

# La Lettre

Gestion & Stratégie

Numéro 111  
Janvier 2012

## SOMMAIRE

Éditorial .....	1
Zoom OPCVM .....	2
Environnement économique .....	3
Un répit bienvenu	
<b>Gestions fondamentales</b> .....	<b>4-6</b>
Gestion Monétaire .....	4
Liquidité, convergence et solidarité	
Gestion de taux .....	5
La crise grecque : dernier acte ?	
Gestion Actions .....	6
Malgré quelques bons signaux économiques, toujours beaucoup d'incertitudes	
<b>Gestion diversifiée</b> .....	<b>7</b>
Enthousiasme excessif ?	
<b>En un clin d'œil</b> .....	<b>8</b>

Achévé de rédiger le 23 janvier 2012  
Une version anglaise est disponible.

## ÉDITO



Entre convalescence et rechute

Notre scénario macrofinancier pour l'année qui débute se place sous le signe de la prudence. Récession douce en Europe, croissance US en deçà du consensus (1,1% contre 2,2%) du fait d'une consommation des ménages qui ne serait plus soutenue par la baisse du taux d'épargne, prévisions de bénéfices des entreprises plus prudentes que celles du même consensus. Le soutien de l'économie à des marchés qui vont rester volatils du fait de la crise de la dette souveraine européenne devrait être en conséquence modeste. La stratégie des petits pas conduite par les dirigeants de la zone euro pour juguler cette crise ne peut réussir à stabiliser les marchés dans les mois qui viennent que si des résultats tangibles sont enregistrés sur quatre points : adoption du PSI grec en janvier, finalisation en mars du projet de Traité « règle d'or » qui soit crédible, définition d'une stratégie de croissance de la zone euro dans les mois qui viennent qui complète les mesures d'austérité budgétaire et, tout au long de la période, l'efficacité du LTRO comme mécanisme implicite de soutien des marchés de dettes souveraines fragiles via les banques. C'est ce qui fera la différence entre la convalescence et la rechute.

**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



## L'Investissement Socialement Responsable appliqué aux obligations d'État : Groupama État Euro ISR

Groupama État Euro ISR est un fonds investi sur les obligations d'État de la zone euro. Il a pour objectif la constitution d'un portefeuille d'obligations d'État à la fois plus vertueux et plus performant que son indicateur de référence, le Global Euro MTS. Pour ce faire, il bénéficie de toute l'expertise de Groupama AM sur la gestion des Emprunts d'État combinée à une approche ISR.

La philosophie de gestion du fonds repose sur la conviction que, sur le long terme, un État qui bénéficie de meilleures notes sur les critères ISR enregistrera une croissance plus durable et moins volatile. En ce sens, Groupama État Euro ISR s'adresse à tous les investisseurs institutionnels ou privés qui cherchent un placement qui tient compte des risques sociaux, environnementaux et politiques des États.

L'analyse extra-financière des États utilisée dans le processus de gestion du fonds repose sur une méthodologie de notation interne développée par nos économistes. La notation des États est réalisée à partir d'indicateurs de développement durable publiés pour la majorité par la commission Européenne et regroupés ensuite autour des quatre grands piliers EESG : Economique, Environnement, Social et Gouvernance.

Dans une logique d'amélioration constante, cette méthodologie peut être amenée à évoluer pour s'adapter et répondre au mieux à la réalité économique des États.

Cette méthodologie de notation vise à dresser un état des lieux de la performance d'un pays en matière de politique de développement durable. Plus précisément, il s'agit de classer et noter la capacité des États à mettre en place une croissance soutenable sur le long terme.

Dans l'état actuel de la crise souveraine de la zone euro, ce type de stratégie prend tout son sens.

Depuis sa création le 2 mars 2011, le fonds a délivré une performance de +4,23%<sup>1</sup>, surperformant ainsi son indicateur de référence de plus de 2%.

Cette surperformance provient des choix stratégiques directionnels et de l'allocation pays gagnante réalisée dans le portefeuille à la lumière des inputs ISR disponibles pour chaque pays.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

<sup>1</sup> Performances sur la période du 2 mars 2011 au 12 janvier 2012.

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 expliquer la bonne performance de Groupama État Euro ISR en 2011 ?

