

Fonds Rainbow

Commentaires de gestion sur l'activité économique et les marchés financiers

30/06/2014

Introduction

Ces deux dernières années, les marchés d'actions européens ont pu profiter du mouvement 'rerating/revalorisation', tandis que les marchés d'actions américains ont profité d'indicateurs économiques attrayants et des bénéfices d'exploitation. Les marchés ont poursuivi leur bond en avant grâce aux fusions et aux introductions en bourse. Les marchés obligataires ont une fois encore passé le mois dans le vert grâce à un nouveau rétrécissement des spreads et à la baisse du taux sur les obligations d'État. Le Trésor belge bénéficie par exemple du taux le plus faible jamais enregistré au moment de récolter son capital. Cette tendance s'explique notamment par le faible niveau de l'inflation et la quête inlassable de rendement de la part des investisseurs.

Les chiffres provisoires de la croissance économique de la Zone euro pour le premier trimestre 2014 ne reflètent pas la reprise attendue par de nombreux analystes et la Banque centrale européenne. Sans surprise, les élections européennes ont été marquées par un gain de popularité des eurosceptiques, en particulier en France et en Grèce. Si l'on prend un peu de recul, on constate que si les eurosceptiques ont bel et bien progressé, la percée est moins significative qu'annoncée. Dans pratiquement tous les pays, les électeurs ont chargé la classe politique de poursuivre la construction européenne. L'inflation européenne a baissé à 0,5 % en glissement annuel et la BCE a abaissé le taux auquel les banques peuvent emprunter (refi). Le taux de prêt marginal a quant à lui été ramené à 0,40 %, tandis que pour la première fois de son histoire, le taux de dépôt est passé à -0,10 %. Par ailleurs, les banques conservent la possibilité de se financer de manière illimitée auprès de la BCE (MRO, Main Refinancing Operation) jusqu'en 2016. Ensuite, un nouveau programme baptisé TLTRO (Target Long Term Refinancing Operation) a été lancé : ce mécanisme permet aux banques d'emprunter à la BCE un montant correspondant à 7 % de l'encours de leurs prêts (expurgé des prêts aux secteurs public et financier et des crédits hypothécaires) afin de prêter à leur tour la somme empruntée à des ménages ou des entreprises qui ne sont pas issus du secteur financier.

Le Ministère américain de la justice continue de poursuivre des institutions financières pour toutes sortes de pratiques délictueuses du passé. La plupart des grands acteurs reconnaissent leurs torts afin de pouvoir obtenir un règlement à l'amiable et donc éviter un jugement qui pourrait se traduire par le retrait de leur licence bancaire sur le marché américain. Dans la foulée de la crise, le Trésor américain a, lui aussi, engrangé de beaux bénéfices sur les lignes de crédit accordées au profit de Freddie Mac et Fannie Mae. Avec le regain d'attrait dont bénéficie le marché immobilier aux États-Unis, les deux entreprises sont à nouveau bénéficiaires et remboursent avec intérêts les aides d'État dont elles avaient profité. Les derniers comptes rendus de réunion publiés par la FED n'apportent aucun élément neuf digne d'intérêt. Si la tendance actuelle se maintient, le QE sera suspendu en octobre avec un tout dernier rachat de 15 milliards de dollars au lieu de se poursuivre jusqu'en décembre avec une dernière enveloppe de 5 milliards de dollars. Les nouveaux membres du FOMC soulignent leurs préoccupations quant aux effets négatifs des incitants monétaires. Maintenant que les chiffres de l'inflation et du chômage sont conformes aux objectifs préétablis, la FED semble en bonne voie pour revoir le taux à la hausse l'année prochaine. Même s'il convient de mettre un bémol à la baisse du chômage (en partie due à la réduction du taux de participation), ce chiffre est le plus proche de l'objectif à long terme depuis ces cinq dernières années.

