

# La Lettre

Gestion & Stratégie

Numéro **102**  
Mars 2011

## SOMMAIRE

Éditorial .....	1
Zoom OPCVM .....	2
Notre avis .....	2
Environnement économique .....	3
Les incertitudes s'accumulent:	
Gestions fondamentales .....	4-6
La prudence est de rigueur.	
Gestion Monétaire .....	4
La banque centrale durcit le ton!	
Gestion de taux .....	5
Retour de «la fuite vers la qualité».	
Gestion Actions .....	6
De plus en plus d'incertitudes.	
Gestion diversifiée .....	7
Rebond post séisme et après ?	
En un clin d'œil .....	8

Achévé de rédiger le 21 mars 2011.  
Une version anglaise sera disponible sous huitaine.

## ÉDITO



### Risques et incertitudes

Le moment présent confirme, s'il en était besoin, qu'investisseurs et gérants d'actifs ne sont pas du tout confrontés à la même difficulté face à un risque ou une incertitude, comme l'avait montré Frank Knight, professeur d'économie à Chicago dans *Risk, Uncertainty and Profit* (1921). Le risque (les effets de second tour potentiellement inflationnistes de la remontée du prix du brut, par exemple) est évaluable, quantifiable et, souvent, «couvrable». L'incertitude à l'inverse n'est pas réductible à une tentative de quantification, sa matérialité est particulièrement difficile à évaluer. Bref, l'incertitude nous laisse très largement démuné face à l'inconnu, sans le repère, minimal, de la loi des grands nombres et l'aide d'informations précises. C'est ce que nous vivons aujourd'hui de manière particulièrement intense : les conséquences politiques et économiques du printemps des peuples dans le monde arabe et de la catastrophe au Japon cumulent leurs effets sur l'incertitude globale du monde. L'humilité exige d'avouer qu'il est difficile de faire le départ entre l'écume et la vague de tels événements.

**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



## Rentabilité de l'action et protection de l'obligation ? 2 objectifs compatibles avec Groupama Convertibles

Dans l'environnement de marché agité que nous connaissons, **Groupama Convertibles** a su tirer profit de sa mixité actions et obligations pour tirer profit des opportunités offertes sur ces deux classes d'actifs.

Le début d'année 2011 confirme les atouts de la classe d'actifs particulièrement soutenue par la bonne tenue du marché du crédit et par les bons résultats des obligations *High Yield*. Malgré la dynamique du marché primaire avec des nouvelles émissions de tailles importantes comme tout dernièrement Ingenico, ne suffit pas à répondre à la demande sur la classe d'actifs, ce qui constitue un facteur de soutien important.

**Groupama Convertibles** est investi sur des obligations de la zone euro assorties d'un droit de conversion en action de la société émettrice. Investir sur **Groupama Convertibles** permet de participer à la croissance des marchés actions tout en se protégeant des chocs des marchés actions grâce à sa nature convexe qui lui offre une sensibilité à la hausse plus forte qu'à la baisse.

**Groupama Convertibles** dispose de plusieurs moteurs de performance pilotés efficacement dans la gestion du portefeuille dans le but d'optimiser sa performance : la volatilité, l'exposition crédit et bien évidemment les curseurs actions et taux, le premier s'appréciant via le « delta » qui mesure la sensibilité du fonds aux marchés actions et le second au travers de la sensibilité qui mesure l'exposition du portefeuille aux variations de taux.

Le positionnement en zone mixte de **Groupama Convertibles**, avec un delta de 43 %, couplé au contexte des marchés actions et crédit plus porteurs sur la deuxième moitié de l'année ont constitué une base favorable pour **Groupama Convertibles**. Le *stock-picking* de qualité et la faible exposition aux valeurs financières ont permis de renforcer et d'améliorer encore la performance<sup>1</sup> du fonds tout au long de l'année.

Sur 3 ans, **Groupama Convertibles** a réalisé une performance de +27 %<sup>2</sup>, devant son indicateur de référence (+26 %). À l'origine de cette performance<sup>1</sup> se trouve la bonne sélection de valeurs réalisée par le gérant avec des choix d'investissement forts qui se sont portés aussi bien sur des obligations à fort delta que sur des profils d'obligations principalement exposés aux taux.

L'intérêt pour la classe d'actifs nous pousse à développer l'offre de gestion en obligations convertibles sur de nouveaux horizons, de nouvelles zones géographiques. Ainsi, une diversification géographique que le gérant aura à cœur de mettre en œuvre très prochainement au sein d'un nouveau fonds d'obligations Convertibles sur l'Europe cette fois-ci.

