

La Lettre

Gestion & Stratégie

Numéro 109
Novembre 2011

SOMMAIRE

Éditorial	1
Zoom OPCVM	2
Environnement économique	3
Désordres mondiaux	
Gestions fondamentales	4-6
Gestion Monétaire	4
Un référendum trop loin	
Gestion de taux	5
La crise de la dette s'étend en zone euro	
Gestion Actions	6
Un chemin long et difficile	
Gestion diversifiée	7
Des nerfs à rude épreuve	
En un clin d'œil	8

Achevé de rédiger le 24 novembre 2011
Une version anglaise est disponible.

ÉDITO



Antidote

Les *money market funds* américains ont fortement réduit leurs expositions sur les banques françaises ces derniers mois.

Les grandes banques britanniques viennent de faire la même chose sur leurs consoeurs du sud de la zone euro. Les banques européennes vont sans doute être obligées de réduire leurs financements sous forme de prêts aux économies émergentes dont elles assurent aujourd'hui 75% (donnée BRI).

La faillite de Lehman avait provoqué un infarctus du système financier international. Les massages cardiaques des autorités politiques et monétaires avaient réussi à sauver le patient. La crise de la dette souveraine agit différemment, comme un poison qui se diffuse progressivement dans toutes les veines de ce système financier. Il a besoin de l'antidote d'une confiance retrouvée. Le temps presse.

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 Risk Premium ou l'approche par les primes de risque

Né de notre partenariat exclusif avec la société DPA Invest, **Groupama Risk Premium** vient enrichir notre offre de produits.

Ce fonds d'allocation Total Return international vise à créer de la valeur en fonction de la cherté des actifs au travers d'un processus d'allocation réactif basé sur les primes de risque.

La stratégie mise en œuvre dans **Groupama Risk Premium** repose sur les constats suivants :

- › L'évolution de l'allocation d'actifs est une nécessité dans la gestion d'un portefeuille
- › Pour l'investisseur à moyen terme, cette nécessaire évolution doit prendre en compte le niveau de cherté des actifs
- › Les primes de risque permettent d'appréhender la cherté de ces actifs - La prime de risque traduit l'écart existant entre la rentabilité attendue d'une classe d'actifs et le rendement d'un actif sans risque comme le monétaire.

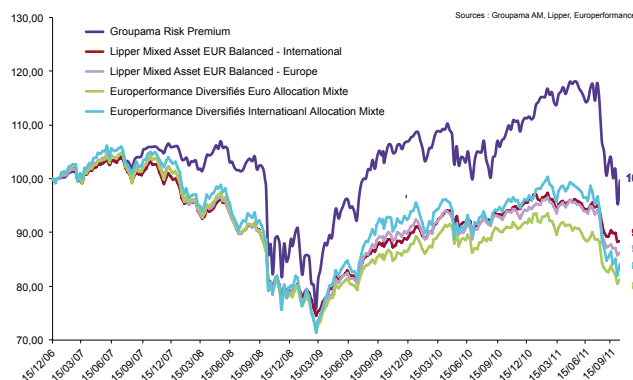
L'approche par les primes de risque offre une clé de lecture pertinente. Elle permet à l'investisseur de moyen terme de mieux « lire » et traverser les cycles de marché, en optimisant notamment la prise de risque dans le portefeuille.

Groupama Risk Premium présente une réelle opportunité d'investissement grâce à sa capacité à identifier les classes d'actifs qui présentent le meilleur potentiel de performance. Les primes de risque atteignent aujourd'hui des niveaux extrêmes avec, par exemple, des primes de risque historiquement élevées pour les actions et a contrario des primes de risque négatives sur les classes d'actifs refuges (Bund, U.S. Treasuries, Yen).

Une fois l'allocation d'actifs définie en intégrant les primes de risque et éventuellement des facteurs de plus court terme, l'investissement effectif se fait sur des supports financiers très liquides comme les contrats futures permettant de profiter de la volatilité en s'ajustant rapidement à des environnements économiques et financiers changeants.

Les gérants délégués, Olivier Davanne et Thierry Pujol, démontrent avec l'historique de performance de 5 ans dont dispose la stratégie, qu'une gestion d'allocation réactive et dynamique est capable de générer, sur le long terme, une meilleure performance qu'une gestion benchmarkée traditionnelle.

En effet, **Groupama Risk Premium** surperforme très nettement, depuis sa création¹ l'ensemble des indices diversifiés Lipper et Europerformance : **Groupama Risk Premium** représente une solution d'investissement innovante et adaptée pour des investisseurs de moyen et long terme qui souhaite optimiser leur prise de risque.