Le Premier ministre japonais Shinzo Abe a annoncé un certain nombre de réformes dans le cadre du troisième pilier, qui n'a jusqu'à présent pas eu le même impact que le premier (monétaire) et le deuxième (fiscal). Plus de 200 nouvelles mesures entrent en vigueur et les principales réformes peuvent être regroupées sous quatre grands blocs. Une partie des mesures porte sur la très attendue baisse de l'impôt sur les entreprises, passant de 35 à moins de 30 % sur plusieurs années. Un deuxième bloc intègre les réformes axées sur le marché du

travail (ex. : davantage de femmes et de main d'œuvre étrangère, flexibilité au niveau des heures supplémentaires, etc.). Le troisième bloc concerne la légalisation des casinos, qui peut soutenir le secteur du tourisme et gonfler les caisses de l'État. Le dernier grand bloc est plus spécifiquement axé sur les fonds de pension et quelques autres secteurs. L'entrée en vigueur et l'intégration dans le budget de ces mesures ont été reportées à la fin de l'année en guise de base aux négociations budgétaires. La bourse japonaise a profité de cette nouvelle et la BoJ maintient elle aussi actuellement son statu quo étant donné que l'inflation est à nouveau repartie à la hausse.

Les autorités chinoises ont fini par introduire quelques mesures de soutien sous l'appellation de « mini-plans » et via la banque centrale (500 milliards CYN en faveur des infrastructures). L'impact se fait déjà sentir sur quelques indicateurs économiques : la confiance dans l'industrie de la transformation s'est améliorée et la baisse enregistrée notamment dans la vente au détail et la production industrielle a été endiguée. Dans le cadre de la politique énergétique, le plus important accord gazier jamais conclu a été passé avec la Russie après 10 ans de négociations. À partir de 2018, 38 milliards de mètres cubes seront prélevés chaque année pendant 30 ans. L'accord signé entre Gazprom et China National Petroleum Corporation prévoit également la construction d'un gazoduc (un investissement de 16 milliards d'euros) reliant les champs d'exploitation de Sibérie à la Chine. Le gouvernement chinois poursuit entre-temps ses expériences dans la zone de libre-échange de Shanghai (avec les dépôts cette fois) afin de mieux comprendre les conséquences d'une politique plus libérale, dans la perspective (bien) plus lointaine de faire profiter l'ensemble du pays des connaissances ainsi acquises.

Notre modèle interne continue de privilégier les actions européennes. Les cotes des marchés d'actions américains sont depuis longtemps supérieures à leur moyenne à long terme. En ce qui concerne les obligations, notre préférence va également à l'Europe, car nous nous attendons à ce que la hausse de taux touche d'abord le Royaume-Uni et ensuite les États-Unis.

Obligations

Commentaires portant sur Rainbow Indigo, Green et Orange (fonds stratégiques World) et sur Rainbow Blue (Bonds World)

Obligations de la zone euro

Les marchés obligataires mondiaux et européens ont à nouveau passé le trimestre dans le vert grâce à un nouveau rétrécissement des spreads et à la baisse du taux sur les obligations d'État. Le Trésor belge bénéficie par exemple du taux le plus faible jamais enregistré au moment de récolter son capital. Cette tendance s'explique notamment par le faible niveau de l'inflation et la quête incessante de rendement de la part des investisseurs.

Les obligations d'entreprise (4,81 %) et les obligations d'État (6,98 %) ont poursuivi leur progression au deuxième trimestre. Le segment High yield a, quant à lui, continué à profiter de la quête de rendement et affiche 5,28 % fin juin. Les obligations des pays émergents (emerging markets) ont produit un rendement positif de 5,66 % au deuxième trimestre. L'indice Eonia, enfin, a clôturé le mois de juin à 0,10 %.

