investissement et dans leur masse salariale. La France pourrait être particulièrement touchée en raison d'une situation financière fragile des entreprises et du sévère durcissement de leurs conditions de crédit. La baisse de la consommation devrait alors suivre parallèlement à la dégradation du marché de l'emploi, après un quatrième trimestre correct en France et en Allemagne, mais négatif dans les autres pays. La croissance reviendra avec une justesse des décisions à propos de la gouvernance européenne qui ramènera la confiance des acteurs économiques européens dont la chute est à l'origine de cette récession.

### Zone euro : Le PIB devrait se contracter de 0,4 % au quatrième trimestre

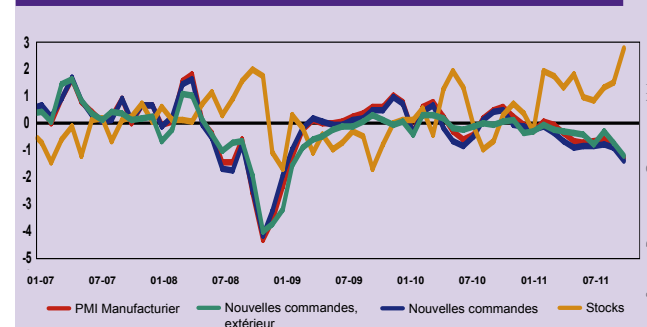


## Chine

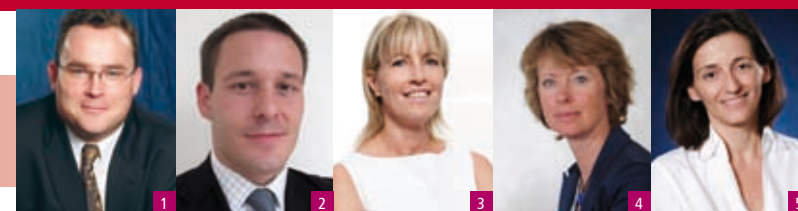
### ASSOULPISSEMENT MONÉTAIRE FACE À LA DÉGRADATION DE LA CONJONCTURE

La décélération de l'activité s'accroît dans le secteur industriel, affecté par le ralentissement de la demande extérieure, particulièrement marqué en provenance de la zone euro. Le fort gonflement des stocks des producteurs laisse craindre une poursuite de la détérioration des indicateurs d'activité dans le secteur manufacturier. La demande intérieure ralentit également sous l'impact du retournement de l'immobilier résidentiel qui devrait se poursuivre au vu des mises en chantier, mais qui reste à ce stade graduel. En dépit d'une consommation des ménages toujours dynamique, grâce au reflux sensible de l'inflation de 5,5 % à 4,2 %, les autorités monétaires ont décidé une réduction du taux de réserves obligatoires de 50 centimes, qui pourrait être renouvelée, afin d'éviter une pénurie de liquidités qui affecterait les PME. Une relance budgétaire en faveur des ménages pourrait même être décidée dans le cas d'un affaiblissement marqué du marché de l'emploi l'année prochaine, afin de rassurer des ménages inquiets de la situation économique. L'appréciation du yuan face au dollar devrait se réduire sensiblement.

### Chine : la détérioration des nouvelles commandes a conduit à un restockage subi dont la résorption pèsera sur la production future (indices, centrés, normés)



# GESTIONS FONDAMENTALES



## ■ De désespoir, en espoirs.

Le chemin sera long, délicat à négocier, mais notre scénario 2012 n'intègre pas de sortie de route. Trois espoirs sous-tendent cette posture dans la morosité actuelle, dans l'ordre : politique, économique et technique. Nous gardons l'espoir politique que, d'une manière ou d'une autre, avec la BCE en dernier recours si nécessaire, et de manière socialement acceptable, les traités progressent vers plus de fédéralisme et qu'on avance vers la mutualisation de la dette. Nous avons l'espoir que l'économie ne marquera qu'une contraction douce, sans qu'un « credit crunch » ne s'installe et ne la transforme en une réelle récession. Nous nous appuyons enfin sur l'espérance du raisonnement fondamental technique que ce soit sur les valorisations des actions, même après une forte baisse des bénéficiaires, ou sur les taux de défaut des entreprises au regard des primes de risque des obligations. Cette espérance pour 2012 n'exclut pas une forte volatilité dans les prochains mois ; nous maintenons donc pour l'instant une posture prudente dans nos portefeuilles.