La surperformance provient des choix stratégiques directionnels : aplatissement de la courbe euro et surexposition aux taux longs au cours de l'été mais particulièrement de notre allocation pays qui a sous-pondéré l'Italie et l'Espagne dont les notes ISR sont très basses. La notation ISR de ces pays nous a conduits à amplifier notre aversion au risque pays dans notre portefeuille. Les pays les plus vertueux en termes de critères de gouvernance, environnemental et social comme la Finlande et les Pays-Bas ont été fortement surpondérés. Enfin, une diversification du portefeuille sur des pays non présents dans notre indice mais avec un rating AAA, une note ISR très élevée comme la Suède et le Danemark libellés en euro ont contribué également à la surperformance du fonds.

### › Quelles sont les perspectives pour 2012 ?

Les perspectives 2012 (croissance négative, crise souveraine, gros programmes d'émissions gouvernementales au T1) nous conduisent à maintenir notre position prudente dans l'allocation Pays et donc à rester très sous-pondérés sur les pays les plus fragiles qui ont les notes ISR les plus faibles : Italie, Espagne mais aussi la France qui présente une note ISR moyenne et qui se trouve dans un contexte économique et politique soumis à une forte volatilité à court terme. Dans la deuxième partie de l'année, la croissance globale devrait s'améliorer avec une conviction vers plus de fédéralisme en zone euro qui réduira ainsi notre aversion au risque pays. Compte tenu de la note ISR des États, il s'agira de baisser plus ou moins leur sous ou surpondération dans le portefeuille.



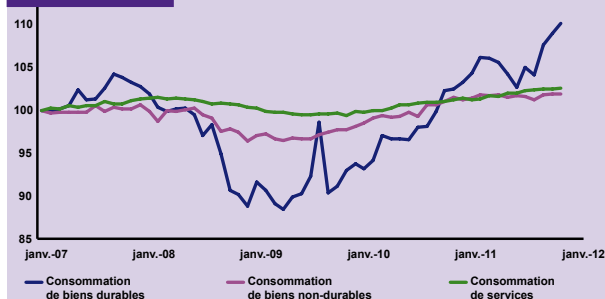
## États-Unis

### EMBELLIE INDUSTRIELLE DANS UNE ÉCONOMIE TOUJOURS FRAGILE

La croissance est tirée par le besoin de renouvellement en biens durables de la part des ménages, réfréné pendant trois ans. Des gains de pouvoir d'achat inexistantes annoncent cependant, l'arrêt de cette embellie. Les revenus pourraient même se détériorer si la baisse de l'inflation, contrariée par la remontée des cours du brut, ne compense pas l'affaiblissement prochain des créations d'emplois, qui devraient tomber à 50 000 contre 150 000 en moyenne sur le dernier trimestre. L'attentisme que les entreprises montrent dans leurs dépenses d'investissement devrait en effet s'observer rapidement dans leur comportement d'embauche; l'emploi devrait également subir le contrecoup d'une consommation de services atone depuis quatre mois, nécessaire aux ménages pour financer leur fringale de biens durables. Enfin, la diminution importante de la richesse des ménages au troisième trimestre devrait stopper la baisse de leur taux d'épargne. Au total, nous anticipons une consommation et une croissance atones au premier semestre.

L'embellie observée récemment dans l'immobilier résidentiel ne concerne que le marché de l'investissement locatif dans les logements collectifs (immeubles), tiré par les besoins de reloger les ménages qui ont été dessaisis de leur résidence principale. En revanche, le marché de la maison individuelle demeure en plein marasme parallèlement à la poursuite du désendettement forcé des ménages.

### États-Unis : Consommation des ménages (volume, base 100 en début de période), une boulimie de biens durables au détriment des services et des biens non-durables



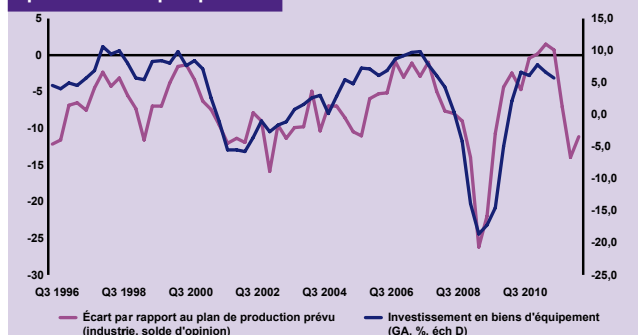
## Zone euro

### PAUSE DANS LA DÉGRADATION DES INDICATEURS AVANCÉS

La baisse du PIB serait de l'ordre de 0,5% au quatrième trimestre, particulièrement marquée en Italie et au Portugal et n'épargnant ni la France ni l'Allemagne (-0,3%). Elle devrait être entraînée essentiellement par l'investissement: les dépenses des entreprises ont pâti de la crise de confiance dans l'euro, en particulier en Allemagne, alors que celles des ménages ont subi la forte réduction des nouveaux crédits immobiliers, à l'exception notable de la France où le marché immobilier a bénéficié de la fin programmée des avantages fiscaux, avant de connaître une nette correction en 2012. La consommation devrait également baisser, mais bien moins que l'investissement.