<sup>1</sup> Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

<sup>2</sup> Performances du 16/03/2008 au 16/03/2011. L'indicateur de Référence est le Exane Euro Convertibles.

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

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

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

## NOTRE AVIS

### › Comment se porte le fonds ?

Après deux bonnes années (5 % de performance<sup>1</sup> en 2010, près de 20 % en 2009), l'année 2011 a bien démarré tant en absolu qu'en relatif avant que ne surviennent deux éléments : la forte sous-pondération en Alcatel a coûté environ 1 % de performance relativement à son indice. Par ailleurs, la crise nucléaire au Japon a déclenché une forte baisse des marchés à laquelle les convertibles n'ont pu échapper. Toutefois, les caractéristiques défensives des convertibles ressortent ; alors que les principaux indices actions ont des performances négatives depuis début 2011, les convertibles maintiennent encore une performance légèrement positive.

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

Malgré les difficultés géopolitiques dans les pays arabes et la hausse du prix du pétrole, les marchés se sont très bien tenus, grâce à la dynamique des résultats, à la croissance économique et surtout aux flux rentrants sur les marchés actions. La crise au Japon, dont on ne connaît pas le dénouement, apporte beaucoup d'incertitudes. Néanmoins, si on écarte le pire, on peut penser que les perspectives de croissance vont être revues à la baisse d'autant plus que parallèlement, le cadre géo politique ne s'améliorant pas, le prix du pétrole va rester élevé. Si les perspectives moyen terme sont donc un peu moins favorables, nous considérons que compte tenu de la baisse des marchés, nous sommes plutôt sur un point d'entrée, ce d'autant plus que la cherté récente des convertibles s'est amoindrie ces quinze derniers jours.

### Positionnement du fonds :

Suite à la forte baisse des marchés, le delta du portefeuille est passé de neutre à légèrement surpondéré. Compte tenu des incertitudes, nous avons renforcé la sensibilité taux du portefeuille et acheté une assurance « catastrophe » via l'achat d'un *put* très « en dehors » sur indice action. De même, nous avons acheté un *call* en dehors pour bénéficier, d'ici mi-juin, d'un potentiel rebond de marché. Ces stratégies optionnelles permettent de couvrir le portefeuille ou de l'exposer sans prendre de pari directionnel trop marqué, qui s'avère aujourd'hui compliqué à déterminer.



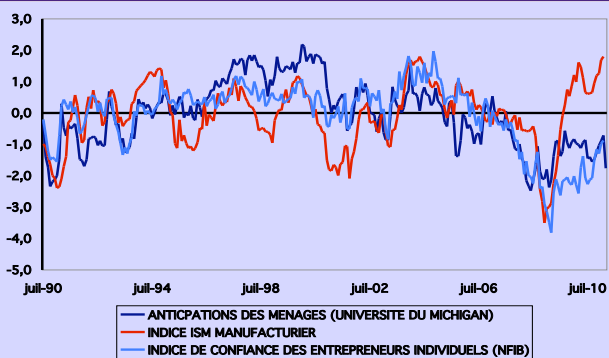
## États-Unis

### APRÈS UN BON PREMIER TRIMESTRE, L'ÉCONOMIE VA PÂTIR DE LA HAUSSE DES TAUX ET DU BOND DU PRIX DU BARIL

Les excellents indices ISM, tirés d'enquêtes tournées vers les grands groupes, donnent une image déformée car trop rose de l'économie américaine. La croissance, révisée de 3,2 % à 2,8 % au quatrième trimestre, demeure modérée. Les indicateurs concernant les PME sont faibles. Les indicateurs avancés globaux (*Conference Board*, OCDE) traduisent même un ralentissement, après un bon premier trimestre 2011 tiré par le commerce extérieur et les stocks. La remontée des taux longs va provoquer une rechute des ventes et une accentuation de la baisse des prix sur le marché de l'immobilier résidentiel, qui souffre toujours de la fragilité du système bancaire : la faible réduction du taux de défaut ne confirme pas la forte contraction des provisions opérée récemment par les banques.

Suite à sa contraction de 0,1 % en janvier, la consommation des ménages devrait ralentir dès le premier trimestre et retrouver des rythmes de croissance de 2 % annualisé, compatible avec un rythme de 200 000 créations d'emplois par mois, après une hausse de 4 % au quatrième trimestre. Elle devrait même accentuer son ralentissement au deuxième trimestre suite au bond de 20 % du prix du baril ces dernières semaines et à la chute des anticipations des ménages. L'inflation devrait remonter de 0,7 point dans les tout prochains mois.