P-H. B.

### 1- Philippe-Henri Burlisson

Directeur des Gestions Fondamentales

### 2- Thomas Prince

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 Monétaire

### BANQUES CENTRALES

#### ■ Noël un 21 décembre

Pendant que la FED soliloque sur une communication plus transparente et envisage d'être plus précise sur ses objectifs à long terme, l'agitation politique bat son plein en Europe sur des marchés totalement disloqués. Finalement, les Européens accouchent dans la douleur d'un « préaccord » à 26 pour réviser les traités en faveur de plus de rigueur budgétaire. Malgré la défection du Royaume-Uni, cet accord est de nature à rassurer la BCE qui ouvre alors les vannes de la liquidité en grand. Au menu, des liquidités disponibles jusqu'à trois ans pour un montant illimité, l'assouplissement des critères d'éligibilité des actifs acceptés contre ces liquidités, la division par deux du montant des réserves obligatoirement constituées par les banques, le tout sur une petite baisse du taux directeur de 25 centimes. En y ajoutant l'assouplissement des conditions d'obtention de dollar, plus aucune banque européenne n'a de prétexte pour avoir un problème de liquidité en zone euro. Ces liquidités vont probablement se transmettre

aux PME notamment grâce à la toute nouvelle éligibilité des prêts PME aux opérations de refinancement de la BCE, en revanche rien n'est moins sûr en ce qui concerne les titres d'état. Les banques pourraient préférer couvrir leurs besoins de refinancement dans un premier temps en attendant de savoir quel traitement leur sera finalement réservé en 2012 (EBA, Bâle,...), l'opération de liquidité à trois ans prévue pour février 2012 leur laissant toute leur marge de manœuvre. Bref, rendez-vous le 21 décembre pour le résultat de la première opération BCE trois ans et souhaitons nous que l'année 2012 soit, rapidement, celle d'un nouveau traité Européen crédible.

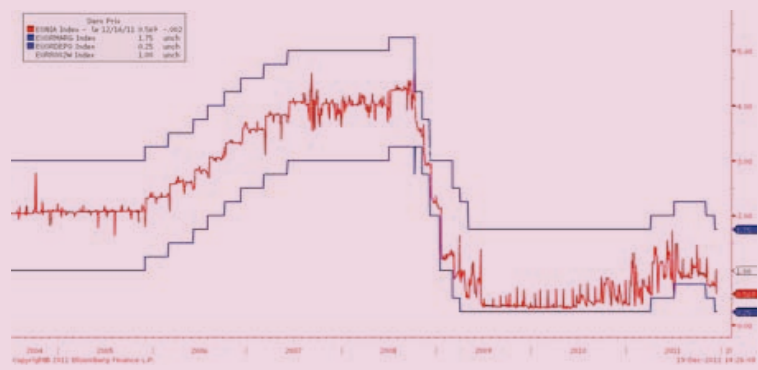
### UN MOT SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

#### ■ Stratégie de gestion

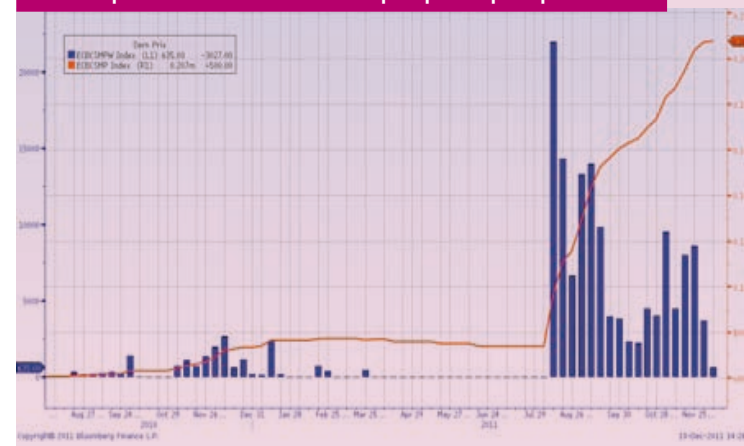
Dans cet environnement, nous rallongeons notre horizon d'investissement et saisissons les opportunités notamment sur les *spreads* des émetteurs bancaires.

