

# La Lettre

Gestion & Stratégie

Numéro **104**  
Mai 2011

## SOMMAIRE

Éditorial .....	1
Zoom OPCVM .....	2
Notre avis .....	2
Environnement économique .....	3
Coup de frein	
Gestions fondamentales .....	4-6
Les marchés sous contraintes hydrauliques	
Gestion Monétaire .....	4
M. Trichet garde la main	
Gestion de taux .....	5
Le crédit toujours favori	
Gestion Actions .....	6
Beaucoup de questions, peu de réponses...	
Gestion diversifiée .....	7
Up and down!	
En un clin d'œil .....	8

Achévé de rédiger le 19 mai 2011.  
Une version anglaise sera disponible prochainement.

## ÉDITO



Choisir entre deux coupes de cheveux (*haircut*)

Il est aujourd'hui clair que la Grèce ne sera pas en état de revenir se refinancer sur les marchés en 2012, comme initialement prévu. Les contours d'un nouveau paquet de financements de l'UE et du FMI assorti d'une conditionnalité renforcée se dessinent progressivement. Les marchés, un grand nombre d'analystes et la presse financière anglo-saxonne plaident pour le *quick fix* d'une restructuration de la dette grecque. Ce faisant, ils oublient que l'euro a été « vendu » aux investisseurs internationaux comme la devise d'un espace économique stable et sans risques, ni inflationnistes (BCE indépendante), ni de crédit (pacte de stabilité). Que sur ce dernier point, les engagements n'aient pas été complètement tenus n'enlève rien à la perte de crédibilité pour l'ensemble de la zone euro qui découlerait d'une restructuration. Un *haircut* sur la dette grecque serait aussi un *haircut* sur le capital politique investi sur l'union économique et monétaire, principale réalisation de l'Union Européenne depuis vingt ans. Les décideurs européens doivent donc choisir entre deux coupes de cheveux.

**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



## Excellent début d'année 2011 pour Groupama Crédit Euro

Comme nous l'avions annoncé en début d'année (cf. zoom de la lettre n°100), Groupama Crédit Euro continue de bénéficier d'un marché bien orienté malgré le contexte chahuté de ce début d'année.

En effet, la crise sur la dette souveraine des pays périphériques, les incertitudes politiques au Moyen-Orient ou encore la catastrophe japonaise, ont été bien absorbées par le marché de la dette privée qui a fait preuve d'une très bonne résistance.

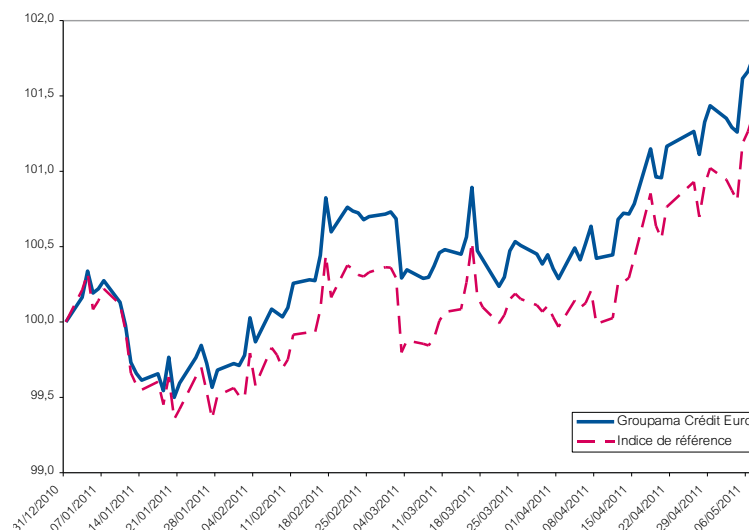
Dans ce contexte, Groupama Crédit Euro a maintenu un positionnement neutre sur le crédit afin de mieux gérer la volatilité induite par le contexte macro-économique incertain. Néanmoins, il est resté exposé aux dettes subordonnées bancaires de manière sélective et a surpondéré les émetteurs ayant une qualité de notation de BBB, qui bénéficient toujours d'un rendement attractif au regard du faible taux de défaut.

Encouragé par la robustesse du marché et par plusieurs éléments de soutien, comme les fondamentaux solides des entreprises, la mise en place de mécanismes de soutien aux pays périphériques, et l'amélioration de l'environnement bancaire, Groupama Crédit Euro a adopté récemment un positionnement tactique positif en termes de sensibilité crédit. Cette stratégie lui permet de mieux profiter du portage offert par la classe d'actifs et de niveaux de spreads toujours attractifs sur la dette bancaire. Le fonds a donc renforcé sa surpondération sélective sur la dette bancaire subordonnée et les corporates BBB.