¹ Performances nettes depuis le 15/12/06 et jusqu'au 31 octobre 2011 - reprise de la gestion par Groupama Asset Management le 30/09/11
 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, 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

› Quel rôle joue l'indicateur de référence (50% MSCI Europe - 50% JPM EMU Government bond) ? S'agit-il d'un benchmark?

Cet indicateur de référence équilibré ne constitue pas une contrainte de gestion mais fournit une indication sur les performances et le profil de risque que l'investisseur peut attendre dans la durée lorsqu'il investit dans le fonds. Mais, comme le fonds s'adapte aux cycles de valorisation, la prise de risque est réduite relativement à cet indicateur de référence quand les marchés offrent peu d'opportunités à moyen terme – c'était le cas en 2007 - et au contraire augmentée dans les périodes où les primes de risque le justifient.

› Quelle est votre allocation d'actifs actuelle ?

La crise financière de la zone euro a profondément modifié les primes de risque. Les valorisations des actifs risqués se sont effondrées tandis que les actifs refuges sont devenus exceptionnellement chers. La prise de risque à moyen terme est ainsi très bien rémunérée dès lors que l'on croit que la situation peut certes rester très tendue à court terme, mais qu'à moyen terme les efforts de rééquilibrage budgétaires stabiliseront les pays atteints aujourd'hui par la contagion de la crise grecque. **Groupama Risk Premium** a ainsi sensiblement augmenté sa prise de risque globale, mais bénéficie de la flexibilité nécessaire pour optimiser cette prise de risque. Ainsi, les actions américaines sont privilégiées relativement aux actions européennes. Et les positions vendeuses prises sur les actifs refuges très surévalués (bund, yen...) semblent être une façon attractive de se positionner pour bénéficier de la volatilité actuelle des marchés (car ces positions sont gérées dynamiquement) et d'une sortie de crise progressive.

1 - Olivier Davanne (DPA Invest)

Cogérant délégué de Groupama Risk Premium

2 - Thierry Pujol (DPA Invest)

Cogérant délégué de Groupama Risk Premium



États-Unis

DES MÉNAGES TOUJOURS PLUS PESSIMISTES

Affichée à 2,0 % après +0,7 %, la croissance a repris des couleurs au troisième trimestre grâce à l'investissement et à la consommation qui ont bénéficié de la baisse des taux longs. Mais, les renégociations de crédits hypothécaires, dont la sensible augmentation est à l'origine de la forte baisse du taux d'épargne des ménages à 3,5 %, ont atteint leur pic. Face à des revenus nominaux qui n'augmentent plus depuis trois à quatre mois et à un marché du crédit toujours fermé pour une bonne partie des ménages, leur consommation devrait alors se contracter d'ici le début de l'année prochaine. Le pessimisme croissant des ménages devrait être confirmé par trois facteurs possibles. D'abord, le taux de chômage devrait augmenter sensiblement à cause de l'affaiblissement des créations d'emplois de 100 000 à moins de 50 000 par mois, conséquence du durcissement des conditions de crédit pour les PME et du cycle normal de productivité pour les grandes entreprises. Ensuite, la remontée des prix du baril (+30 % en un mois) devrait ponctionner sensiblement le pouvoir d'achat. Enfin, une absence d'accord budgétaire entre démocrates et républicains assombrit davantage la gouvernance américaine et entretient le pessimisme des ménages. Les indicateurs avancés devraient alors se détériorer d'autant plus que l'économie européenne se dégradera et une nouvelle récession, douce, devrait s'enclencher.

Zone euro

ENTRÉE EN RÉCESSION

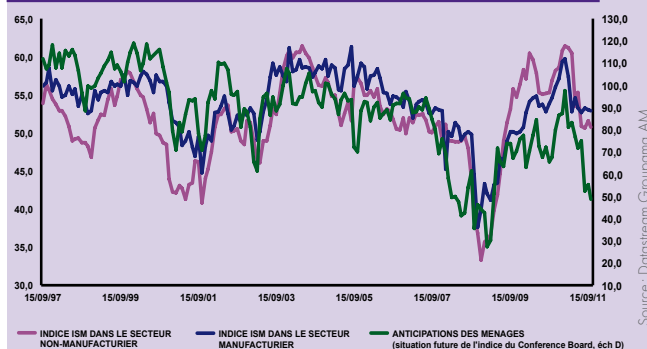
La croissance s'est maintenue à 0,2 % au troisième trimestre, grâce à la France (+0,4 %) et à l'Allemagne (+0,5 %) qui ont bénéficié de la bonne tenue de la consommation pour la première et de l'investissement pour la seconde. En revanche, en dépit du soutien de l'extérieur, l'Espagne a enregistré une stabilité de son activité et le PIB s'est contracté dans les petits pays comme probablement en Italie, qui est entrée en récession. La demande intérieure de l'ensemble de la zone euro est profondément affectée par l'attente des agents en prise à trop d'incertitude concernant la résolution de la crise de gouvernance européenne. Nous anticipons pour l'heure une récession douce, confirmée par le nouveau président de la BCE, Mario Draghi. Dès le quatrième trimestre, la zone euro devrait ainsi enregistrer une contraction de son activité qui devrait se poursuivre au premier semestre 2012, comme le suggèrent les indicateurs avancés. La France n'y échappera pas. L'Allemagne devrait être touchée avec un trimestre de retard. Si les tensions ne s'apaisent pas sur le marché de la dette publique, une pénurie du crédit (credit crunch) sera alors d'autant plus probable que le système bancaire devra réduire la taille de son bilan pour renforcer sa solvabilité : dans ce cas, la récession sera bien plus sévère.