La dégradation des indicateurs avancés marque une pause sur le dernier mois, parallèlement à la stabilisation des indicateurs économiques et à l'accalmie dans la crise de la dette qui fait suite notamment aux décisions du dernier sommet européen du 9 décembre et aux actions de la BCE. Il ne s'agit cependant que d'une pause, car le rythme de contraction de l'activité devrait s'accroître au premier trimestre 2012, les entreprises devant ajuster leurs dépenses d'investissement et leur masse salariale à une activité plus faible. Seule, l'Allemagne tire son épingle du jeu, avec des fondamentaux particulièrement bons que ce soit du côté des ménages ou des entreprises: taux de chômage au plus bas, profitabilité et endettement des entreprises favorables.

### Zone euro : Les entreprises doivent ajuster leurs dépenses d'investissement à une activité plus faible que prévue

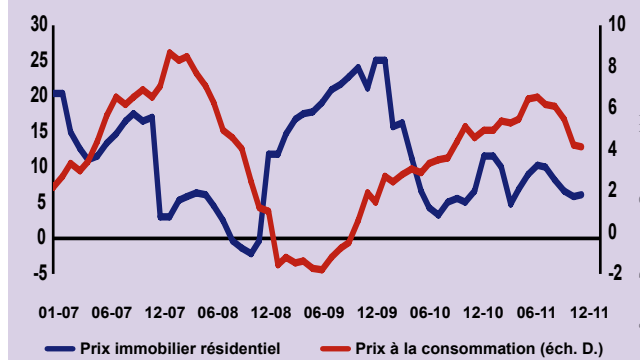


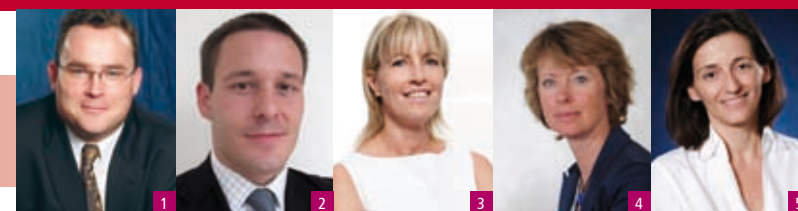
## Chine

### EN PASSE DE RÉUSSIR SON ATERRISSAGE EN DOUCEUR

Alors que les exportations poursuivent leur ralentissement, les indices d'activité ne se détériorent plus: la consommation des ménages est dynamisée par la baisse de l'inflation, qui est passée de 5,5% en octobre à 4,1% en décembre, et par les gains du pouvoir d'achat qui en découlent. L'investissement immobilier devrait continuer de baisser et les prix de vente immobiliers poursuivre leur décélération. Une progression plus vive des crédits observée récemment devrait pousser les autorités à maintenir la pression sur les taux directeurs et les inciter à ne pas réduire le taux de réserves obligatoires dans l'immédiat, en dépit de la réduction de l'inflation. En revanche, la politique budgétaire devrait rester très active, sous forme de subventions aux PME, de transferts budgétaires aux gouvernements locaux qui souffrent d'un coup de frein sur les ventes de terrains, alors que le programme social pourrait être modulé. La Chine semble en passe de réussir son atterrissage en douceur. La croissance devrait se réduire à 8% en 2012, ce qui est l'objectif des autorités.

### Chine : Prix (% GA), atterrissage en douceur





## ■ Prudemment positifs

Tel pourrait être le résumé de notre vue pour 2012. Nous excluons de notre scénario central la possibilité d'un éclatement de la zone. Ce sera long et difficile, avec une année en deux temps, rythmée par les mises en œuvre politiques, mais on devrait y arriver. Les primes de risque des États devraient donc finir par se réduire et les taux nominaux cœurer par monter modérément. La BCE va de plus continuer à inonder les marchés de liquidités dans un quantitative easing à l'européenne. Nous n'intégrons donc pas non plus la mise en place d'un credit crunch qui nous ferait passer d'une contraction économique à une véritable récession. Les résultats des entreprises vont donc chuter mais, la force de rappel de la valorisation devrait éviter que les marchés d'actions n'en fassent autant, et la bonne santé bilancielle devrait permettre aux marchés de dettes de se tenir. Cette vision à 12 mois n'exclut pas des points de passage délicats nécessitant de rester très prudents.