T. P.

Corridor, taux de refinancement & EONIA  
Moyenne EONIA en novembre 0.78471% ;  
et depuis le début d'année : 0.89692 %



Historique des achats de dettes périphériques par la BCE



## Gestion de taux

### TAUX LONGS

■ **Le calendrier européen a, une fois de plus, rythmé les marchés ces dernières semaines.** Le sommet du 9 décembre, en avançant sur la question politique d'une plus grande intégration budgétaire, a mis en avant la volonté des États de traiter les problèmes de fond de la zone afin d'apporter une réponse structurelle à la crise. L'accord conclu reste néanmoins incomplet au regard des volets croissance et solidarité au sein de la zone euro.

Ces avancées en termes d'intégration budgétaire n'ont pas suffi à calmer la défiance des investisseurs, ni des agences de notation. L'absence de solution globale à la crise continue de nourrir la volatilité des marchés.

La crise de la dette en zone euro va rester le principal point d'attention dans les mois à venir. Notre scénario central repose sur l'amélioration lente et progressive de la gouvernance en zone euro et sur un renforcement de l'intégration économique et budgétaire, étape par étape. Cela ne va donc pas se faire sans heurt ni volatilité, et les risques restent présents.

D'un point de vue économique, la zone euro entre, en cette fin d'année, dans une phase de récession modérée, avant un rebond attendu pour le second semestre 2012. Dans ce contexte, nous anticipons une stabilité des taux core (allemands) à trois mois. L'impact de l'affaiblissement économique va compenser la baisse progressive de la prime de liquidité dont bénéficie l'Allemagne et le risque de dégradation généralisée des notations des États de la zone euro par les agences. À horizon fin 2012, la plus forte intégration

européenne couplée avec le retour de la croissance modérée devrait favoriser la remontée des taux.

Du côté de la France, les incertitudes politiques alimentées par l'entrée du pays en période électorale, le risque de voir le pays manquer ses cibles budgétaires ainsi que les risques pesant sur son *rating* sont de nature à pousser sa prime de risque contre l'Allemagne à la hausse au cours des premiers mois de l'année (cible à 160bp avec une probabilité de retour sur les 200 bp). À horizon fin 2012, l'incertitude politique devrait être levée et la gouvernance globale en zone euro améliorée. Ces facteurs militent pour un resserrement de la prime de risque sur la seconde partie de 2012, avec néanmoins un spread qui demeure sur des niveaux supérieurs aux spreads historiques (autour de 100 bp).

Du côté des pays périphériques, la prudence en début d'année continue de s'imposer, dans un contexte de volatilité, de flux d'émissions importants et du maintien de la pression de la part des agences de notation. À plus long terme, la résolution progressive de la crise devrait pousser les primes de risque de ces pays au rétrécissement et entraîner une convergence des taux vers ceux des pays core.

De l'autre côté de l'Atlantique, le ralentissement économique, qui va s'amplifier en début d'année, couplé à la poursuite des problématiques budgétaires, devrait maintenir les taux proches des niveaux actuels sur la première partie de l'année. À plus long terme, le retour vers une croissance molle, la problématique budgétaire toujours en cours ainsi que la période électorale entraîneront une remontée des taux américains.

### CRÉDIT

■ **La sortie de crise va encore être longue et volatile,** la prudence à court terme sur le crédit demeure, renforcée par un contexte de raréfaction structurelle de la liquidité.