À ce jour, le cycle de hausse des taux courts engagé par la banque centrale ne représente pas une menace pour Groupama Crédit Euro, dans la mesure où celui-ci reste progressif.

Depuis le début de l'année, Groupama Crédit Euro a délivré une performance de +1,95%<sup>1</sup> devant son indicateur de référence (1,61%).

Performance de Groupama Crédit Euro<sup>1</sup> du 31/12/10 au 9/05/11



<sup>1</sup> Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

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

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

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

## NOTRE AVIS

### › Pourquoi investir sur le crédit?\*

Le « credit investment grade » reste attractif et continue de bénéficier d'un marché bien orienté porté par une croissance molle. Autre facteur favorable au crédit : nous constatons de très bons résultats au niveau des entreprises, accentués par des taux de défauts historiquement bas, inférieurs à 2% en Europe.

### › Quelle perspective d'ici la fin d'année 2011?

En prenant comme hypothèse qu'il n'y aura pas de restructuration grecque en 2011, le crédit devrait continuer à performer, basé sur une stratégie de portage.

### › Quels sont les points forts du fonds?

Nous privilégions toujours au sein de l'univers des corporates la catégorie de rating BBB, qui offre des spreads attractifs par rapport aux fondamentaux micro-économiques ; très lisibles de ces entreprises. Cette préférence nous permet de maximiser le portage. De plus, avec l'augmentation des capitaux sur le système bancaire et un discours réglementaire plus conciliant, nous avons une vision plus positive sur le secteur bancaire. Nous sommes en train de revenir sur ce secteur vers la neutralité, en augmentant de façon graduelle notre exposition sur les obligations seniors et sur les subordonnées, en particulier les LT2.

\* Avant toute décision d'investissement, merci de contacter le service commercial (voir page 8) pour une recommandation adaptée. -



## États-Unis

### NET RALENTISSEMENT DE L'ACTIVITÉ AU PREMIER SEMESTRE

La croissance s'est sensiblement affaiblie au premier trimestre, passant de 3,1 % à 1,8 %. Elle a été pénalisée par la normalisation de la consommation privée, qui a augmenté sur un rythme de 2,7 % après 4 % et par la contraction des dépenses publiques, qui a ôté 1 point de croissance. Enfin, l'investissement immobilier a souffert de la remontée des taux longs, plongeant de près de 25 % en rythme annualisé dans le commercial mais limitant sa correction à près de 5 % dans le résidentiel, grâce à une intensification des baisses de prix. Le ralentissement devrait se poursuivre, touchant particulièrement les grandes entreprises, comme l'indique le retournement brutal de l'indice ISM non-manufacturier. Si l'investissement des entreprises, faible aussi au premier trimestre, devrait être plus dynamique, les stocks ne devraient plus gonfler la croissance. L'immobilier résidentiel devrait continuer à se dégrader : le nombre de nouveaux dossiers de crédits hypothécaires replonge, la confiance des promoteurs est toujours aussi faible. Seule, une diminution importante des taux hypothécaires améliorerait le marché de l'immobilier tant résidentiel que commercial. Enfin, la consommation des ménages devrait davantage ralentir et augmenter de 1,5 % au deuxième comme au troisième trimestre, à cause de moindres créations d'emplois et de la remontée de l'inflation de 2,8 % à 3,5 %. Au total, la croissance ne devrait pas dépasser les 1 % au deuxième trimestre.

## Zone euro

### PIC DE CROISSANCE AU PREMIER TRIMESTRE

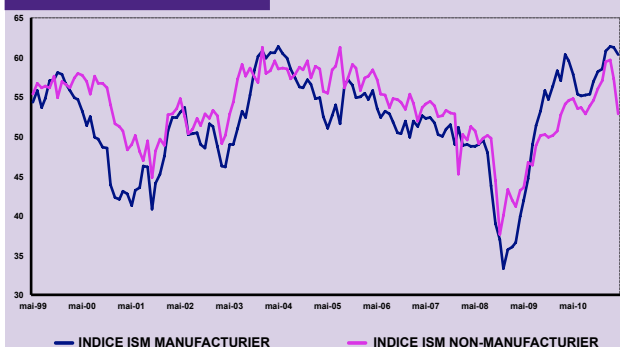
Selon l'estimation flash qui ne fournit pas de décomposition, la croissance a été bien plus dynamique qu'anticipée au premier trimestre, passant de +0,3 % à +0,8 %. Elle a été probablement tirée par le rattrapage d'activité dans le secteur de la construction, handicapée fin 2010 par les grands froids, et par le mouvement de restockage industriel à l'échelle mondiale. Elle a été en revanche plombée par la contraction de la consommation dans les pays périphériques, affectée par les plans de rigueur. Les perspectives sont nettement moins bonnes pour le deuxième trimestre. Les indicateurs avancés (PMI, enquêtes de la commission européenne) se retournent dans tous les secteurs, en particulier dans la construction et dans le commerce de détail. La hausse des taux longs a durci les conditions de crédit immobilier. La consommation des ménages devrait diminuer sous l'impact de la dégradation du pouvoir d'achat : la prochaine hausse de l'inflation de 2,7 % à 3,2 % n'entraînera pas d'augmentations salariales supplémentaires. Les effets de second tour sont alors quasi inexistant : les hausses des prix de production des biens finaux (biens d'équipement, biens de consommation durables) sont très faibles alors que les perspectives de prix de vente des industriels se retournent à la baisse. La détérioration marquée des perspectives de production dans tous les pays y compris en Allemagne et en France annonce une croissance atone au deuxième trimestre.