- **Insight** a une fois de plus enregistré un solide trimestre et a commencé à réduire certaines positions afin de fixer les gains engrangés. Les positions en obligations souveraines espagnoles ont été ramenées à une pondération neutre. Les positions 'high yield' à court terme ont également été vendues avec plus-value. La duration a elle aussi été atténuée et se trouve désormais sous le benchmark. De nouvelles positions ont été prises en obligations italiennes et françaises indexées sur l'inflation. Quelques « cocos » ont également été vendues avec bénéfice. Une partie de cette plus-value a été affectée au segment EMD (Emerging Market Debt, obligations des pays émergents globaux). Sur le plan sectoriel, le transport a bénéficié d'une surpondération au détriment des valeurs industrielles cycliques.
- **HSBC** affiche une performance légèrement supérieure à son benchmark au deuxième trimestre, tout comme en glissement annuel. Le gestionnaire a adopté une position plus défensive au cours de ce deuxième trimestre. Après la réunion de la BCE, le gestionnaire a vendu des titres à bêta élevé (contingent convertibles ou cocos et hybrides) avec bénéfice à la suite d'une forte reprise sur le crédit. De ce fait, la duration du portefeuille est actuellement plus courte que le benchmark. Les sommes libérées ont été investies dans des échéances plus courtes. L'exposition aux titres AA a été réduite au profit d'obligations A et BBB. Les obligations high yield ont également été atténuées, passant de 11 à 9 %, tandis que la sous-pondération en utilities a légèrement régressé. Au niveau géographique, la France reste sous-pondérée, tout comme l'Italie, au profit de l'Espagne. Sur le plan sectoriel, les assurances, les technologies et les soins de santé ont bénéficié d'une surpondération.
- **Wellington** enregistre une performance légèrement supérieure au benchmark. La stratégie macro a une nouvelle fois été négative en raison d'une sous-pondération de la duration sur les titres américains et britanniques. La compensation partielle a été enregistrée par une surpondération sur la courbe courte à moyenne de quelques pays de la périphérie, essentiellement l'Espagne et l'Italie. Les modèles quantitatifs ont également eu un impact négatif en raison de la position longue sur les bons du Trésor américain à 10 ans par rapport au short Bund à 10 ans. La surperformance provient du credit bucket. Dans le segment investment grade, les positions sur les valeurs bancaires et les obligations sécurisées ont eu un impact positif. L'exposition aux titres high yield était également positive grâce aux positions sur Pemex et Gazprom.

Obligations de la zone mondiale

Les taux d'intérêt ont continué à chuter au deuxième trimestre. Maintenant que les chiffres de l'inflation et du chômage sont conformes aux objectifs préétablis, la FED semble en bonne voie pour revoir le taux à la hausse l'année prochaine. Le short duration call sur le portefeuille global est préservé car le taux devrait remonter d'ici la fin de l'année aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Barclays Capital Global Aggregate affiche fin juin un rendement de 5,61 %. Ce même Barclays Capital Global Aggregate mais « hedged into euro » affiche quant à lui un rendement de 4,14 % fin juin en raison de la solidité de la devise européenne. Les obligations souveraines globales (unhedged) enregistrent une performance de 1,61 % en glissement annuel. Les obligations d'entreprise mondiales (investment grade corporates) proposent fin juin un rendement (unhedged) de 4,12 %. Le return des obligations EMD en glissement annuel s'élève à 5,34 % (unhedged).

Gestionnaires des obligations mondiales

- **Pimco** vient de signer un deuxième trimestre solide avec une belle surperformance, qui s'explique par une position d'environ 9 % en high yield. D'autres 'credit pockets' ont également permis d'enregistrer de belles plus-values, comme les positions en valeurs financières et en 'non agency mortgages', pour n'en citer que deux. Dans le segment EMD, l'exposition au Mexique et au Brésil a rapporté gros à la suite de la baisse de taux décidée par la Banque centrale mexicaine (baisse de 50 points de base). Le gestionnaire a également enregistré une plus-value grâce à la surpondération européenne en duration sur les obligations souveraines espagnoles et italiennes. Quelques positions liées à l'inflation ont également eu un impact positif.
- **Standish Mellon** a connu un deuxième trimestre positif grâce à son allocation en faveur des obligations souveraines périphériques (Portugal, Espagne et Irlande), des Treasury Inflation Protected Securities (TIPS) et des positions high yield européennes. Les Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS), sous-pondérées au niveau du Japon (au profit de l'Europe), ont elles aussi contribué au rendement. Le positionnement de courbe était négatif en raison d'une position courte sur les États-Unis, où le taux a continué à baisser. D'autres positions courtes (AUD, NZD, CAD et JPY) ont été défavorables au cours du deuxième trimestre.
- **Loomis Sayles** affichait fin juin une performance positive par rapport à son benchmark. La sélection de certains noms (HSBC, RBS, ENEL et Sumi bk) a apporté de belles plus-values. L'allocation high yield off benchmark a également eu un impact positif sur les résultats. Le positionnement courbe/duration était négatif pour les États-Unis en raison d'une sous-pondération sur la courbe à moyen terme et de la baisse de taux américaine. En Europe, le positionnement était neutre. Sur le plan géographique, la sous-pondération japonaise s'est faite au profit du Royaume-Uni.