### États-Unis : les grandes entreprises sont confiantes, les PME le sont peu, et les ménages perdent confiance.



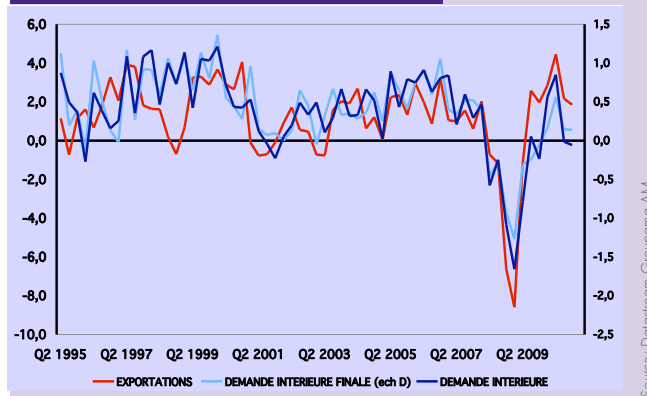
## Zone euro

### CONTRACTION DE LA DEMANDE INTÉRIEURE, BONNE TENUE DES EXPORTATIONS

La croissance se maintient à 0,3 % au quatrième trimestre. Elle est soutenue par les seuls échanges extérieurs. En revanche, la demande intérieure finale (hors stocks) baisse dans quasiment tous les pays, excepté en Allemagne, où elle a été apathique, et en France où elle a été vigoureuse. La récession se poursuit dans tous les pays périphériques en dehors de l'Espagne (+0,2 %), sauvée par la vigueur exceptionnelle des exportations (+4,5 %).

La croissance sera plus forte au premier trimestre grâce au rebond du commerce mondial, au rattrapage dans le secteur de la construction suite aux intempéries du trimestre précédent, et à la reconstitution des stocks en France qui a subi un déstockage massif, consécutif à la vigueur de la consommation d'automobiles, avant l'arrêt programmé de la prime à la casse. Mais, la récession continuera dans les pays périphériques. La poursuite de la remontée des taux longs, en dépit des avancées dans la coopération européenne, et la récente envolée des prix du baril accroissent alors notre inquiétude sur la croissance qui va de plus en plus ressentir les effets des plans de rigueur budgétaire. L'inflation devrait remonter de 0,5 point dans les tout prochains mois et réduire d'autant le pouvoir d'achat des ménages. L'inflation sous-jacente à 1 % devrait cependant continuer à baisser, à la suite de la réduction de la demande potentielle des ménages.

### Zone euro : demande (var trim, %)



## Japon

### UNE FAILLE DE PLUS

Le 11 mars 2011, un séisme sans précédent a frappé cinq préfectures qui ne représentaient que 8 % du PIB. Mais le tsunami qui a suivi a dévasté toute la région, faisant des milliers de morts et disparus. Plusieurs centrales nucléaires ont été endommagées : 11 des 55 réacteurs nucléaires du Japon ont été arrêtés, alors que l'énergie nucléaire assure près du tiers de la production électrique. Plusieurs entreprises ont fermé pour rupture d'électricité, rupture d'approvisionnement dans la chaîne de production. Enfin, l'accident nucléaire de la centrale de Fukushima a été un cataclysme, notamment pour les Tokyoïtes qui assurent 40 % du PIB du pays, touchés par la contamination radioactive et les répliques du séisme : les dépenses des ménages et l'investissement des entreprises devraient chuter. Au total, en cas de reprise en main rapide de la centrale de Fukushima, le PIB devrait fortement se contracter au deuxième trimestre, mais par la suite, les dépenses de reconstruction devraient soutenir la croissance. L'impact négatif serait alors provisoire pour le Japon et faible pour le reste du monde, qui bénéficierait du choc d'offre énergétique négatif touchant le Japon, où la politique énergétique devrait être remise en cause. En revanche, la persistance d'un risque nucléaire dans les prochaines semaines est susceptible de provoquer un retournement radical des anticipations des agents privés dans le monde entier et entraîner un affaiblissement sensible de la croissance mondiale.

### Japon : emplacement des centrales nucléaires





## Gestion Monétaire

### La prudence est de rigueur.

La crise de la dette en zone euro s'améliore après le premier week-end de sommet européen. Le risque géopolitique dans le Golfe paraît s'atténuer, non pas pour la démocratie mais pour le prix de l'or noir. Les marchés ont relayé ces deux risques au second rang et tous les yeux sont tournés vers le Japon. Cette catastrophe, au-delà de la tragédie pour sa population, a trois types de conséquence : un ralentissement de l'économie mondiale, un déséquilibre des flux financiers par rapatriements des actifs nippons ensuite et enfin, la nervosité que le risque nucléaire engendre chez tous les opérateurs. On ne doute pas du sens négatif de tous ces éléments, mais c'est encore tôt pour en calculer les amplitudes. Nous adoptons donc des postures défensives sans pour autant envisager le scénario du pire.