## Japon

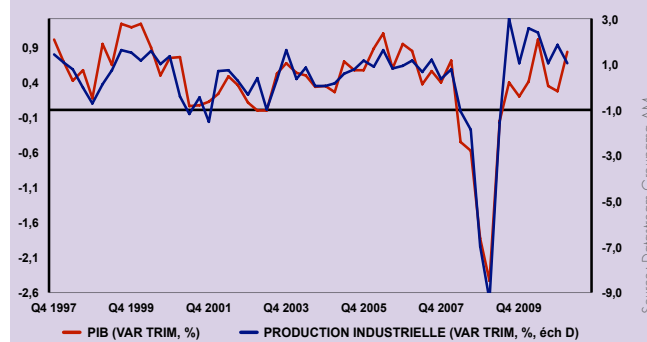
### PLONGEON DE L'ACTIVITÉ, REPRISE À LA FIN DE L'ANNÉE

La production industrielle a enregistré une chute de plus de 15 % en mars, entraînée par le secteur automobile (-50%) et les semi-conducteurs (-30%) où elle pâtit de la forte contraction de la demande et des pénuries de composants. La désorganisation de la production est visible dans la chute des exportations de près de 8 % en mars. Le secteur non-manufacturier est également affecté : l'indicateur d'activité concernant les petites entreprises du secteur non-manufacturier plonge de 20 points pour revenir au niveau d'octobre 2008. Tous ces indicateurs confirment un plongeon du PIB au deuxième trimestre après une contraction de près de 4 % en rythme annualisé au premier trimestre. L'activité devrait rebondir grâce aux exportations puis baisser de nouveau à cause de la consommation des ménages. Le pouvoir d'achat salarial devrait se dégrader, conséquence directe de la chute d'activité. Le nombre d'heures travaillées et la rémunération moyenne diminuent déjà. L'emploi devrait suivre. Une reprise est prévue pour le quatrième trimestre, tirée par les dépenses de reconstruction : un premier collectif budgétaire de 35 Md\$ sur les 250 Md\$ prévus est passé. Le reste du financement fait toujours l'objet de débat entre le gouvernement et les députés.

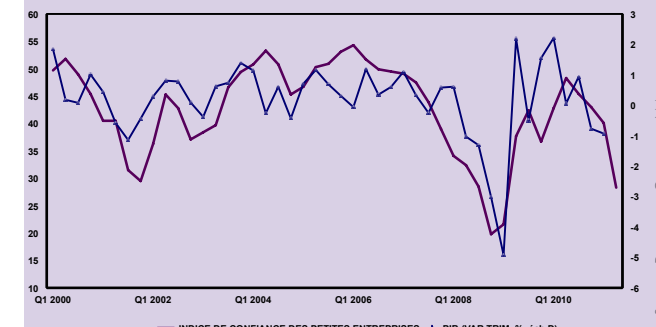
États-Unis : les indices ISM sont en train de se retourner brutalement



Zone euro : le PIB accélère nettement grâce au rattrapage dans le secteur de la construction, la production industrielle décélère.



Japon : le PIB devrait chuter au deuxième trimestre après une légère baisse au premier





## Gestion Monétaire

### Les marchés sous contraintes hydrauliques.

Il suffit d'anémiques volumes sur un CDS ou une obligation grecque pour imaginer revaloriser tout le stock et affoler le marché. La fin des flux, d'achat du QE2 aux États-Unis, et de fourniture de liquidité de la BCE, sont des éléments importants pour les taux. Le retour des fusions-acquisitions et la souspondération généralisée soutiennent systématiquement les marchés d'actions. De son côté, le crédit résiste à tout avec des investisseurs toujours longs de liquidités et des fortes tombées pour les mois à venir. Même l'interbancaire connaît de violents soubresauts au gré des constitutions des réserves bancaires. Si ces éléments sont importants à intégrer, il ne faut pas oublier les fondamentaux qui militent pour une vision prudente du côté macro et raisonnablement positive du côté micro.