À plus long terme, dans un environnement de récession « douce » et tenant compte des primes de risque offertes, la classe d'actifs reste attractive : les taux sont bas et les *spreads* de crédit incorporent des taux de défaut implicites extrêmes.

### INDEXÉES INFLATION

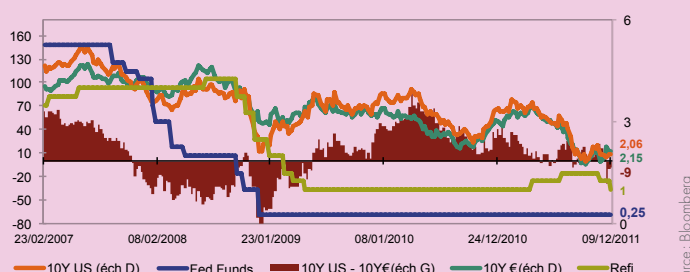
■ **L'évolution des primes de risque des États est restée le principal facteur explicatif** de la performance des indexées inflation. La poursuite de la volatilité pourrait encore chahuter la classe d'actifs. À plus long terme, les valorisations des anticipations d'inflation restent attractives, particulièrement sur les maturités courtes.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

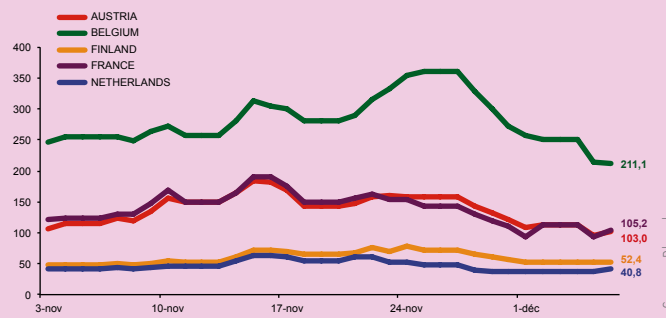
■ **Nous abordons le passage de cette fin d'année et l'entrée en 2012** en conservant le positionnement global adopté ces derniers mois dans le contexte de crise en zone euro : neutralité en termes directionnel taux, sous-pondération des pays périphériques, maintien d'une sous-exposition sur le crédit.

G. M.

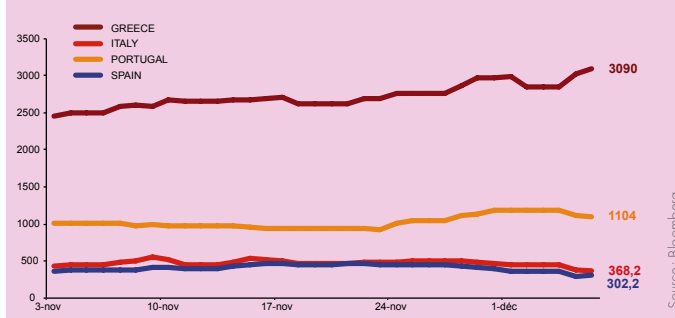
### Évolution des taux courts et longs aux États-Unis et en zone euro



### Spreads Pays Core 10 ans



### Spreads Pays Périphériques 10 ans



## Gestion Actions

### PRÉVISIONS DE RÉSULTATS ET VALORISATIONS

#### ■ Prévisions de résultats: poursuite des révisions baissières.

- La zone euro, désormais en récession, affiche les révisions de BPA les plus négatives.
- De fait, nous prévoyons désormais une baisse de 9% des résultats en zone euro ainsi qu'une croissance nulle aux États-Unis en 2012.

#### ■ La sous valorisation des marchés actions est à relativiser.

- Les marchés actions conservent un potentiel de revalorisation mais dans un contexte de révision des profits à la baisse et d'une croissance long terme vraisemblablement plus faible.

### AUTRES FACTEURS

#### ■ Liquidités: si les retraits dans les fonds d'actions européens sont modestes, ils reprennent de la vigueur dans les fonds d'actions américains.

- De nouveau un important ralentissement des opérations financières: l'appétit des prédateurs se refroidit. À l'inverse, des augmentations de capital sont prévues pour certaines banques.