Chine

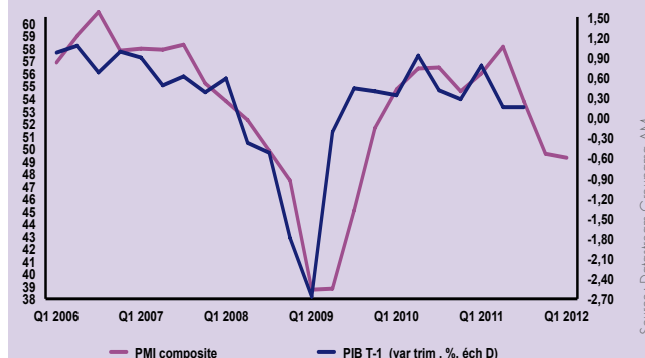
UN YUAN EN VOIE DE STOPPER SON APPRÉCIATION FACE AU DOLLAR

L'activité poursuit une trajectoire de *soft landing*. Les composantes de la demande qui s'affaiblissent sont le commerce extérieur et l'immobilier. Toutefois les risques d'une chute violente des prix immobiliers sont surestimés car la demande reste globalement solide en dépit des difficultés que connaissent certains promoteurs immobiliers. La consommation demeure le point fort de la demande, d'autant que la hausse des salaires maintient son rythme et que l'inflation devrait baisser. Les PME restent en revanche le sujet de préoccupation majeur : elles enregistrent un sensible ralentissement de leur activité et voient leur accès au crédit bancaire se restreindre. C'est pourquoi le gouvernement a décidé d'augmenter les plafonds de crédit bancaire vers ces emprunteurs, même si la politique monétaire est dans une phase d'attente face aux incertitudes concernant l'ampleur du retournement de l'inflation et de la décélération de l'activité à venir. Il est en revanche probable que la Chine stoppe l'appréciation de sa devise face au dollar compte tenu de la forte augmentation de son taux de change réel due à la dépréciation des monnaies des émergents.

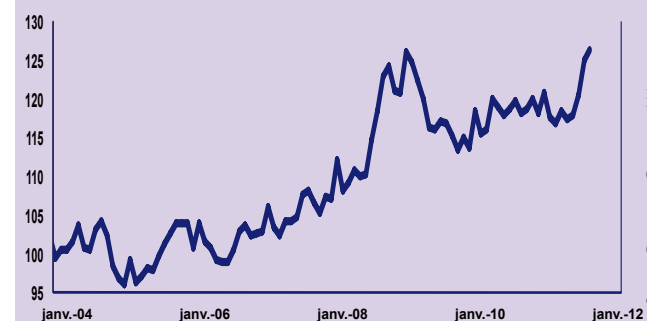
États-Unis : les ménages toujours très pessimistes, maintien de la confiance des grandes entreprises