P-H. B.

### BANQUES CENTRALES

#### M. Trichet garde la main

Après l'amorce de normalisation de la politique monétaire en avril, la banque centrale européenne a calmé le jeu en laissant entendre qu'elle n'interviendrait pas avant juillet.

Les facteurs de risque sont bien là. Un risque inflationniste croissant, mais face à cela la crise des dettes souveraines n'est toujours pas réglée et tempère la volonté de la Banque Centrale.

Le diagnostic sera fait avant la prochaine réunion sur les thèmes bien sûr de l'inflation et de la croissance mais, fait nouveau, aussi sur le niveau de la devise européenne. Le mouvement de remontée de taux devrait être très progressif.

Quoi qu'il en soit, M. Trichet a bien rappelé que la politique monétaire en zone Euro restait accommodante.

Le marché monétaire a pris acte de ce changement de ton et les taux courts ont reflué.

Nous maintenons nos anticipations de deux hausses de taux de 0,25 % à horizon 12 mois, portant ainsi le taux Refi à 1,75 %.

D. B.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

#### Politique de gestion

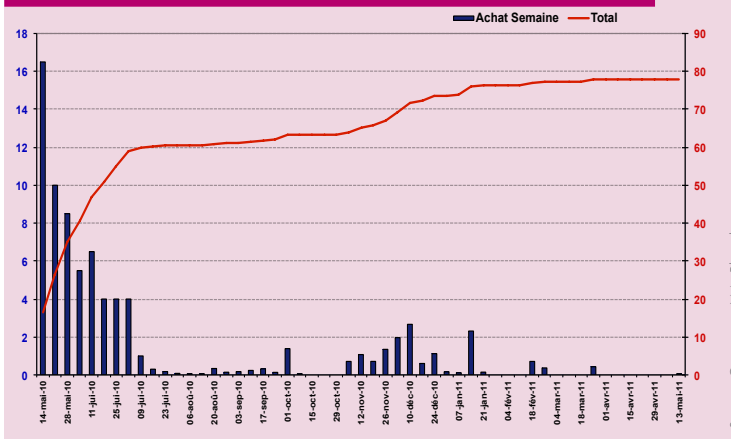
La volatilité de l'EONIA a été forte ce mois-ci, attisée par la volonté des banques de constituer rapidement leurs réserves puis par l'excédent de réserves.

Nous avons augmenté la part de taux variable dans les portefeuilles afin d'accompagner le mouvement sur les taux monétaires.

Corridor, taux de refinancement & EONIA  
Moyenne EONIA du 01/01/11 au 30/04/11 : 0,75%



Historique des achats de dettes périphériques par la BCE



#### 1- Philippe-Henri Burlisson

Directeur des Gestions Fondamentales

#### 2- Diana Breton

Responsable de la Gestion Monétaire

#### 3- Gaëlle Malléjac

Responsable de la Gestion Taux

#### 4- Claire Chaves d'Oliveira

Responsable de la Gestion Actions

#### 5- Claire Bourgeois

Responsable de la Gestion ALM Taux et Actions

## Gestion de taux

### TAUX LONGS

#### ■ La crise de la dette souveraine en zone euro fait de nouveau l'actualité.

Les craintes sur certains pays, Grèce en tête, en matière de déficits et de solvabilité, se sont accentuées, avec l'annonce de nouvelles révisions en hausse des déficits publics pour l'année 2010. Mais l'envolée des primes de risque des trois pays sous perfusion européenne, a surtout été alimentée par des rumeurs de restructuration sur la dette grecque, rumeurs à chaque fois démenties par les autorités.

Nous excluons à court terme une restructuration de la dette grecque et nous attendons une annonce officielle pour une extension du plan de sauvetage dans les semaines qui viennent. Les autorités cherchent à gagner du temps. En terme directionnel, les facteurs haussiers taux à court terme sont toujours présents : s'il n'y a plus d'accélération de la croissance à attendre des deux côtés de l'Atlantique, les surprises à la hausse de l'inflation devraient se poursuivre jusqu'au milieu de l'été. En zone euro, nous attendons une pause dans la crise de la dette souveraine (avec l'annonce du plan), qui ne sera plus un soutien aux taux des pays Core à très court terme. Aux États-Unis, l'arrêt des achats de treasuries par la FED à l'issue du QE2, même s'il est anticipé, ne sera plus un soutien mécanique aux taux américains.