#### ■ Analyse graphique: les marchés résistent mais les inquiétudes persistent pour 2012.

- La tendance est plutôt positive pour la fin de l'exercice et le rallye peut perdurer plusieurs mois.
- Mais la dégradation des graphiques « long terme » laisse persister la crainte d'un retournement à la baisse dans le courant de 2012.

### PERSPECTIVES

#### ■ Perspectives: de sommet en sommet, une ligne de crête étroite... et toujours pas très loin du précipice.

- Chaque sommet européen entraîne un (petit) pas de plus vers la résolution de la crise de la dette. Mais l'horizon des investisseurs est plus pressant que le temps dont disposent les politiques, et s'accommode mal des hésitations, pressions contraires et risques électoraux inhérents au monde politique. Par ailleurs, si l'Europe progresse lentement vers l'intégrité budgétaire et le redressement à terme des finances publiques, le volet « pare-feu » des dettes publiques reste fragile. Enfin, rien n'est encore à l'ordre du jour côté croissance, grande absente des discussions.
- La ligne de crête est donc particulièrement délicate, et le news flow chaotique à venir dans les prochains mois augure à nouveau d'une forte volatilité.

- Parallèlement, l'environnement macro économique est toujours difficile: politiques d'austérité et durcissement des conditions de crédit vont peser sur les profits des entreprises. Nous avons ainsi ajusté à la baisse nos prévisions de croissance 2012 à -9% pour la zone euro, très en deçà de celles du consensus des analystes: le risque de surprises négatives est donc important.
- Nous avons donc légèrement corrigé nos anticipations à un an, qui restent modestement positives, en privilégiant toujours l'Asie. Ces prévisions, de même que nos perspectives nulles à trois mois, masquent toujours l'anticipation de nombreux chocs de volatilité au cours de l'année 2012.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

- Nous avons conservé notre sous exposition aux valeurs financières (banques et assurances), même si le risque systémique s'est éloigné grâce à la BCE. Nous privilégions toujours la technologie ainsi que les valeurs exposées à la consommation des pays émergents, mais nous avons cependant réduit notre exposition au secteur automobile.

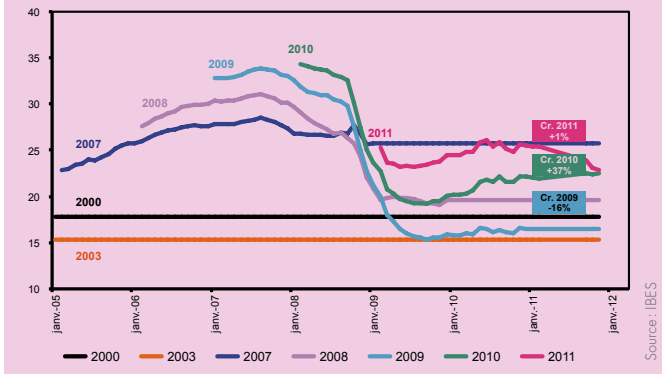
C. CO.

### Principaux indices boursiers

	14/12/11	Var. 2011 en euros
DJ Euro Stoxx 50	2206	-21,01%
SBF 250	2207	-21,19%
CAC 40	2976	-21,78%
FTSE 100 (UK)	5367	-7,24%
S&P 500	1212	-0,19%
Nasdaq	2539	-0,85%
Topix (Japon)	737	-11,81%