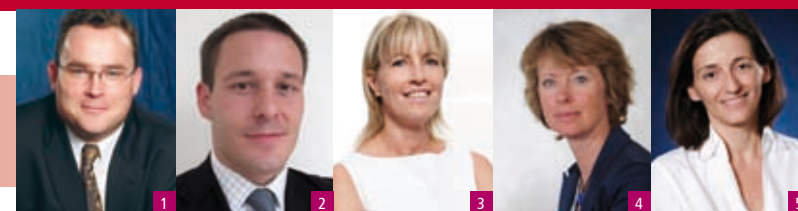


Zone euro : entrée en récession



Chine : forte appréciation du taux de change effectif réel





Mille-feuille de flous

La première couche de flou vient des Politiques. Les marchés étaient suspendus à leurs lèvres aux sommets des 21/07 et 26/10. Force est de constater qu'avec leurs mises en œuvre laborieuses ce sont les primes de risques, la volatilité et l'incertitude qui atteignent des sommets. La sphère bancaire est aussi très contributrice aux multiples manques de visibilité, que ce soit du côté de leur besoin en capitaux, de leur capacité future à financer l'économie ou encore de leurs postures sur les marchés qui réduisent la liquidité à néant. Enfin, les fondamentaux ajoutent des sources d'opacité avec un environnement économique à venir qui oscille entre récession douce et sévère avec toutes les conséquences pour la sphère réelle et les entreprises. On peut encore ajouter une couche en provenance des agences de notation pour faire bonne mesure. Le diagnostic global ne s'est pas vraiment aggravé par rapport à ce que nous présentions précédemment; en revanche, la visibilité s'est détériorée et milite pour une posture particulièrement prudente.

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

■ Aux états-Unis, alors que les nouvelles économiques sont plutôt meilleures qu'attendues, Bernanke affirme que la Fed est prête à en faire plus, notamment sur le front hypothécaire, si nécessaire. L'Europe, elle, s'enfoncé dans la crise souveraine au risque d'y entraîner le reste du monde. Les tribulations grecques autour d'un référendum, qui finalement et heureusement ne verra pas le jour, sont venues gâcher l'accord du 26 octobre pourtant porteur de réelles avancées sur la gouvernance dans la zone Euro. Du côté de la BCE, Mario Draghi surprend agréablement les marchés en annonçant une baisse de taux de 25 points de base votée unanimement lors de son premier meeting. Dans l'ensemble, il adresse un message de continuité de la politique menée par son prédécesseur. Il justifie son intervention par une détérioration des prévisions de croissance jugées significativement à la baisse pour 2012 et en confirmant l'approche différenciée entre décisions de taux et mesures non conventionnelles. Cependant, malgré la décision de taux et l'accélération des achats dans

le cadre du SMP, les spreads souverains européens se sont massivement renchérissés, l'écart Allemagne France touchant les 200 points de base. Somme toute, malgré leur volonté politique, les dirigeants européens n'ont pas été capables de rassurer les marchés et la fin d'année s'annonce chahutée.

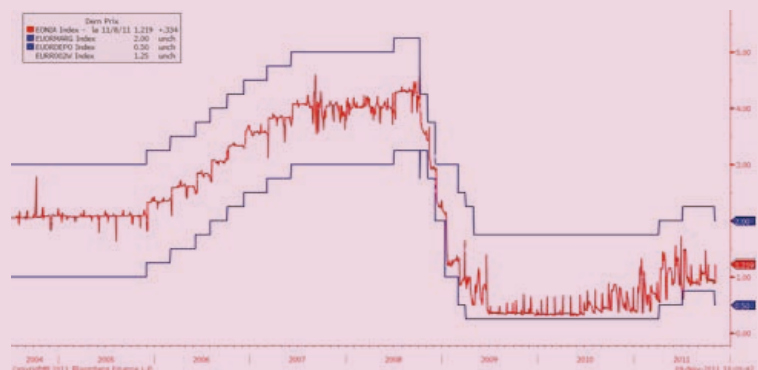
UN MOT SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

■ Stratégie de gestion

Nous privilégions toujours les taux variables aux taux fixes, le marché ayant déjà largement intégré la baisse des taux. Prudents dans nos choix d'investissement, nous nous limitons à des maturités courtes.

T. P.

Corridor, taux de refinancement & EONIA
Moyenne EONIA en octobre 0.9835%;
et depuis le début d'année: 0.904 %



Historique des achats de dettes périphériques par la BCE



Gestion de taux

TAUX LONGS

■ **Les marchés ont mis plein d'espoir dans les autorités européennes** et ont trouvé une réponse plutôt favorable lors du sommet du 26 octobre, même si les modalités de ce nouvel accord restent à définir.

La question du référendum grec, en début de mois, a mis en évidence la possibilité de sortie du pays de la zone euro en dépit de l'accord qui venait d'être signé. La défiance des marchés a repris le dessus, entraînant une nouvelle phase d'aversion au risque. La contagion s'est généralisée à l'ensemble des dettes d'Etat de la zone, en dehors de l'Allemagne. L'Italie est le pays qui en souffre le plus avec l'explosion à la hausse de ses taux (> à 7%), poussant S. Berlusconi à céder sa place à Mario Monti.