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

#### ■ Liquidité, convergence et solidarité

Rien de bien nouveau aux États-Unis où la FED peaufine sa communication sur des niveaux de taux toujours au plus bas. Elle reste cependant attentive aux statistiques, d'éventuelles mesures de soutien à la croissance étant toujours envisagées. En Europe, alors que la situation est préoccupante en Hongrie, les liquidités injectées par la BCE lors de la LTRO<sup>1</sup> de décembre commencent doucement à se distribuer dans le système. Malgré des dépôts auprès de la BCE toujours à des niveaux records, les spreads bancaires et souverains périphériques ont entamé leur déclin... au moins jusqu'aux 3 ans. La baisse des réserves obligatoires bancaires et la LTRO de février devraient cependant finir de totalement inonder le marché court terme. Lors de sa conférence de janvier, la BCE laisse son taux inchangé à 1% mais reste très prudente sur la situation économique de la zone Euro. Elle confirme cependant observer les premiers signaux de transmission de la liquidité des LTRO à l'économie réelle. Encore une fois, la balle échoue dans

le camp des politiques qui auront fort à faire en 2012 pour transformer les décisions prises en 2011. Comme M. Monti, nous nous souhaitons « Une Europe plus communautaire dans laquelle les États membres s'engagent à respecter des règles contraignantes et à se soumettre à des contrôles communs... [Mais aussi une Europe] ...plus solidaire.»

<sup>1</sup>LTRO : Long Term Refinancing Operation

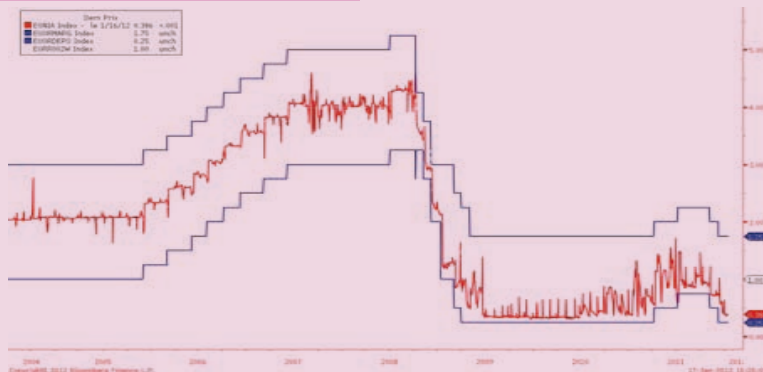
### UN MOT SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

#### ■ Stratégie de gestion

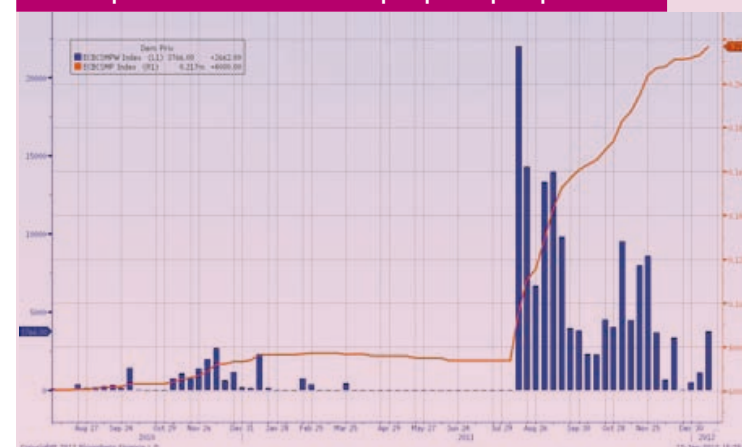
Dans cet environnement, nous restons sur un horizon d'investissement long et continuons à saisir les opportunités notamment sur les spreads des émetteurs bancaires.

T. P.

Corridor, taux de refinancement & EONIA  
Moyenne EONIA en décembre : 0,61681 % ;  
et sur l'année 2011 : 0,86975 %



Historique des achats de dettes périphériques par la BCE



## Gestion de taux

### TAUX LONGS

■ **L'année 2012 débute avec la persistance des incertitudes** entourant l'évolution de la crise de la dette souveraine en zone euro.

L'humeur des marchés s'était pourtant quelque peu améliorée ces dernières semaines, à la faveur du succès de l'opération de refinancement à 3 ans de la BCE le 21 décembre (VLTRO<sup>1</sup>) qui a permis un relâchement des tensions. Son annonce début décembre puis l'apport massif de liquidités aux banques par la BCE se sont traduits par une baisse marquée des primes de risque des États sur les maturités courtes et sur les dettes bancaires seniors.