P-H.B

### BANQUES CENTRALES

#### La Banque Centrale durcit le ton!

Lors de la dernière réunion de la banque centrale, J.-C. Trichet a durci le ton et annoncé une probable hausse de taux en avril.

Cette décision rappelle aux autorités politiques européennes que la BCE leur a laissé le temps de résoudre les problèmes des pays périphériques et que maintenant, il est temps pour elle de revenir à son mandat principal de lutte contre l'inflation. Mr Trichet a déclaré que cette hausse attendue de 25bp ne devrait pas être le début d'un cycle de resserrement monétaire. Dans cette hypothèse, on comprend assez mal l'urgence de ce geste pour lutter contre une inflation importée peu sensible au niveau des taux.

Dans le même temps, la banque centrale britannique avec une inflation beaucoup plus haute qu'en zone euro maintient ses taux à 0,5 % pour ne pas peser sur la croissance.

J.-C. Trichet a bien marqué la différence entre politique monétaire et mesures exceptionnelles de liquidité bancaire. Les opérations de refinancement à une semaine, un mois et trois mois pour des montants illimités sont reconduites, ce qui permettra d'assurer une liquidité abondante jusqu'à la fin du premier semestre 2011 au moins.

La combinaison de taux encore bas et de liquidités illimitées militent pour un taux EONIA en deçà du taux de refinancement. La volatilité continue d'être forte depuis le début de l'année.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

#### Stratégie de gestion

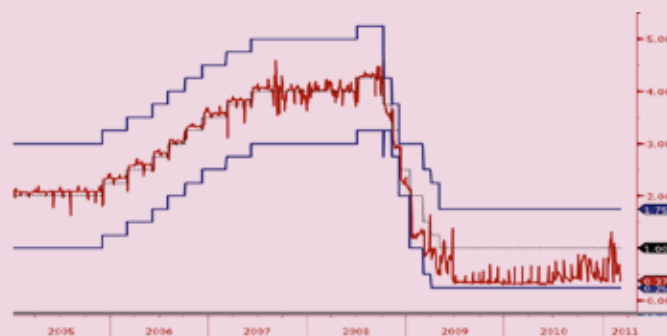
Les *spreads* des pays périphériques se sont à nouveau écartés.

Dans les portefeuilles monétaires, nous attendons des niveaux de taux courts significativement attractifs pour remettre de titres d'état espagnols, portugais ou italiens.

Suite aux déclarations de Mr Trichet, nous prévoyons une hausse du taux REFI de 25 bp en avril mais nous ne croyons pas à une hausse isolée. C'est pourquoi nous anticipons une seconde hausse d'ici un an. La catastrophe au Japon et ses conséquences sur l'économie mondiale dans les mois à venir font partie des raisons qui pourraient amener Mr Trichet à décaler une hausse de taux. En effet, au moment où des annonces politiques pour proposer d'aider le Japon en achetant de la dette japonaise, une hausse de taux en Europe pourrait être mal comprise.

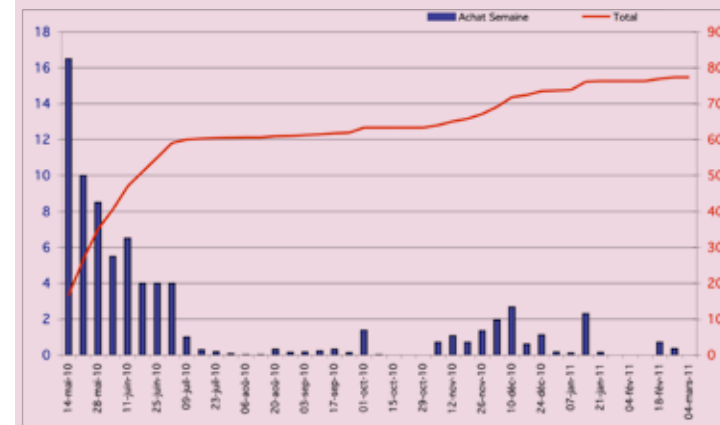
D.B

Corridor, taux de refinancement & EONIA  
Moyenne EONIA Capitalisé sur 2010: 0.43%



Source: Bloomberg

Historique des achats de dettes périphériques par la BCE



Source: Groupama AM - Bloomberg

#### 1- Philippe-Henri Burlisson

Directeur des Gestions Fondamentales

#### 2- Diana Breton

Responsable de la Gestion Monétaire

#### 3- Gaëlle Malléjac

Responsable de la Gestion Taux

#### 4- Claire Chaves d'Oliveira

Responsable de la Gestion Actions

#### 5- Claire Bourgeois

Responsable de la Gestion ALM Taux et Actions

## Gestion de taux

### TAUX LONGS

■ **Les événements récents - la catastrophe au Japon et l'émergence du risque géopolitique** ont accentué la volatilité et provoqué le retour de « la fuite vers la qualité » sur les marchés.