L'abandon de l'idée de référendum en Grèce s'est accompagné d'un nouveau gouvernement mené par L. Papademos. Ces changements politiques au lieu de rassurer, n'ont fait qu'attiser la crise de confiance. La France est à son tour fragilisée, la nouvelle prévision de croissance de 1% retenue est jugée trop optimiste, et le spread français s'écarte sur des plus hauts historiques contre l'Allemagne. Par ailleurs, les fondamentaux en zone euro marquent un fléchissement supplémentaire, alimentant la hausse des primes de risque. Dans ce contexte, la volatilité et l'aversion au risque devraient perdurer et la prudence reste de mise, surtout vis-à-vis des pays les plus fragiles. Le taux français,

quant à lui, devrait à 3 mois connaître une tendance haussière à l'approche de la revue de sa notation et de l'entrée en période électorale. L'Allemagne, quant à elle, est épargnée par cette défiance, néanmoins le mouvement de fuite vers la qualité en sa faveur s'essouffle. Aux États-Unis, les effets positifs sur les taux de l'opération *twist* et de la baisse de l'inflation en fin d'année devraient être compensés par la croissance revue en hausse et la problématique budgétaire. Les taux à 10 ans devraient rester stables à court terme.

CRÉDIT

■ **Le marché du crédit a aussi salué l'accord du 26 octobre**, avec un resserrement marqué des primes de risque. Cette embellie a fait long feu. D'un point de vue fondamental, la tension persistante sur les marchés et en particulier sur le système bancaire, menace d'enclencher un *credit crunch* et de détériorer les conditions de financement des entreprises. D'un point de vue plus technique, l'absence de liquidité favorise les mouvements erratiques et violents. La dichotomie entre les crédits corporates et financiers se creuse.

À court terme, le manque de visibilité et la volatilité toujours élevée conduisent une nouvelle fois à la prudence sur la classe d'actifs.

INDEXÉES INFLATION

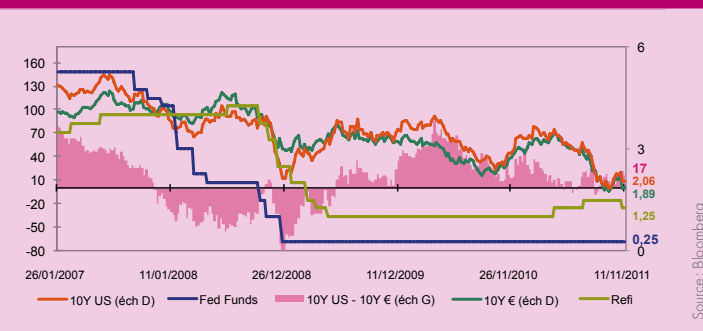
■ **L'évolution des primes de risque des États est le principal facteur** qui a guidé le marché des indexées inflation ces dernières semaines. Les points morts d'inflation se sont élargis dans le sillage de la remontée des prix du pétrole. Le portage négatif a, lui, compensé l'effet positif de la remontée des points morts. Si certains facteurs négatifs persistent (aversion pour le risque et détérioration de la situation économique), les facteurs de soutien devraient l'emporter (les valorisations attractives, la politique de la BCE, plus pragmatique, et le portage qui redevient fortement positif sur l'inflation européenne) en privilégiant l'Allemagne.

UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

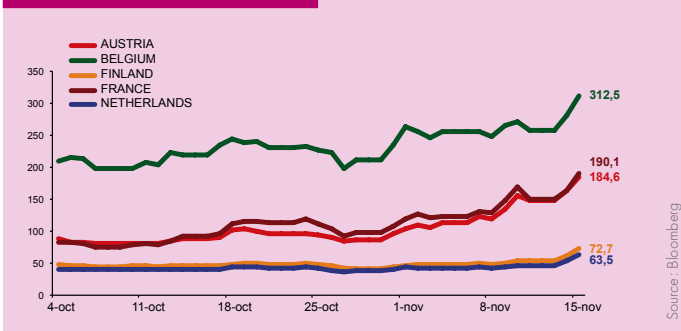
■ **Le mot d'ordre reste une nouvelle fois la prudence.** Face à ce contexte qui ne s'améliore pas, nous affichons toujours la neutralité en termes directionnel taux. Nous sous-pondérons les pays fragiles (tous les pays périphériques) et restons neutres sur la France. Au sein des pays *core*, nous baissions notre surpondération sur l'Autriche et privilégions la Finlande, les Pays-Bas et l'Allemagne. Sur le crédit, nous allégeons certaines positions sur opportunité et gérons la volatilité. En ce qui concerne les indexées inflation, nous initions une allocation dans nos portefeuilles *aggregate*, uniquement sur l'Allemagne en arbitrage de la dette nominale allemande.