Compte tenu des niveaux de taux actuels, (en baisse depuis un mois) et tenant compte de la fin de l'accélération de la croissance, nous revoyons nos cibles de taux 10 ans à 3 mois à 3,5 % aux

États-Unis et à 3,70 % en France. Les cibles à un an demeurent inchangées.

### CRÉDIT

#### ■ La bonne performance du crédit ne se dément pas en dépit des rumeurs de restructuration de dette en Grèce.

Les primes de risque poursuivent leur resserrement. Ce sont toujours les dettes financières et les dettes BBB qui tiennent le haut du pavé. Le secteur financier a été particulièrement soutenu par les premières augmentations de capital annoncées par plusieurs banques. Cette résistance du marché du crédit, la recherche de rendement par les investisseurs et l'amélioration des fondamentaux bancaires (augmentations de capital) sont des soutiens forts à cette classe d'actifs. Nous passons tactiquement positifs.

### INDEXÉES INFLATION

#### ■ Les obligations indexées inflation € affichent une performance en ligne avec les obligations nominales.

Si les points morts d'inflation ont reflué ces dernières semaines, ils ont été compensés par le portage très positif. Sur les autres marchés, c'est aux États-Unis que les performances sont les plus favorables, suivis du Japon. Les pressions inflationnistes sont toujours présentes sur l'inflation globale et nous attendons toujours une poursuite de la hausse des chiffres d'inflation dans

les mois à venir. Nous privilégions les indexées américaines et japonaises et restons neutre sur la zone euro.

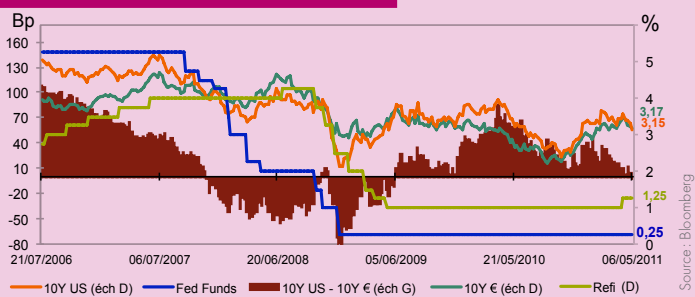
### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

#### ■ La sous-exposition aux taux est maintenue dans nos portefeuilles

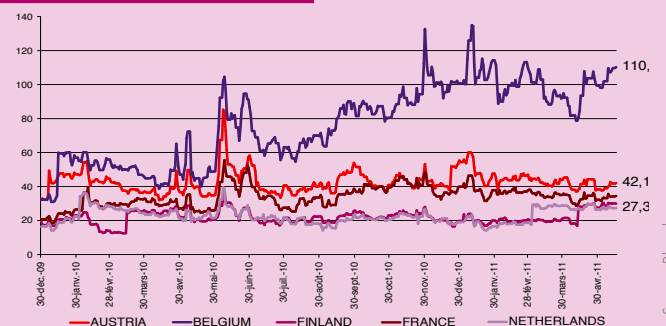
dans un environnement haussier taux des deux côtés de l'Atlantique. Sur la zone euro, la sous-exposition est reportée vers les maturités courtes dans l'attente d'un geste de hausse des taux directeurs en juillet. Notre exposition aux taux est neutre sur la zone 10 ans, traduisant un positionnement à l'aplatissement du segment 2-10 ans. Notre allocation pays sous-pondère toujours les trois pays qui ont fait appel à l'aide européenne : Grèce, Portugal et Irlande. L'allocation sur l'Espagne est augmentée à surpondérer et l'Italie est maintenue en surpondération. Nous attendons la poursuite de la décorrélation des primes de risques de ces deux pays avec les autres pays périphériques. Sur le crédit, nous augmentons notre sensibilité crédit à 105 % compte tenu de l'environnement favorable, principalement sur les bancaires seniors et LT2. Nous restons surpondérés sur les dettes corporate BBB pour le portage, principalement sur le segment 5-7 ans.