Mais l'enlisement des négociations sur le PSI grec (le plan de participation du secteur privé) et l'intervention de S&P sur les notes des États européens nous rappellent que le chemin s'annonce encore long et escarpé pour les mois à venir.

Les risques restent en effet importants à court terme. En premier lieu, la Grèce doit parvenir à trouver un accord avec ses créanciers privés pour pouvoir prétendre au versement de l'aide des autorités internationales avant le mois de mars. Les États doivent venir se refinancer sur le marché pour des montants très importants, et parvenir à un accord sur le nouveau Traité européen, le tout dans un contexte de pression maintenue des agences sur les notations des États européens.

La volatilité s'annonce ainsi encore forte et les mouvements sur les primes de risque vont demeurer importants. L'évolution des taux des pays « cœur » de la zone euro sera tirillée entre des chiffres

économiques qui se stabilisent (en Allemagne notamment) et les incertitudes sur la crise de la dette souveraine qui devrait finir par se résoudre sur un horizon moyen/long terme. Les taux des pays « cœur » devraient ainsi évoluer au sein de la fourchette récente avant de progressivement se tendre, entraînant un rétrécissement des primes de risque.

Du côté de la France, sa prime de risque devrait osciller autour d'une moyenne de 160 bp dans les mois qui viennent compte tenu du contexte électoral, des risques persistants sur ses cibles budgétaires et de la pression maintenue des agences de notation (sans exclure un retour sur des niveaux de 200bp).

Du côté des pays « périphériques », la prudence est maintenue et notre préférence va toujours aux pays AAA de la zone.

### CRÉDIT

■ **La bouffée d'oxygène apportée par le succès de l'opération de refinancement à 3 ans de la BCE** a permis une appréciation du marché du crédit ces dernières semaines, il est vrai dans de faibles volumes. L'injection massive de liquidités dans les banques a rassuré les investisseurs face au risque de refinancement de ces établissements en début d'année 2012.

Néanmoins, les risques encore présents autour de la crise de la dette et la volatilité encore attendue militent pour le maintien de la prudence sur cette classe d'actifs. En dépit de la réouverture du marché primaire en ce début d'année, la liquidité reste très limitée.

### INDEXÉES INFLATION

■ **La classe d'actifs a retrouvé la faveur des investisseurs**, une nouvelle fois guidée par l'évolution des primes de risque des États (et l'appréciation de l'Italie) et soutenue par les annonces de hausse de la TVA en France. Si les indexées inflation ne pourront s'affranchir de la volatilité attendue sur les marchés, leurs valorisations demeurent attractives et le portage favorable.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ **Dans nos portefeuilles, si notre préférence en termes d'allocation pays** privilégie toujours les pays « cœur » de la zone euro, la hiérarchie est légèrement revue en ce début d'année.

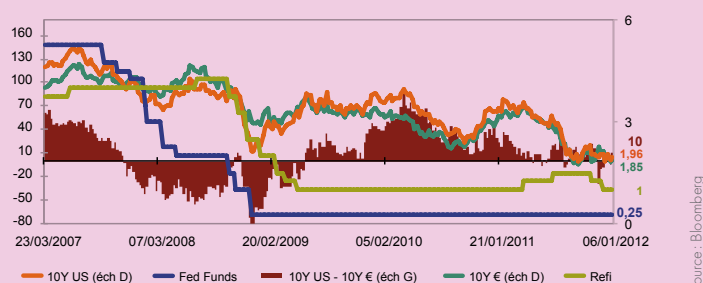
L'Autriche est dégradée à neutre, moins pour des raisons de notation que de risques inhérents aux problèmes qui touchent la Hongrie ; la surpondération sur l'Allemagne est diminuée compte tenu des niveaux de taux absolus.

Sur le crédit, notre prudence nous pousse à conserver une sous-pondération sur la classe d'actifs et une sous-sensibilité au sein des portefeuilles. Les changements s'opèrent au sein du secteur financier, dans lequel nous réduisons notre sous-pondération aux dettes bancaires seniors et diminuons notre surpondération aux dettes subordonnées. Sur les corporates, nous maintenons la surpondération aux émetteurs BBB.