La crise libyenne avait stoppé la hausse des rendements aux États-Unis et poussé le taux 10 ans américain à la baisse. En zone Euro, c'est l'impact de cette crise sur le prix du baril de pétrole que les marchés avaient retenu, favorisé par le discours de Mr Trichet focalisé sur les pressions inflationnistes.

La survenue de la catastrophe au Japon ces derniers jours et les risques nucléaires associés ont balayé en grande partie les anticipations de hausse de taux en zone euro et entraîné une baisse marquée des rendements. Ces nouvelles ont pris le pas sur la gestion de la crise de la dette souveraine.

Le calendrier des jours à venir n'en est pas moins chargé et important. Les discussions en cours ont pour objectif de parvenir à un consensus entre les pays sur le pacte de compétitivité et le mécanisme européen de stabilité. Des progrès sont attendus pour qu'un accord soit présenté lors du sommet européen des 24-25 mars prochains. Il nous paraît optimiste de penser que tout sera résolu à ce terme, mais les premières annonces sont positives.

Au-delà de la crise souveraine, les marchés vont rester rivés à court terme sur l'évolution des événements au Japon et du risque nucléaire. Le mouvement de fuite vers la qualité va continuer de prendre le pas sur les facteurs fondamentaux. Les pressions inflationnistes, alimentées par le prix élevé du baril de pétrole, vont être reléguées au second plan.

### CRÉDIT

■ **Les dettes privées ont montré une belle résistance** dans ce contexte d'aversion au risque. Elles parviennent à conserver leur surperformance depuis le début de l'année, même si certains secteurs perdent du terrain ces derniers jours : assurance et *utilities* principalement. Si les fondamentaux sont toujours porteurs, la montée des risques nous amène à alléger notre allocation crédit ainsi que notre sensibilité crédit et adopter un biais défensif.

### INDEXÉES INFLATION

■ **Les pressions inflationnistes sont toujours présentes.** Les chiffres d'inflation à venir devraient montrer une poursuite de la hausse de l'inflation alimentée par un prix du baril toujours élevé. Néanmoins, le retour de l'aversion au risque et de la volatilité sont des facteurs pénalisants pour la classe d'actifs, nous repassons neutre.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

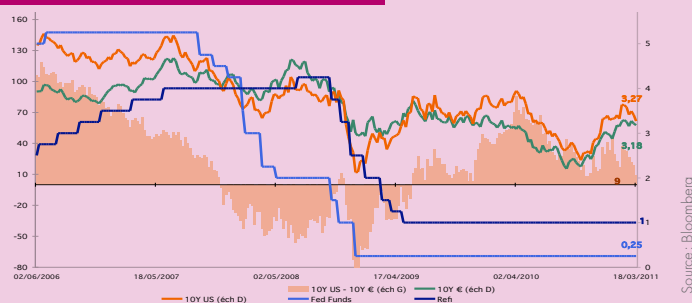
■ **La poursuite du mouvement de fuite vers la qualité attendu** dans ce contexte d'incertitudes élevées, nous conduit à remonter l'exposition aux taux des portefeuilles à neutre et à enlever notre biais à l'aplatissement du segment 2-10 ans.

Notre allocation pays sous-pondère toujours les pays dont les problèmes de solvabilité sont importants (Grèce, Portugal et Irlande), est neutre sur l'Espagne et l'Italie, et fait toujours la part belle aux pays core.

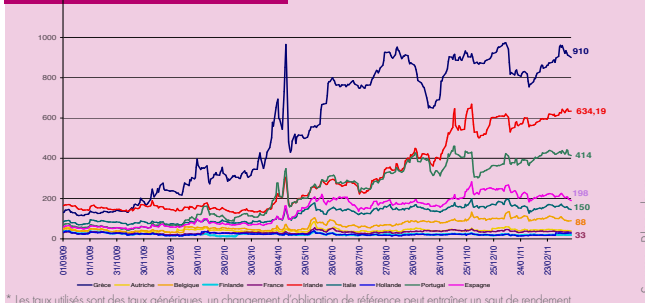
Sur le crédit, nous adoptons un positionnement défensif dans les portefeuilles en diminuant la sensibilité crédit et en constituant une poche de liquidité.