G. M.

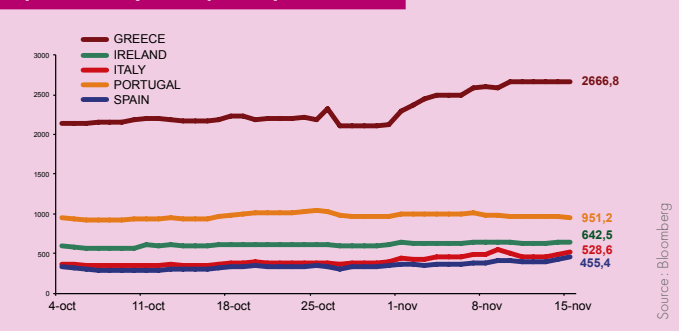
Évolution des taux courts et longs aux États-Unis et en zone euro



Spreads Pays Core 10 ans



Spreads Pays Périphériques 10 ans



Gestion Actions

PRÉVISIONS DE RÉSULTATS ET VALORISATIONS

■ Prévisions de résultats: poursuite des révisions baissières.

- Sur le mois écoulé, les révisions en baisse sur les profits 2011 et 2012 se sont poursuivies sur toutes les zones, et particulièrement en zone euro.
- Nous maintenons nos prévisions 2012 inchangées, toujours en-deçà des attentes du consensus.

■ Les valorisations des marchés actions se renchérissent. Les niveaux extrêmement bas sont à relativiser.

- L'Europe, tout comme les États-Unis, a une croissance implicite faible sur le long terme, un niveau inférieur aux valorisations de 2003-2007.

AUTRES FACTEURS

■ Liquidités: les retraits dans les fonds d'actions américains et européens ralentissent.

- Fort ralentissement des opérations financières, peu de fusions-acquisitions (Sony Corp / Sony Ericsson Mobile). Par contre, le groupe anglais G4S renonce à l'achat d'ISS.

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

- Les marchés résistent et rejoignent les moyennes mobiles long terme qu'ils auront toutefois du mal à franchir.
- Cependant, les momentums à long terme se dégradent et confirment que nous restons dans un *bear market*.

PERSPECTIVES

■ Perspectives: un chemin long et difficile.

- Les marchés financiers ont entrevu une solution possible à la crise de la dette européenne, jusqu'à ce que les hésitations des gouvernements locaux rappellent aux marchés la dure réalité politique... et son corollaire, l'incertitude. Côté gouvernance européenne, le chemin sera donc long et difficile, et la résolution de la crise passe maintenant par une acceptation des solutions par les populations (des politiques d'austérité à une plus forte intégration européenne).
- Dans le même temps, les perspectives économiques ne s'améliorent pas; choc de confiance, politiques d'austérité, durcissement des conditions de crédit: autant d'éléments à risque pour nos anticipations de bénéfices 2012, partiellement compensés par une demande toujours vigoureuse de la part des pays émergents, notamment côté consommation, et par une situation bilancielle

solide pour la plupart des entreprises européennes. Nous anticipons toujours des bénéfices 2012 pour la zone Euro très en retrait des prévisions du marché, ainsi qu'une croissance nulle des bénéfices pour les États-Unis.

- Les indicateurs d'aversion au risque, en situation extrême le mois dernier, se sont un peu repris et témoignent d'un relatif soulagement.
- À l'image de nos anticipations de résultats inchangées, nous n'avons pas modifié nos cibles de marché à 12 mois. Nous avons légèrement diminué nos anticipations à 3 mois, tenant compte d'un déroulement attendu un peu plus chaotique dans les semaines à venir, et de déceptions à venir pour les résultats des entreprises pour la fin d'année.
- Nos prévisions restent donc très modestes, en privilégiant l'Asie et les États-Unis à l'Europe.

UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ **Nous gardons un profil défensif pour nos portefeuilles** en privilégiant l'énergie, la technologie. Nos expositions pays émergents sont axées plus sur la consommation (luxe) que sur l'investissement (moins d'industrie et de matières premières). Enfin, nous adoptons une plus grande prudence vis-à-vis du secteur financier.

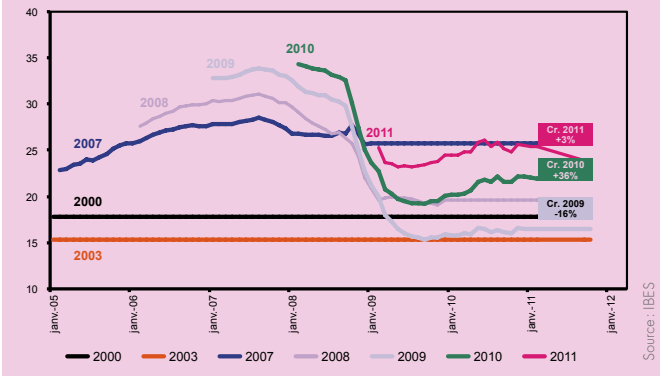
C. CO.