G. M.

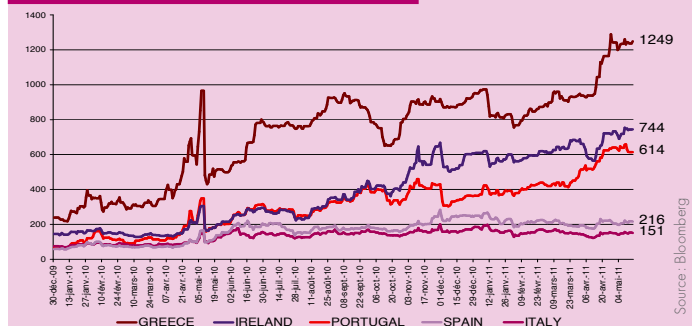
Évolution des taux courts et longs aux États-Unis et en zone euro



Spreads Pays Core 10 ans



Spreads Pays Périphériques 10 ans



## Gestion Actions

### PRÉVISIONS DE RÉSULTATS ET VALORISATIONS

■ **Toujours une bonne dynamique pour les États-Unis mais un momentum négatif pour l'Europe et surtout le Japon**, où le %*NetUp* est négatif (plus de révisions baissières qu'haussières). Outre le cours des matières premières, le coût du travail, les charges d'amortissement plus élevées, la guerre des prix, et la baisse des dépenses publiques devraient peser sur les marges.

■ **Le rebond des valorisations s'atténue en avril.**

L'Europe bute sur la borne basse des niveaux historiques de valorisation de 2003-2007, alors que les États-Unis en sont encore très éloignés.

### AUTRES FACTEURS

■ **Petites capitalisations: la violente rotation de début d'année aux dépens des petites capitalisations n'aura pas duré.** En effet, la fin du rebond des valeurs bancaires peu présentes parmi celles-ci et le retour en grâce des valeurs industrielles auront permis à la classe d'actifs de retrouver le chemin de la surperformance.

■ **Flux: ralentissement des flux vers les marchés actions européens et américains, mais retour vers les marchés émergents.** Beaucoup d'appétit en revanche côté entreprises, avec une forte activité de fusions acquisitions.

■ **Analyse graphique: période de consolidation à venir.** Le mouvement s'essouffle et nous sommes probablement sur des tops intermédiaires. L'été risque d'être une période de consolidation. Pour l'instant cependant, les tendances long terme ne sont pas remises en cause et restent positives.

### PERSPECTIVES

■ **Beaucoup de questions, peu de réponses...**

- Ce printemps, l'écart continue de se creuser entre les perspectives européennes et américaines: en Europe, les anticipations de bénéfices peinent à s'améliorer, alors qu'aux États-Unis le momentum est toujours positif. La crise de la dette souveraine dans la zone Euro menace la sphère financière, notamment via de nouveaux besoins en fonds propres.
- Une fois encore, la micro-économie l'a emporté et a soutenu les marchés, tant par les résultats que par la multiplication des fusions et acquisitions.
- Les doutes sont plutôt du côté macro-économie, avec un deuxième

semestre qui s'annonce moins porteur que le premier. Par ailleurs, que se passera-t-il lorsque le QE2 se tarira? Les marchés actions peuvent-ils continuer à progresser sans perfusion de liquidités, alors qu'en même temps les États-Unis ne peuvent se permettre de nouveaux déficits?

- Ces multiples incertitudes empêchent les marchés actions de progresser au-delà des plus hauts de 2010, même s'ils restent heureusement soutenus par une activité fusions acquisitions toujours vigoureuse, et, par défaut, par l'absence d'alternatives d'investissement attrayantes.
- Nous n'avons donc pas modifié nos objectifs à court terme comme à long terme, et conservons une vue prudente sur les marchés actions pour les prochaines semaines, toutes zones confondues.

### UN MOT SUR LA STRATÉGIE DE GESTION

■ **Plus que jamais nous privilégions les entreprises à fort pricing power**, ce qui est souvent synonyme de marques fortes (d'où notre vue plus favorable sur l'automobile ou les biens de consommation durables) ou de situations oligopolistiques (chimie, certaines technologies). Nous sommes plus réservés sur la distribution, les opérateurs télécoms ou les *utilities*.

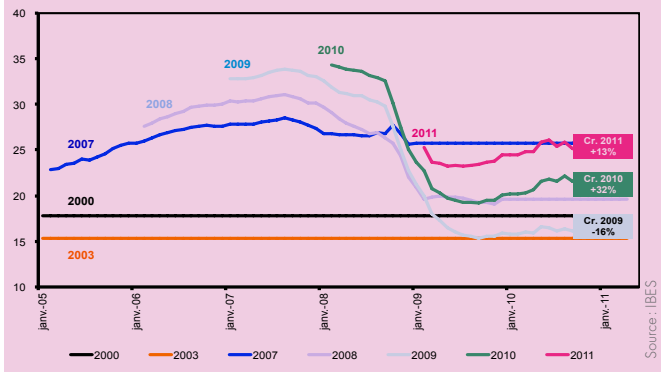
C. CO.