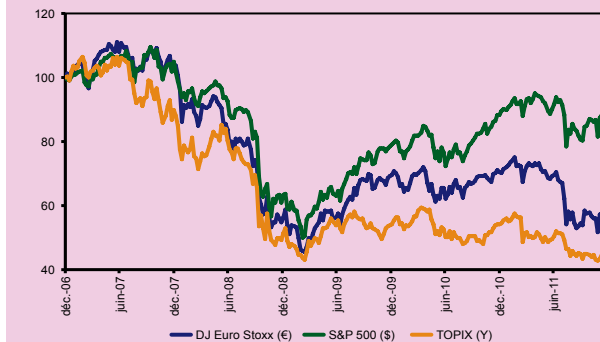
Source: Databstream

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



Source: IBES

### Performances des indices boursiers internationaux en devise locale



Source: Databstream



## La tendance

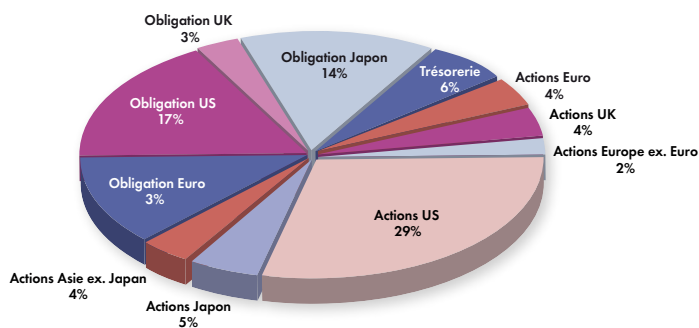
### Vivement 2012 ?

Dieu que l'escalade de ces sommets européens s'avère longue et pénible quand leur descente est si rapide ! Il est en effet pour le moins décevant de constater que le couple Merkozy n'aura pas réussi à ré-enchanter plus de quelques heures des investisseurs bien las et dont le vœu le plus cher semble être de tirer un trait au plus vite sur cette année exécration. Vivement 2012 ? Mais le chantier pour 2012 en zone euro est si immense qu'afficher de l'optimisme en pareil cas paraît bien téméraire ; tout juste peut-on miser sur le non éclatement de la zone euro mais pour le reste ? Peut-être peut-on aussi se risquer à qualifier la sévérité de la récession à venir ; de l'avis des experts en général, et des nôtres en particulier, le qualificatif de molle peut légitimement lui être attribué. Bref pas forcément encourageant, et en tous cas pas suffisamment convainquant pour se gorger d'actifs à risque quand on est (paraît-il) un investisseur européen avisé. L'investisseur étatsunien quant à lui peut apparaître par contraste privilégié ; d'une part, il a évidemment évité la dégringolade magistrale subie par ses confrères à travers la planète financière (le Dow Jones affiche brillamment un score positif pour 2011) et

d'autre part, il dispose incontestablement d'un horizon a priori plus dégagé. En effet, il peut déjà être en mesure de confirmer l'existence (et la persistance) de la croissance économique sur son territoire et il possède en la personne de son banquier central un allié de poids. De cela, il est parfaitement conscient : ainsi, selon un sondage récent 70 % des investisseurs plébiscitent la politique mise en œuvre par Ben Bernanke. Certes, le fait d'avoir doublé la taille du bilan de la FED pour des résultats, notamment sur l'emploi, bien mitigés lui attire des critiques acerbes de la part des parlementaires mais les investisseurs adorent. Ils en redemandent même : à ce stade un nouveau tour de *twist* va leur être proposé mais ils en voudraient plus : un QE 3 par exemple les ravirait. Pour cela, il leur faudra encore patienter, mais en cas de nouvelles tensions en zone euro...

Quel contraste avec les investisseurs européens ! Et s'il peut apparaître d'une banalité affligeante de privilégier les actifs défensifs dans un tel contexte il est bien difficile d'afficher un optimisme à tout crin !

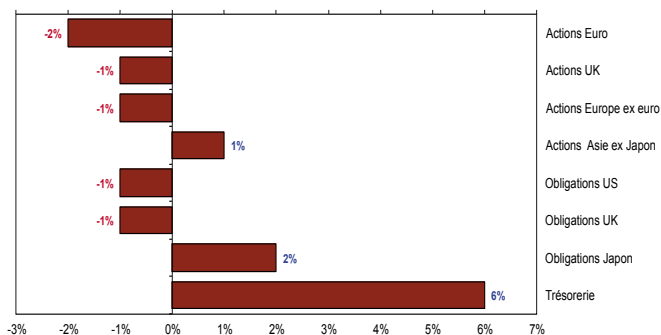
## Portefeuille modèle



Portefeuille arrêté au 13/12/2011. 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 46% / Monétaire 6%