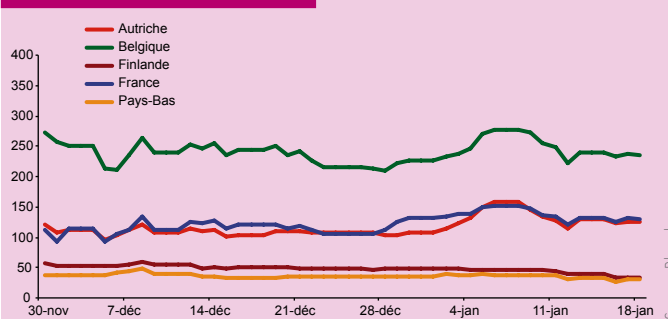
G. M.

<sup>1</sup>VLTRO : Very Long Term Refinancing Operation

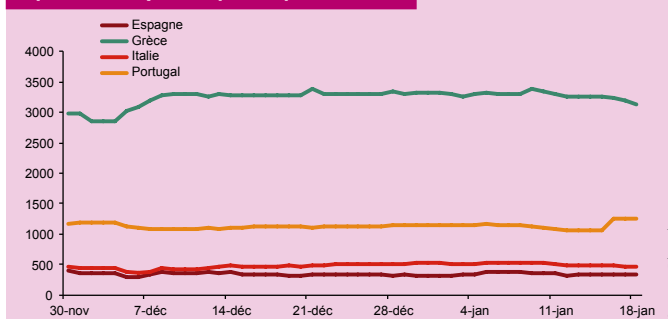
### Évolution des taux courts et longs aux États-Unis et en zone euro



### Spreads Pays Core 10 ans



### Spreads Pays Périphériques 10 ans



## Gestion Actions

### PRÉVISIONS DE RÉSULTATS ET VALORISATIONS

#### ■ Prévisions de résultats : une pause dans la dégradation ou le début d'un retournement ?

- Ralentissement dans le processus de dégradation au moment des fêtes.
- Nous affichons toujours une certaine prudence quant à la solidité des marges dans un contexte de ralentissement global.

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

- La hausse des marchés actions en fin d'année ayant été compensée par la baisse des taux.

### AUTRES FACTEURS

#### ■ Liquidités : augmentation des retraits dans les fonds d'actions européens.

- Toujours des sorties des fonds actions américains en novembre et décembre.
- Légère reprise sur le marché des fusions-acquisitions, mais la hausse du marché est l'occasion de quelques placements.

#### ■ Analyse graphique : un rallye bienvenu mais les inquiétudes persistent pour 2012.

- La tendance reste positive pour le début 2012 mais le potentiel semble limité.
- La dégradation des graphiques « long terme » laisse persister la crainte d'un retournement à la baisse dans le courant de 2012.

### PERSPECTIVES

#### ■ Perspectives : malgré quelques bons signaux économiques, toujours beaucoup d'incertitudes.

- Les données macroéconomiques de ces dernières semaines ont traduit une activité plus solide qu'anticipée, notamment du côté consommateur américain.
- Autre élément de soulagement : si la BCE n'a pas fourni le *quantitative easing* rêvé par les marchés, le financement illimité des banques à trois ans (LTRO) constitue néanmoins une bonne nouvelle. *A minima*, il permet d'éviter aux banques le refinancement massif prévu en 2012, et laisse la place aux appels au marché obligataire de la part des États.
- La dégradation des résultats anticipés par le consensus des analystes s'est stabilisée pendant la trêve des confiseurs, mais les profits warnings accumulés en ce début d'année devraient relancer

le mouvement; nous n'avons pas modifié nos anticipations de résultats toujours très en deçà du consensus.

- L'appétit pour le risque, toujours très en deçà des normes habituelles, continue sa lente remontée et sort de la zone de « panique ».
- Mais le point le plus important est toujours la grande incertitude côté résolution de la crise européenne : les premiers mois de 2012 semés d'échéances électorales majeures, devraient continuer à être ballottés par les vents contraires, que ce soit à court terme (échéances importantes pour les pays périphériques) comme à plus long terme (intégration fiscale et budgétaire qui reste à construire). La résolution de la crise ne devrait se concrétiser qu'au deuxième semestre.
- Nous ne modifions pas nos anticipations pour les marchés financiers, légèrement en retrait à trois mois et positives à un an, conservant une préférence pour l'Asie et les États-Unis.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ Nous restons favorables à la consommation cyclique, favorisée par la consommation des pays émergents ainsi qu'aux valeurs technologiques. Nous restons à l'écart des valeurs financières, très dépendantes de la dette européenne, bien que nous n'hésiterons pas à revenir sur le secteur en cas de bonne nouvelle côté PSI grec.