Actions

(Commentaires portant sur Rainbow Indigo, Green et Orange (fonds stratégiques World) et sur Rainbow Red (Equity World))

La performance des marchés d'actions européens fin juin était inférieure à l'indice global. Une rotation défensive a permis d'enregistrer des prises de bénéfices en Europe, tandis qu'aux États-Unis, le Dow Jones a atteint le seuil des 17.000 points. L'indice MSCI EMU a clôturé fin juin à 5,60 %, contre 6,86 % pour le MSCI World. La combinaison des deux indices donne un rendement de 6,03 % en glissement annuel. L'indice MSCI World Emerging suscite un regain d'intérêt grâce aux valorisations bon marché, avec à la clé un rendement de 6,82 % sur une base annuelle.

Actions de la zone euro

- **Financière de l'Echiquier** n'a pas atteint son benchmark au deuxième trimestre. L'exposition aux marchés émergents, via des entreprises européennes, a été consolidée/ajoutée par le biais de positions telles que SAB Miller, Unilever ou BIM. Le gestionnaire pense que les entreprises caractérisées par une exposition aux marchés émergents profiteront de la progression des économies émergentes. La thématique Initial Public Offering (IPO)/Mergers&Acquisitions (M&A) a elle aussi eu un impact positif via Ontex et Scania. Les biens de consommation de luxe continuent eux aussi à bénéficier d'une forte surpondération avec des positions en LVMH, Beneteau et Richemont. Les valeurs industrielles sont également surpondérées au détriment des biens d'utilité publique et des valeurs financières. Sur le plan géographique, cela s'est traduit par une surpondération en faveur de la France et de l'Allemagne.
- Tout comme au premier trimestre, **BNPPI** enregistre des résultats conformes au benchmark. La sélection d'actions a généré une plus-value appréciable, bien que celle-ci ait été en grande partie atténuée par l'allocation sectorielle. Les positions prises dans Santander par exemple, ou l'absence de Deutsche Bank et SocGen dans le portefeuille ont eu un impact positif, mais insuffisant pour compenser les pertes liées à BNPP, Intesa et Erste Bank. Les biens d'utilité publique ont également été sous-pondérés alors que ce secteur est le plus performant d'Europe en glissement annuel. Les entreprises de qualité sont, selon le gestionnaire, encore délaissées et il a saisi l'occasion pour consolider, à moindres frais, certaines positions.
- **BlackRock** enregistre une forte contreperformance au deuxième trimestre. Le gestionnaire a souffert de son positionnement qui consiste en une sous-pondération des biens de consommation au profit des banques et des secteurs liés de manière cyclique. La position liée à Banco Espirito Santo a aussi eu un impact négatif. Sur le plan géographique, la France et l'Italie ont été surpondérées au détriment de l'Espagne. Le gestionnaire maintient son positionnement dans l'infrastructure et l'énergie puisqu'il part du principe que la rotation défensive sur le marché laissera à nouveau de la place à des valeurs qui profitent de la poursuite de la reprise économique européenne.
- **Invesco** est resté quelque peu en retrait lors du deuxième trimestre, principalement en avril. Cette légère sous-performance s'explique en grande partie par les valeurs financières et la sous-pondération des biens d'utilité publique alors que le marché a connu une rotation vers des valeurs plus défensives. Le gestionnaire reste convaincu que l'économie européenne poursuivra son rétablissement et a surpondéré le Portugal, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande au détriment de la France et de l'Allemagne. La Finlande a également été surpondérée, mais cette surpondération concernait des titres spécifiques tels qu'Elisa. Sur le plan sectoriel, les valeurs financières et les secteurs cycliques tels que les médias, les valeurs industrielles et les services au consommateur ont été surpondérés. Les biens d'utilité publique et de consommation de base continuent quant à eux d'être sous-pondérés.