Principaux indices boursiers

	15/11/11	Var. 2011 en euros
DJ Euro Stoxx 50	2254	-19,29 %
SBF 250	2271	-18,89 %
CAC 40	3049	-19,86 %
FTSE 100 (UK)	5517	-6,26 %
S&P 500	1258	-0,78 %
Nasdaq	2686	0,45 %
Topix (Japon)	731	-14,97 %

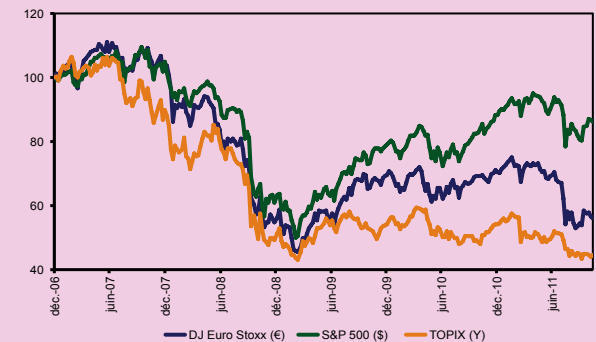
Source: Databstream

Profits prévus par le consensus sur l'Euro Stoxx



Source: IBES

Performances des indices boursiers internationaux en devise locale



Source: Databstream





La tendance

Des nerfs à rude épreuve !

Le découragement est un sentiment de plus en plus partagé chez les investisseurs de part et d'autre de l'Atlantique. En effet force est de constater que lorsque des avancées positives se font jour sur le plan politique, comme c'est le cas en Europe avec les remplacements de gouvernements usés (en Grèce, Italie et Espagne), c'est la situation de l'économie qui inquiète et lorsqu'à l'inverse, comme aux États-Unis, l'économie affiche une résistance encourageante c'est sur le plan politique que le blocage apparait. De quoi mettre les nerfs des opérateurs à rude épreuve !

En zone euro, les changements politiques actuels sont donc vécus par les intervenants plutôt favorablement même s'il n'échappe à personne que la tâche sera complexe pour redresser des situations budgétaires partout sérieusement dégradées ; un bémol néanmoins : l'harmonie affichée ces dernières semaines par le couple franco allemand A.Merkel / N.Sarkozy affiche (déjà) ses premiers signes de faiblesse. La position du président français apparait désormais fragilisée par les premières déclarations du numéro un de la BCE, Mario Draghi, qui s'est très clairement positionné sur la même longueur d'onde que la chancelière allemande concernant le rôle (et la crédibilité) de la BCE ; ce dernier refuse donc toute idée de transformer la BCE en prêteur en dernier ressort et renvoie les responsables politiques vers l'avènement rapide de ce qui tend

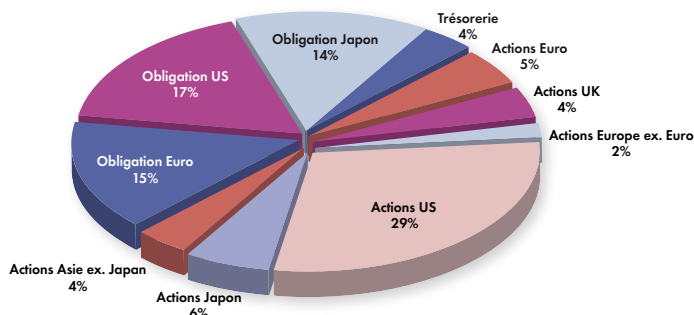
à devenir « l' Arlésienne » : à savoir un FESF re-dimensionné à la mesure du challenge à relever. Dans le même temps, apercevant enfin une opportunité de montrer son existence, la Commission Européenne en profite pour ressortir le serpent de mer des euro obligations... on ne peut que lui souhaiter bonne chance.

Sur le plan économique en zone euro, pas de surprise : l'effet combiné du cocktail austérité budgétaire généralisée et rationnement du crédit conduit logiquement les investisseurs à anticiper une récession qualifiée de douce (pour l'instant).

Parallèlement aux États-Unis sur le plan politique la messe semble dite : la Super Commission va déboucher sur un super fiasco reléguant au second plan le constat d'une surprenante résilience de l'économie américaine. Saluons, dans un contexte éminemment défavorable, la confirmation de l'étonnante résistance de la consommation américaine, le légendaire consommateur américain semblant plus que jamais enclin à puiser dans ses économies comme en témoigne la hausse de la consommation concomitante d'une baisse du taux d'épargne. Pourvu que ça dure !