### Principaux indices boursiers

	09/05/11	Var. 2011 en euros
DJ Euro Stoxx 50	2902	3,9%
SBF 250	2954	5,5%
CAC 40	4007	5,3%
FTSE 100 (UK)	5943	-1,4%
S&P 500	1346	0,7%
Nasdaq	2843	0,8%
Topix (Japon)	853	-10,3%

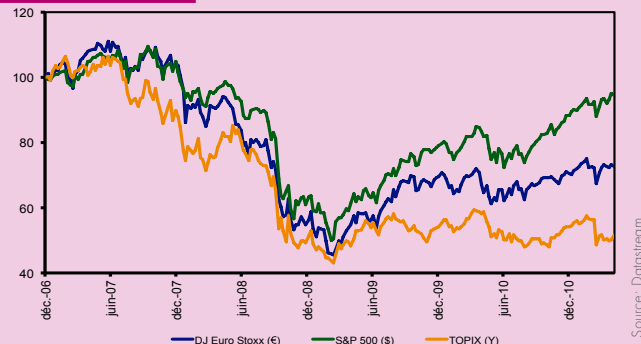
Source: Databstream

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



Source: IBES

### Performances des indices boursiers internationaux en devise locale



Source: Databstream



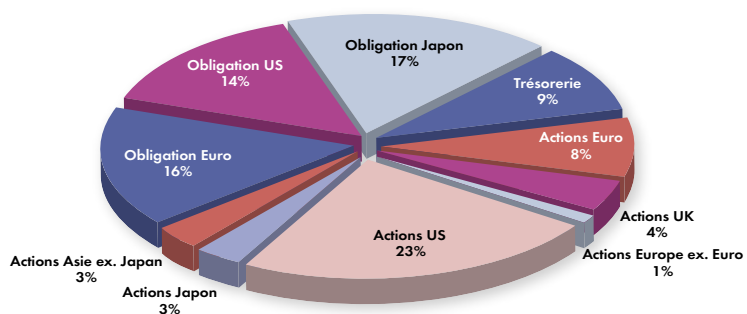
## La tendance

Tôle ondulée, dents de scie ou montagnes russes sont les images généralement utilisées pour décrire les évolutions récentes des marchés. Si les deux premières expressions apparaissent particulièrement bien adaptées aux mouvements constatés sur l'ensemble des places boursières « développées », la métaphore des montagnes russes s'adapte parfaitement aux trajectoires pour le moins heurtées des marchés des changes et de matières premières au cours des dernières semaines; ainsi le trou d'air survenu le 5 mai dernier est appelé à rester dans les annales: un baril de pétrole qui décroche de 10 dollars en une séance est tout sauf un événement banal. Égrener la liste des matières premières soumises à ce spectaculaire *sell-off* serait d'ailleurs fastidieux mais on gardera en mémoire l'étonnant effondrement de l'argent en quelques heures. Difficile cependant d'affirmer que les soubresauts constatés sur les marchés des matières premières sont la traduction directe d'une inquiétude liée au ralentissement du rythme de la croissance

mondiale. Celle-ci pâtit à l'évidence des conséquences du séisme japonais sur la zone asiatique tandis qu'à l'inverse l'Europe tend à surprendre agréablement, tirée (comme à l'accoutumée) par l'Allemagne et (de façon plus inhabituelle) par la France.

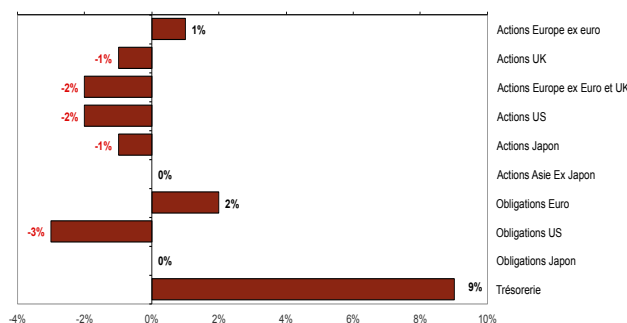
Concernant l'évolution en tôle ondulée des principales places mondiales on constate une évolution assez symétrique: les marchés boursiers viennent buter régulièrement sur le haut de leur canal de fluctuation tandis que les marchés obligataires s'écartent parallèlement de leurs plus bas, loin d'être impactés par la remontée généralisée des taux d'inflation, les supputations sur l'après QE2 ou sur l'issue plus qu'incertaine du débat budgétaire aux États-Unis. Dans un tel contexte il faut saluer la performance de la bourse américaine qui tirée par des publications bénéficiaires en hausse réussit à afficher un huitième mois consécutif de hausse.

## Portefeuille modèle



## Différence en %

### ENTRE L'INDICE ET LE PORTEFEUILLE MODÈLE



Portefeuille arrêté au 14/05/2011. Indice composé de 50% JPM global couvert + 50% MSCI world. Source: Groupama AM.