G.M

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



Évolution des spreads de taux à deux ans au sein de la zone euro \*



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

## Gestion Actions

### PRÉVISIONS DE RÉSULTATS

#### ■ Prévisions des résultats: les surprises positives sur les profits se réduisent

• On constate que cette fois-ci, les surprises positives concernent surtout le chiffre d'affaires et non les profits (hausse des coûts).

#### ■ Valorisations: le rebond des valorisations s'atténue... l'attractivité demeure.

Alors que les anticipations de bénéfices se stabilisent, taux d'intérêt et mouvements des marchés actions se compensent, les valorisations restent attractives.

### AUTRES FACTEURS

#### ■ Liquidités et flux: la collecte s'amplifie sur les fonds d'actions américains et européens.

- On note aussi l'accélération des introductions en bourse (26 Md\$ en deux mois dans le monde).
- Retour des OPA, concrétisées ou en projet.

#### ■ Les Petites Capitalisations devraient continuer à bien performer.

- Le cycle des Fusions & Acquisitions leur est favorable, à l'image des récentes opérations sur Bulgari, Tognum ou SGL Carbon.

- Une plus forte croissance
- Un vivier important de valeurs sous-valorisées

#### ■ Analyse graphique: retour vers les supports

La correction attendue s'est effectivement produite et a ramené les indices européens et américains sur des zones de support importantes. Il y a « normalement » une forte probabilité de rebondir. Toutefois, cette baisse est sans doute le début du processus de baisse de plus grande ampleur que nous attendions au cours du printemps. Le marché japonais est dans une configuration évidemment différente et une détérioration aussi forte empêche toute visibilité.

### PERSPECTIVES

#### ■ De plus en plus d'incertitudes

- Les nouvelles macro économiques confirment l'embellie, tout comme les derniers résultats des entreprises, notamment au niveau du chiffre d'affaires... mais avec un début de tassement des marges.
- Or, les incertitudes géopolitiques et leur impact sur le prix du pétrole constituent un poids de plus sur les marges des entreprises, dont nous craignons déjà le pincement, d'où notre positionnement en deçà du consensus concernant les anticipations de croissance des bénéficiers.

À ces inquiétudes vient se greffer la catastrophe au Japon, dont nous ne mesurons pas encore toutes les conséquences, mais qui vient sans nul doute impacter la psychologie des marchés et la croissance mondiale.

Par ailleurs, la crise de la dette européenne n'est pas encore résolue, même si les gouvernements ont fait preuve d'efficacité début 2011. Les échéances de printemps risquent de voir ressurgir les appréhensions du marché.

Dans ce contexte, nous réduisons significativement notre exposition aux valeurs japonaises. Sur les marchés occidentaux, la baisse actuelle pourrait se transformer en opportunité de se renforcer, pour autant que le spectre nucléaire soit effectivement écarté. Sur un horizon plus long terme, nos objectifs doivent être revus en baisse.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ Le thème de la hausse des coûts de matières premières, pétrole compris, reste essentiel, et nous amène à remonter notre exposition à l'énergie. Les événements au Japon nous amènent à réduire encore nos positions sur les valeurs de luxe, et à renforcer certains secteurs défensifs (agro-alimentaire, télécoms).

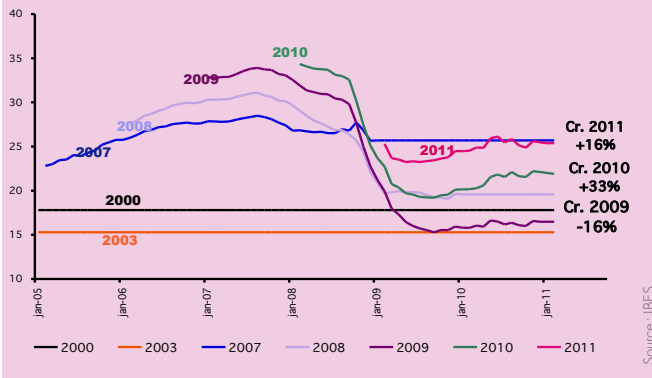
C.CO

### Principaux indices boursiers

	08/03/11	Var. 2011 en euros
DJ Euro Stoxx 50	2945	5,5 %
SBF 250	2945	5,2 %
CAC 40	4016	5,5 %
FTSE 100 (UK)	5975	0,9 %
S&P 500	1322	1,4 %
Nasdaq	2766	0,6 %
Topix (Japon)	939	-1,1 %