Force est de constater que les convictions manquent à la prise de risques. Les perspectives de croissance « molle » pour les États-Unis, de récession « douce » pour la zone euro, et d'atterrissage « piloté » en Chine n'encouragent pas à remettre du risque en portefeuille. Bien au contraire, l'issue d'une sortie de crise rapide en Europe semble être écartée et les problèmes de gouvernance européenne bien présents. À ce titre, on sous-pondère les actions en portefeuille de deux points, un sur l'Europe et un sur le Japon.

### MARCHÉ D'ACTIONS (48)

**États-Unis (=) :** On continue de privilégier le marché américain, qui tient envers et contre tout. La belle progression en 2011 des bénéfices par actions (BPA), tout comme la performance boursière du marché américain sont à saluer. Certes 2012 s'annonce plus morose, avec des BPA au mieux stables, mais en relatif aux autres marchés, cela paraît déjà bien plus attractif.

**Europe (-1) :** La crise de gouvernance en zone euro semble profonde, les pays *core* sont dorénavant au cœur des préoccupations des agences de notation, France et Italie en tête, mais Allemagne également... et le temps va bientôt manquer à nos gouvernants. La BCE va-t-elle finir par monétiser une partie du problème ? Rien n'est moins sûr, en conséquence de quoi, on accentue notre sous exposition à la zone.

**Asie / Japon (-1) :** Nous revenons à la neutralité sur le Japon, sur fond de perspectives économiques moroses pour les trimestres à venir. Le retour de la déflation dans un contexte d'affaiblissement continu de la croissance mondiale sera peu propice au marché cyclique japonais. Nous conservons notre surexposition sur l'Asie hors Japon.

### MARCHÉ DE TAUX (46)

**États-Unis (=) :** Le stress actuel maintient toujours les taux 10 ans américains à quasi parité avec les taux allemands. La poursuite du *Twist* et les perspectives d'un possible QE 3 début 2012 nous amènent à voir les taux longs rester au moins sur ces niveaux à court terme.

**Europe (=) :** Après une brève correction, la fuite vers la qualité a de nouveau profité aux obligations allemandes. Les obligations souveraines *core* et périphériques continuent d'être malmenées et leurs taux se stabilisent à des niveaux toujours élevés, ce qui sera d'autant plus problématique pour le refinancement des états début 2012.

**Japon (=) :** Nous conservons la légère sous-exposition aux taux japonais, le marché obligataire nippon ne semblant pas particulièrement à privilégier dans cette phase de refuge vers la qualité.

### MONÉTAIRE (6)

Le cash est renforcé de deux points.

# EN UN CLIN D'ŒIL

## Nos stratégies de taux

		Niveau actuel 13/12/2011	Objectif à court terme	Objectif à 1 an
États-Unis	Fed Funds	0,25	😊	😊
	TNote 10 ans	2,03	😊	😞
Europe	Taux Refi	1,00	😊	😊
	Bund 10 ans	2,06	😊	😞😞
	Spread Fr/All	149bp	😞😞	😊😊
Japon	Taux BOJ	0,10	😊	😊
	JGB 10 ans	1,01	😞	😞😞

Sources : Groupama AM, Bloomberg

## Notre portefeuille modèle obligataire en € au 13/12/11

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 13/12/11

Indices	Prévisions Groupama Asset Management à court terme à 1 an (< 3 mois)		
	13/12/2011		
France (CAC 40)	3090	😊	😊
Euroland (DJ)	220	😊	😊
Royaume-Uni (FTSE 100)	5428	😊	😊
États-Unis (S&P 500)	1236	😊	😊
Japon (Topix)	741	😊	😊😊
MSCI Asia free ex-japan	464	😊	😊😊

Sources : Groupama AM, Bloomberg

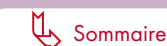
## Perspectives sectorielles

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°110

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

**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 56 56 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