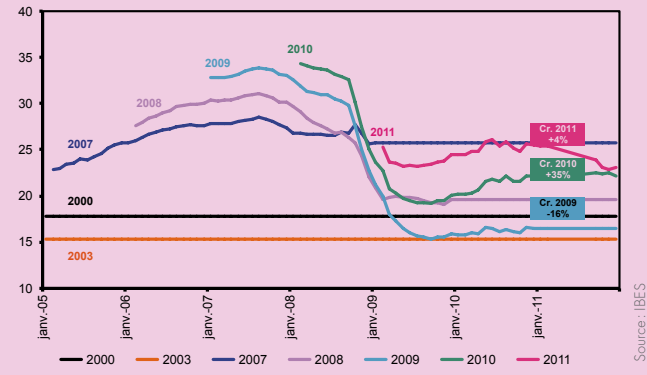
C. CO.

### Principaux indices boursiers

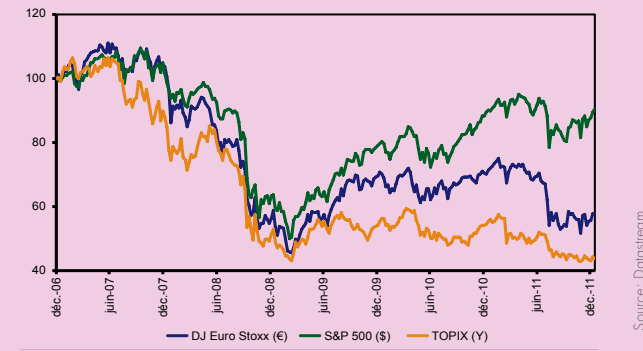
	11/01/12	Var. YtD en euros
DJ Euro Stoxx 50	2339	0,99%
SBF 250	2380	1,51%
CAC 40	3205	1,42%
FTSE 100 (UK)	5671	2,89%
S&P 500	1292	5,16%
Nasdaq	2711	6,47%
Topix (Japon)	733	3,03%

Source : Datastream

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



### Performances des indices boursiers internationaux en devise locale





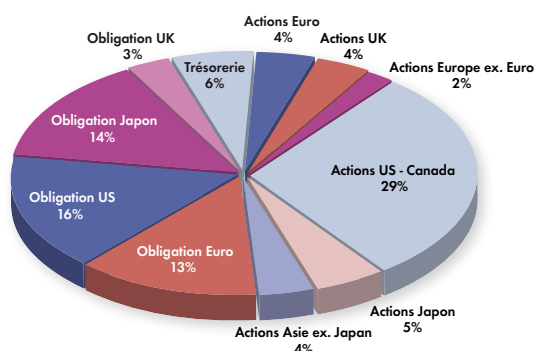
## La tendance

### Enthousiasme excessif ?

« Vivement 2012 » titrions nous dans ces mêmes colonnes le mois dernier à l'issue d'un énième sommet européen qui laissait les intervenants une fois de plus sur leur faim. Force est de constater qu'un mois plus tard ces mêmes investisseurs semblent retrouver un certain appétit (faute pour l'heure d'un appétit certain) pour les actifs risqués et les actions de la zone euro en particulier. Certes, le mois de janvier est une période traditionnellement favorable aux réallocations de portefeuille au profit des marchés d'actions; elle l'est d'autant plus qu'en ce début d'exercice, les liquidités sont abondantes et les marchés sans risque toujours aussi peu généreux en termes de rendements proposés (saluons en cela l'abnégation d'investisseurs allant rechercher des taux négatifs sur les taux 6 mois allemands). Le calendrier explique-t-il alors à lui seul cet engouement pour les actifs risqués ? On doit souligner, et saluer, un flux de nouvelles incontestablement encourageantes notamment celles en provenance des États-Unis où les publications macro économiques et les premières publications bénéficiaires du T4 confortent un moral des investisseurs finalement peu atteint par des performances actions 2011 à l'équilibre.

Les nouvelles en provenance de la Chine sont également perçues comme rassurantes car les Cassandra qui y prédisaient un *hard landing* apparaissent démenties par des chiffres montrant une résilience certaine de l'économie; face à cette éclaircie, la zone euro continue finalement, sans grande surprise, de concentrer l'ensemble des problèmes. Mario Draghi a, de l'avis général réussi ses débuts à la tête de la banque centrale mais tant que les 500 milliards d'euros qu'il a décidé d'injecter dans le système bancaire reviendront systématiquement dans les livres de la BCE le problème restera entier. La confiance n'est incontestablement pas revenue au sein des banques européennes et tant qu'elles ne savent pas à quelle sauce elles vont se trouver accommodées en tant qu'investisseurs privés sur le dossier grec, il y a fort peu d'espoir qu'elles se lancent dans une utilisation plus productive de la montagne d'argent mise à leur disposition. En dépit d'une amélioration manifeste du sentiment général, les incertitudes liées au sort de la dette grecque sont telles qu'il paraît téméraire de se montrer très offensif dans l'utilisation des actifs risqués.