Dans ce contexte tendu les classes d'actifs les plus risquées restent logiquement sous pression mais les actifs théoriquement plus protégés, exception faite du *Bund* et des dettes artificiellement soutenues (G.B. et USA) pâtissent également du stress généralisé : pour l'heure *cash is king*.

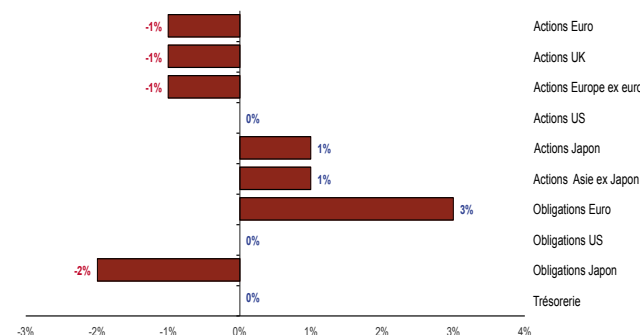
Portefeuille modèle



Portefeuille arrêté au 13/11/2011. 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 50% / Taux 46% / Monétaire 4%

■ Le retour des tensions nous conduit à adopter un positionnement neutre de la pondération action ; nous choisissons d'augmenter la poche de cash et nous conservons une poche taux sous-exposée car ne présentant pas actuellement beaucoup de garantie de sécurité.

MARCHÉ D' ACTIONS (50)

■ **États-Unis (+2)** : Les marchés américains sont privilégiés et renforcés ; la situation de l'économie américaine offre en effet une visibilité bien meilleure qu'en zone euro, même si les conséquences du risque d'un blocage politique est évidemment une inconnue dans une perspective de court terme.

■ **Europe (-3)** : Les atermoiements des autorités politiques et monétaires, les craintes apparemment fondées d'entrée imminente en récession de la zone nous conduisent à infléchir significativement la pondération en actions euro. À l'inverse, nous choisissons de conserver les poids actuels de nos poches d'actions hors zone euro susceptibles de mieux résister en cas de poursuite des tensions.

■ **Asie / Japon (-1)** : Nous allégeons le Japon mais choisissons de conserver notre surexposition sur l'Asie hors Japon une région qui a repris du terrain à ses homologues dans la phase du rebond précédent.

MARCHÉ DE TAUX (46)

■ **États-Unis (=)** : Triple A ou pas, le stress actuel maintient les taux 10 ans sous la barre des 2% soit à quasi parité avec les taux allemands. Les politiques américains de la Super commission semblent avoir échoué à trouver les 1 200 milliards d'économies imparties pour les 10 prochaines années ; dans ce contexte les tensions remontent logiquement entraînant un phénomène classique de fuite vers la qualité profitable aux T. Bonds.

■ **Europe (-1)** : Le phénomène de refuge vers la qualité bénéficie essentiellement aux obligations allemandes, les obligations souveraines supportées core et celles des pays périphériques sont également emportées dans la tourmente. Nous écrétons la surexposition.

■ **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 (+3)

Dans cette période de faible visibilité le cash est renforcé faute de mieux : les classes d'actifs à privilégier ne sont en effet pas légion..

EN UN CLIN D'ŒIL

Nos stratégies de taux

		Niveau actuel 15/11/2011	Objectif à court terme	Objectif à 1 an
États-Unis	Fed Funds	0,25	☹️	☹️
	TNote 10 ans	2,03	☹️	☹️
Europe	Taux Refi	1,25	😊	😊
	OAT 10 ans	3,42	☹️	☹️
Japon	Taux BOJ	0,10	☹️	☹️
	JGB 10 ans	0,97	☹️	☹️

Sources: Groupama AM, Bloomberg

Notre portefeuille modèle obligataire en € au 15/11/11

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 15/11/11

Indices 15/11/2011	Prévisions Groupama Asset Management à court terme (< 3 mois)	
	à 1 an	à 1 an
France (CAC 40)	3149	☹️ 😊😊
Euroland (DJ)	228	☹️ 😊
Royaume-Uni (FTSE 100)	5545	☹️ 😊
États-Unis (S&P 500)	1264	😊 😊
Japon (Topix)	736	☹️ 😊😊
MSCI Asia free ex-japan	480	😊 😊😊

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

📄 Sommaire

Groupama Asset Management
La lettre Gestion et Stratégie - N°109

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 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 56 56 74 / doms@groupama-am.fr
Jérôme Larsonneur / 01 44 56 56 20 / jl Larsonneur@groupama-am.fr
Développement ISR:
Michel Lemonnier / 01 44 56 66 36 / mlemonnier@groupama-am.fr