## Allocation

**GLOBALE** ■ Actions 45 % / Taux 46 % / Monétaire 9 %

■ En termes d'allocation, les pondérations des différentes classes d'actifs ne varient qu'à la marge ce mois. Notons la légère inflexion au sein du compartiment obligataire due à un arbitrage en faveur des obligations japonaises via un allègement des taux américains.

### MARCHÉ D' ACTIONS (45%)

■ **États-Unis (=)**: Les bourses américaines ont, une fois de plus, largement surperformé leurs homologues dans ces phases de test des plus hauts annuels; La saison des résultats est jugée bonne, le consensus des analystes ajustant ses prévisions bénéficiaires pour 2011 à la hausse. Le cash pléthorique présent dans les bilans des entreprises cotées US nous conforte dans l'idée que le thème des fusions acquisitions et des rachats d'actions va rester prégnant.

■ **Europe (=)**: Les marchés européens ont tendance à marquer le pas ces dernières semaines, les difficultés budgétaires récurrentes des états souverains périphériques continuent en effet de faire peser de lourdes incertitudes sur l'ensemble du secteur bancaire de la zone.

■ **Asie (=)**: Sur le mois, la zone a eu tendance à refaire une (petite) partie du retard accumulé depuis le début d'année. Nous conservons nos positions ce qui valide notre nette sous-exposition à la bourse nipponne.

### MARCHÉ DE TAUX (46%)

■ **États-Unis (-1)**: Le marché de taux américain a récemment bien performé tandis que l'incertitude liée au problème du plafond de la dette reste plus que jamais présente: nous accentuons notre sous-exposition.

■ **Europe (=)**: Les rumeurs sur la restructuration de la dette grecque, voire la sortie de la Grèce de l'UEM sont omniprésentes et pèsent sur le marché. Si nous choisissons de rester surexposés, nous demeurons plus que jamais sélectifs en termes de signatures.

■ **Japon (+1)**: Le poids des obligations japonaises se voit renforcé par arbitrage des taux américains.

### MONÉTAIRE (=)

Nous conservons notre poche de cash intacte.

# EN UN CLIN D'ŒIL

## Nos stratégies de taux

		Niveau actuel 10/05/2011	Objectif à court terme	Objectif à 1 an
États-Unis	Fed Funds	0,25	☹️	☹️
	TNote 10 ans	3,17	☹️	☹️
Europe	Taux Refi	1,25	☹️	☹️
	OAT 10 ans	3,47	☹️	☹️
Japon	Taux BOJ	0,10	☹️	☹️
	JGB 10 ans	1,15	😊	☹️

Sources : Groupama AM, Bloomberg

## Notre portefeuille modèle obligataire en € au 10/05/11

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 09/05/11

Indices	Prévisions Groupama Asset Management	
	à court terme (< 3 mois)	à 1 an
France (CAC 40)	4058 ☹️	😊
Euroland (DJ)	289 ☹️	😊
Royaume-Uni (FTSE 100)	5977 ☹️	😊
États-Unis (S&P 500)	1340 ☹️	😊
Japon (Topix)	853 ☹️	😊
MSCI Asia free ex-japan	577 ☹️	😊

Sources : Groupama AM, Bloomberg

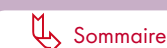
## Perspectives sectorielles

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°104

**Directeur du Développement :**  
Jean-Marie Catala / 01 44 56 79 18 / jmcatala@groupama-am.fr  
**Directeur du Développement International :**  
Arnaud Ganet / 01 44 56 56 61 / aganet@groupama-am.fr  
**Relations investisseurs institutionnels France :**  
Jacques Bontet / 01 44 56 57 76 / jbontet@groupama-am.fr  
Bruno de Solms / 01 44 56 75 43 / bdesolms@groupama-am.fr  
Jérôme Guittet / 01 44 56 57 22 / jguittet@groupama-am.fr  
Barbara Flogny / 01 44 56 75 62 / bflogny@groupama-am.fr

Valérie Rapoport / 01 44 56 56 45 / vrapoport@groupama-am.fr  
Gaspard Theyssset / 01 44 56 66 65 / gtheyssset@groupama-am.fr  
**Relations distributeurs externes et institutionnels Europe :**  
Alexandre Jaegle / 01 44 56 89 17 / ajaegle@groupama-am.fr  
Anne-Laure Mugnier / 01 44 56 56 21 / almugnier@groupama-am.fr  
Matthieu Painturaud / 01 44 56 77 72 / mpainturaud@groupama-am.fr  
Jon Dubarbier / 01 44 56 71 45 / jdubarbier@groupama-am.fr

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