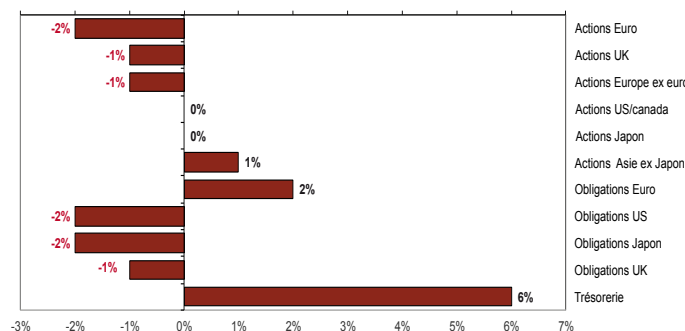
## Portefeuille modèle



Portefeuille arrêté au 13/01/2012. 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%

### MARCHÉ D' ACTIONS (48)

■ **États-Unis (=)** : Nous conservons notre allocation sur la Bourse américaine en ligne avec son poids dans les indices. Sur un plan macro-économique les statistiques surprennent positivement (même si l'on ne peut évoquer à cette étape un découplage) et parallèlement, les premières publications de bénéfices trimestriels apparaissent solides.

■ **Europe (=)** : Nous restons sous-exposés : les difficultés de la zone (notamment sur le problème de la dette grecque) constituent toujours une épée de Damoclès pour les actifs risqués et le *down grade* quasi généralisé initié par S&P ne va rien arranger même si les dégâts sont pour l'heure minimes. Élément rassurant, la BCE est à la manœuvre et son activisme est louable. Reste encore à attendre un mouvement sur le taux directeur ; cela semble probable avant l'été et cela sera apprécié par les investisseurs.

■ **Asie / Japon (=)** : Nous conservons une surexposition sur la région. L'Asie hors Japon, notamment, profite de l'amélioration du scénario sur la croissance chinoise. Ce *soft landing* (bien piloté par les autorités) relance l'intérêt pour les investissements sur la zone. Le Japon dans ce contexte devrait en profiter même si la vigueur du yen est un poids pour l'économie nipponne.

### MARCHÉ DE TAUX (46)

■ **États-Unis (-1)** : Nous sommes sans inquiétude majeure pour les obligations US car la poursuite du *Twist* est un élément incontestablement positif. Nous prenons cependant des profits sur une classe d'actifs qui a bien performé et arbitrons en faveur des obligations de la zone euro.

■ **Europe (+1)** : La diminution du stress sur les spreads souverains, due tout particulièrement à l'activité déployée par la BCE, nous conduit à augmenter à la marge notre allocation (essentiellement pour des raisons de portage relativement aux obligations US).

■ **Japon (=)** : Nous conservons la légère sous-exposition aux taux japonais, le marché obligataire nippon ne semblant pas particulièrement à privilégier.

### MONÉTAIRE (6)

Le cash est maintenu.

# EN UN CLIN D'ŒIL

## Nos stratégies de taux

		Niveau actuel 12/01/2012t	Objectif à court terme	Objectif à 1 an
États-Unis	Fed Funds	0,25	😊	😊
	TNote 10 ans	1,90	😊	😞😞
Europe	Taux Refi	1,00	😊	😊
	Bund 10 ans	1,83	😞	😞😞
	Spread Fr/All	120bp	😞😞	😊
Japon	Taux BOJ	0,10	😊	😊
	JGB 10 ans	0,96	😞	😞

Sources : Groupama AM, Bloomberg

## Notre portefeuille modèle obligataire en € au 12/01/12

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 12/01/12

Indices	Prévisions Groupama Asset Management à court terme à 1 an (< 3 mois)		
	12/01/2012		
France (CAC 40)	3211	😞	😊
Euroland (DJ)	230	😞	😊
Royaume-Uni (FTSE 100)	5697	😞	😊
États-Unis (S&P 500)	1292	😊	😊
Japon (Topix)	733	😊	😊
MSCI Asia free ex-japan	471	😊	😊😊

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

Credits photo: Philippe Abergel, Jean-François Labat, Jean Ber, Stéphanie Michaux - Conception: x adreations.fr

## CONTACTS COMMERCIAUX

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

📄 Sommaire

Groupama Asset Management  
La lettre Gestion et Stratégie - N°111

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