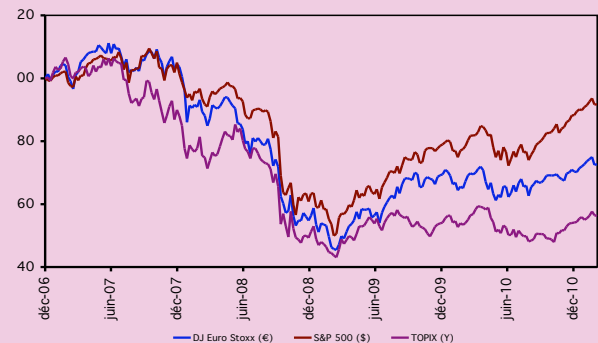
Source : Datastream

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



Source : IBES

### Performances des indices boursiers internationaux en devise locale



Source : Datastream



## La tendance

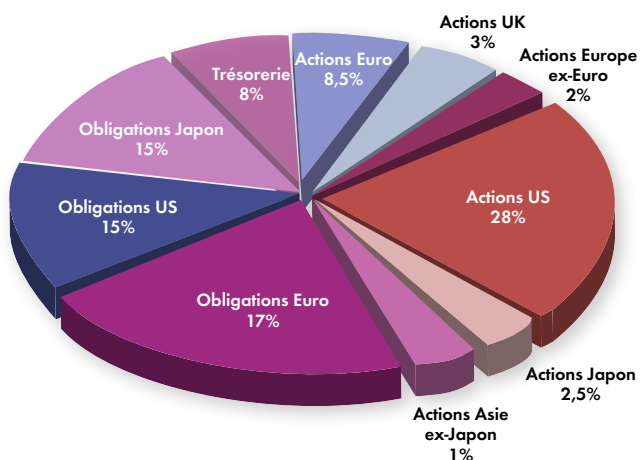
De l'avis général, les marchés actions cherchaient des raisons de consolider leur brillant parcours de ces derniers mois, c'est désormais chose faite. Oublié le coup de chapeau ayant salué l'impressionnant rebond de près de 100 % affiché par le S&P depuis le point bas de 2009 ! Évidemment affectée par une telle catastrophe, la salutaire consolidation anticipée s'est transformée en une sévère correction. Cependant pré-séisme, l'horizon avait déjà eu tendance à sensiblement s'obscurcir : on subissait toujours l'effet des tensions sur les prix de l'énergie consécutives aux troubles en Afrique du nord et au Moyen-Orient, on supputait sur le nombre des resserrements monétaires à venir en zone euro, ou on s'inquiétait sur les conséquences de l'abaissement de la note de l'Espagne sur les *spreads* des souverains périphériques.

Post-séisme, et même s'il est évidemment difficile d'analyser en profondeur une situation encore loin d'être stabilisée, force est de constater que la visibilité reste faible. On retiendra cependant deux phénomènes notables survenus lors de ce violent *sell off* : le rôle majeur joué semble-t-il par les *hedgers funds* lors des ventes massives

d'actifs risqués japonais et le déboucement brutaux des *carry trades* qui a fait s'envoler la devise nipponne. Ce dernier mouvement, a priori assez inattendu, fait émerger un problème supplémentaire pour un gouvernement japonais qui s'en serait bien passé. Pour l'heure, les banquiers centraux en intervenant de concert ont réussi à enrayer l'envolée du yen, mais le dollar qui fléchit à son tour dangereusement risque de transformer peu à peu l'euro en dindon de la farce.

Dans ce contexte tendu, les investisseurs manquent cependant cruellement d'alternative crédible aux placements actions. Les marchés obligataires ne représentent pas en effet un refuge particulièrement rassurant, que ce soit en zone euro où ils apparaissent directement menacés par la phase de resserrement monétaire qui se dessine, ou que ce soit aux États-Unis où les rapatriements de capitaux d'investisseurs nippons et l'incertitude concernant le plafonnement de la dette souveraine pourraient peser. Cette absence d'alternative est un élément de poids qui permet d'anticiper une stabilisation des marchés boursiers au cours des prochaines semaines.