Actions de la zone mondiale

- **AQR et Fiera Capital** ont été ajoutés au portefeuille global pendant le deuxième trimestre. Le premier cité est un gestionnaire purement quantitatif qui calque l'indice global et distribue ensuite les valeurs selon le modèle. Fiera Capital est un gestionnaire 'growth', bien que légèrement moins

dynamique que Wellington. Afin de pouvoir lancer les deux mandats, les avoirs de Wellington ont été réduits et le restant provient de la position d'attente dans le fonds de Russell Investments.

- **Barrow**, qui surpasse les valeurs financières et industrielles, a enregistré un résultat inférieur à son benchmark au deuxième trimestre. Le portefeuille est positionné pour une reprise de l'économie mondiale et la correction temporaire ne change rien à cette vision. Dans le segment des valeurs financières, le gestionnaire a évité les banques fortement exposées aux obligations souveraines de crainte que cela n'oblige à réserver davantage de capital. Le portefeuille ne comprend pas de valeurs télécom malgré les activités M&A car celles-ci ne sont pas considérées comme 'value play'. Les biens d'utilité publique ont également été fortement sous-pondérés. Sur le plan géographique, l'Europe a été surpondérée au détriment des États-Unis et du Japon. Le gestionnaire garde un œil attentif sur les marchés émergents en vue d'ajouter des positions.
- **Wellington** est resté légèrement en retrait du benchmark au deuxième trimestre. Les mois de mai et de juin étaient positifs, mais insuffisants pour compenser les pertes enregistrées en avril. Les positions en Whirlpool, Julius Baer et l'absence d'Apple ont eu un impact négatif sur le rendement du portefeuille. Le gestionnaire est surpondéré dans les secteurs IT, industriels, health care et consumer discretionary au détriment des valeurs financières, de l'énergie et des biens de consommation de base. Au niveau géographique, les marchés émergents, le Japon et l'Asie ont été surpondérés au détriment de l'Europe et des États-Unis. Une nouvelle thématique est apparue juste avant l'été dans le portefeuille : les voyages mondiaux via des positions dans Samsonite, Starwood (hôtels) ou Priceline (propriétaire de booking.com).

Rainbow Absolute Return Flexible Asset Allocation (RARFAA)

Politique d'investissement

RARFAA vise à réaliser une plus-value en profitant de manière optimale des opportunités qui se présentent sur les marchés financiers. Le gestionnaire de fonds est tout à fait libre de déterminer lui-même dans quelle mesure il investira dans des actions, des obligations, des placements à court terme ou en dérivés émis dans tous les secteurs et dans toutes les régions.

Classe de risque 3

- **Insight** a une fois de plus enregistré un solide trimestre et a commencé à réduire un certain nombre de positions afin de consolider les profits. Les positions en obligations souveraines espagnoles ont été ramenées à une pondération neutre. Les positions high yield à court terme ont également été vendues avec plus-value. La duration a également été réduite et se situe désormais sous le benchmark. De nouvelles positions ont été prises en obligations italiennes et françaises liées à l'inflation. Quelques « cocos » ont également été vendues avec profit. Une partie de ces plus-values a été allouée au segment EMD (Emerging Market Debt, des obligations des pays émergents mondiaux). Sur le plan sectoriel, le transport a été surpondéré au détriment des valeurs industrielles cycliques.
- **BlackRock** a signé une importante contreperformance au deuxième trimestre. Le gestionnaire a été victime de son positionnement qui consiste en une sous-pondération des biens de consommation au profit des banques et des secteurs liés de manière cyclique. La position liée à Banco Espírito Santo a aussi eu un impact négatif. Sur le plan géographique, la France et l'Italie ont été surpondérées au détriment de l'Espagne. Le gestionnaire maintient son positionnement dans l'infrastructure et l'énergie puisqu'il part du principe que la rotation défensive sur le marché laissera à nouveau de la place à des valeurs qui bénéficient de la poursuite de la reprise économique européenne.
- **Invesco** est resté quelque peu en retrait lors du deuxième trimestre, principalement en avril. Cette légère sous-performance s'explique en grande partie par les valeurs financières et la sous-pondération des biens d'utilité publique alors que le marché a connu une rotation vers des valeurs plus défensives. Le gestionnaire reste convaincu que l'économie européenne poursuivra son rétablissement et a surpondéré le Portugal, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande au détriment de la France et de l'Allemagne. La Finlande a également été surpondérée, mais cette surpondération concernait des titres spécifiques tels qu'Elisa. Sur le plan sectoriel, les valeurs financières et les secteurs cycliques tels que les médias, les valeurs industrielles et les services au consommateur ont été surpondérés. Les biens d'utilité publique et de consommation de base continuent quant à eux d'être sous-pondérés.