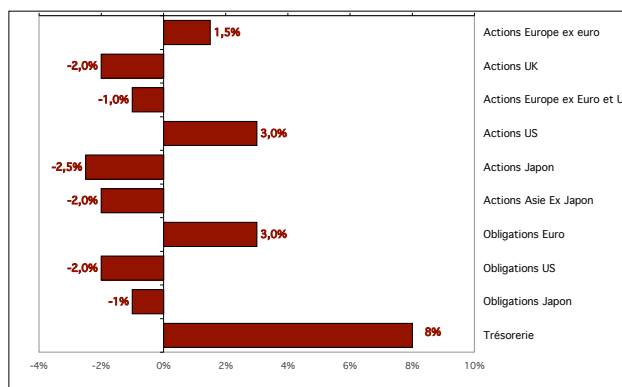
## Portefeuille modèle



Portefeuille arrêté au 14/03/2011. Indice composé de 50% JPM global couvert + 50% MSCI world. Source : Groupama AM.

## Différence en %

### ENTRE L'INDICE ET LE PORTEFEUILLE MODÈLE



## Allocation

Globale Actions 45 % / Taux 47 % / Monétaire 8 %

### MARCHÉ D' ACTIONS (45 %)

■ **États-Unis (28%)** : Les bourses américaines ont largement surperformées les autres places financières dans la phase de retracement puis dans la phase de correction que l'on subit. Dans ce contexte extrêmement tendu, elles continuent de jouer parfaitement leur rôle de valeur refuge. En outre, la saison des résultats a confirmé les bénéfices conséquents et le cash pléthorique ainsi engrangé va permettre aux entreprises américaines, une fois passée la phase de stress, de reprendre les M&A et les rachats d'actions. Cela reste notre zone privilégiée.

■ **Europe (13,5%)** : La classe d'actifs fait partie de notre programme d'allègement; nous écrivons même si nous considérons que les valeurs européennes devraient continuer de bénéficier de flux de réallocation des gérants internationaux.

■ **Asie (3,5%)** : Peu de raisons dans ce contexte de privilégier les actions nipponnes : nous conservons la moitié de l'exposition du *benchmark*; hormis un rebond technique de court terme, nous estimons que la performance des actions japonaises restera en retrait de celle de ses homologues; le tissu industriel est sévèrement touché et les injections massives de liquidités de la part de la BoJ ne semblent pas en mesure de contrebalancer cet effet négatif. Nous poursuivons également notre allègement sur la zone asiatique hors Japon.

### MARCHÉ DE TAUX (47 %)

■ **États-Unis (15%)** : Les craintes liées aux rapatriements des capitaux au Japon, celles concernant le problème du plafond de la dette, nous conduisent à arbitrer une grande part de notre surexposition au profit des obligations japonaises.

■ **Europe (17%)** : Les différents sommets européens apparaissent de nature à apaiser l'inquiétude (à court terme) concernant le thème de la crise des dettes souveraine.

■ **Japon (15%)** : Nous reconstruisons des positions significatives sur la dette japonaise; les investissements constitués par les capitaux rapatriés devraient soutenir les marchés en dépit des niveaux absolus toujours très faibles.

### MONÉTAIRE (8 %)

Augmentation due à l'allègement en actions.

# EN UN CLIN D'ŒIL

## Nos stratégies de taux

		Niveau actuel 16/03/2011	Objectif à court terme	Objectif à 1 an
États-Unis	Fed Funds	0,25	😊	😊
	TNote 10 ans	3,20	😞	😊
Europe	Taux Refi	1,00	😞	😞
	OAT 10 ans	3,43	😞	😞
Japon	Taux BOJ	0,10	😊	😊
	JGB 10 ans	1,21	😊	😞

Sources : Groupama AM, Bloomberg

## Notre portefeuille modèle obligataire en € au 16/03/11

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 16/03/11

Indices	16/03/2011	Prévisions Groupama Asset Management à court terme à 1 an (< 3 mois)	
		😊	😊
France (CAC 40)	3 697	😊	😊
Euroland (DJ)	267	😊	😊
Royaume-Uni (FTSE 100)	5 598	😊	😊
États-Unis (S&P 500)	1 257	😊	😊
Japon (Topix)	818	😊	😊
MSCI Asia free ex-japan	539	😊	😊

Sources : Groupama AM, Bloomberg

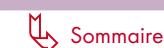
## Perspectives sectorielles

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°102

**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  
Sandrine Louis-Sidney / 01 44 56 56 79 / slouissidney@groupama-am.fr  
Gaspard Theyssset / 01 44 56 66 65 / gtheyssset@groupama-am.fr  
**Relations distributeurs externes et institutionnels Europe :**  
Alexandre Jaegle / 01 44 56 89 17 / ajaegle@groupama-am.fr  
Anne-Laure Mugnier / 01 44 56 56 21 / almugnier@groupama-am.fr  
Matthieu Painturaud / 01 44 56 77 72 / mpainturaud@groupama-am.fr  
Jon Dubarbier / 01 44 56 71 45 / JDubarbier@groupama-am.com

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