- **HSBC** affiche une performance légèrement supérieure à son benchmark au deuxième trimestre, tout comme en glissement annuel. Le gestionnaire a adopté une position plus défensive au cours de ce deuxième trimestre. Après la réunion de la BCE, le gestionnaire a vendu des titres à bêta élevé (contingent convertibles ou cocos et hybrides) avec bénéfice à la suite d'une forte reprise sur le crédit. De ce fait, la duration du portefeuille est actuellement plus courte que le benchmark. Les sommes libérées ont été investies dans des durées plus courtes. L'exposition aux titres AA a été réduite au profit d'obligations A et BBB. Les obligations High yield ont également été atténuées, passant de 11 à 9 %, tandis que la sous-pondération en utilities a légèrement régressé. Au niveau géographique, la France reste sous-pondérée, tout comme l'Italie, au profit de l'Espagne. Sur le plan sectoriel, les assurances, les technologies et les soins de santé ont bénéficié d'une surpondération.
- **Invesco Senior US Loans hedged into €** a connu six premiers mois solides en 2014. Le volume a été alimenté d'un grand nombre de transactions d'ampleur, dont Numericable et Ziggo. Fin juin, Jacobs Douwe Egberts a débarqué sur le marché avec un financement cross-border de 7,6 milliards d'euros. L'un des grands thèmes de ce premier semestre fut l'activité M&A avec, surtout en Europe, une hausse des volumes de pas moins de 109 %. Les États-Unis ont connu une forte demande de Collateralized Loan Obligation (CLO) de la part de gestionnaires institutionnels, compensant largement l'outflow des clients retail.
- **Ashmore EM Investment Grade corporate debt fund** a également eu un impact positif fin juin. Le gestionnaire a une duration plus courte que son benchmark, avec toutefois un positionnement qui doit permettre un yield plus élevé. Ce positionnement avait déjà été maintenu depuis 2013. Les valeurs financières, l'énergie et les matériaux de base ont été fortement sous-pondérés au profit des biens d'utilité publique et des valeurs industrielles. Sur le plan géographique, l'Asie a été fortement sous-pondérée (Corée du Sud, Hong-Kong) au profit de l'Europe de l'Est (Russie, Pologne) et de l'Amérique latine (Mexique). La plus forte surpondération du fonds a été octroyée à l'Arabie Saoudite.

Ce document est purement informatif et ne fait pas partie intégrante du contrat d'assurance. AG Insurance ne peut être tenue pour responsable si certaines données se révélaient périmées. Les rendements réalisés dans le passé ne constituent pas une garantie pour l'avenir. Le risque financier de ces fonds d'investissement est supporté par le preneur d'assurance. Pour toute information complémentaire à propos de ces fonds, nous vous renvoyons au règlement de gestion qui peut être obtenu gratuitement sur simple demande auprès d'AG Employee Benefits.

AG Insurance sa – Bd E. Jacqmain 53, B-1000 Bruxelles – RPM Bruxelles – TVA BE 0404.494.849 – www.aginsurance.be
 Tél. +32(0)2 664 81 11 – Fax +32(0)2 664 81 50
 Entreprise d'assurance agréée sous code 0079, sous le contrôle de la Banque nationale de Belgique, Bd de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles