

Fonds Rainbow

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

30/09/2014

Introduction

Au cours du troisième trimestre, les marchés européens ont essuyé quelques mauvaises nouvelles (Banco Espírito Santo, coup d'arrêt de la croissance économique européenne, Ukraine, etc.), ce qui n'a pas manqué de raviver les discussions sur l'équilibre entre les mesures de soutien et les économies fiscales. Aux États-Unis, la reprise économique se poursuit et les analystes s'attendent à une première hausse des taux d'intérêt au cours de l'année 2015. Le ralentissement de l'économie chinoise reste sous contrôle. Le gouvernement de Pékin a de plus largement les moyens de soutenir son économie si le besoin se faisait sentir.

Le coup d'arrêt de la croissance économique au deuxième trimestre a une fois de plus relancé les discussions sur l'équilibre entre les mesures de soutien et les économies fiscales. La BCE et le FMI plaident en faveur d'investissements dans les infrastructures car les deux institutions considèrent que cela profiterait à la fois aux pouvoirs publics (hausse des recettes) et au secteur privé (création d'emploi). La Commission européenne, sous la conduite de Jean-Claude Juncker, y donnera suite sous la forme d'une enveloppe d'investissement de 300 milliards d'euros. Les réformes structurelles actuelles dans les secteurs de la finance et du travail constituent à court terme un frein à la croissance de l'économie européenne. La politique d'austérité stricte menée dans les pays périphériques associée à une politique monétaire qui n'a jusqu'ici pas réellement permis de soulager ces mêmes pays périphériques participent également à la contraction du cycle économique à court terme. Après l'abaissement du taux et le nouveau programme de financement (TLTRO -Target Long Term Refinancing Operation), la BCE commencera à racheter des titres adossés à des actifs (ABS ou Asset Backed Securities) et des obligations sécurisées au quatrième trimestre.

La poursuite de la reprise économique a poussé les marchés d'actions américains jusqu'à des niveaux record. Les taux à 10 ans, par contre, sont repartis à la baisse en raison des tensions internationales. Janet Yellen, présidente de la Réserve fédérale (FED), a de nouveau confirmé lors d'un discours que le niveau actuel du taux de base (à savoir 0,25 %) est défendable pour continuer à soutenir le chômage et le marché immobilier. Les analystes s'accordent pour prédire une première hausse du taux à court terme en juin 2015. La rapidité avec laquelle Washington a atteint l'autosuffisance dans son approvisionnement en pétrole est remarquable. Sous peu, le pays deviendra un exportateur net, ce qui pourrait exercer une pression à la baisse sur les prix de l'or noir. Sur le plan politique, le Président Barack Obama s'est engagé à mener, aux côtés d'une coalition de partenaires internationaux (dont la Belgique), des attaques aériennes au Moyen-Orient afin de contrer l'avancée de l'EI.

La pression qui pèse sur le Premier ministre japonais Shinzo Abe pour qu'il donne davantage de précisions sur son troisième pilier ne cesse de s'accroître. Son gouvernement a subi un remaniement, mais aucun plan concret assorti d'un calendrier n'a été présenté, ce qui a déclenché une baisse de la confiance des consommateurs. Les progrès enregistrés concernant la réalisation des objectifs préétablis sont en grande partie dus aux deux premiers piliers. Le troisième pilier n'a jusqu'à présent eu qu'un impact limité. Les analystes s'attendent donc à ce que la Bank of Japan soit à nouveau contrainte d'intervenir. Des injections de liquidités supplémentaires permettraient d'améliorer la situation à court terme, mais n'apporteraient pas de réponse à l'augmentation du coût du vieillissement et des importations d'énergie.

Après la création de 'bad banks', la Banque centrale chinoise (PBoC) a injecté 500 milliards de yuans de liquidités dans les 5 principales banques du pays (100 milliards de yuans pour chacune d'entre elles : ICBC, Agriculture Bank of China, China Construction Bank, Bank of China, Bank of Communications) par crainte d'une

hausse du ratio de créances douteuses (crédits adossés à l'immobilier). Au-delà des préoccupations relatives à la croissance du crédit (et du phénomène de 'shadow banking' qui y est associé) et du ralentissement des indicateurs économiques, des milliers de manifestants ont protesté dans les rues de Hong-Kong pour dénoncer l'ingérence des autorités chinoises. Le Premier ministre Li Keqiang cherche à attirer des investisseurs étrangers pour l'entretien et l'extension du réseau ferroviaire, ce qui permettrait de limiter la croissance du crédit.

La notation des actions européennes est légèrement inférieure à leur moyenne à long terme, mais nous sommes d'avis qu'elles offrent encore un beau potentiel à terme. En ce qui concerne les marchés obligataires, nous restons neutres et nous nous attendons toujours à terme à une hausse du taux américain, ce qui se traduirait par une durée plus courte sur la partie mondiale du portefeuille.

Obligations

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

Obligations de la zone euro

Au troisième trimestre, les marchés obligataires européens ont poursuivi leur progression, à l'exception des high yields. Le taux allemand à dix ans est passé sous la barre des 1 % et les tensions inflationnistes se sont également estompées. Les spreads sur les ABS et sur les obligations sécurisées se sont quant à eux contractés dans la foulée de la réunion de la BCE.

En glissement annuel, les obligations d'entreprise (6,74 %) restent en retrait des obligations souveraines (10,09 %). Le segment high yield a fait l'objet d'une correction au troisième trimestre, avec à la clé un rendement en baisse à 4,95 % fin septembre. Les obligations des pays émergents (emerging markets) ont produit un rendement de 7,2 % à la fin du troisième trimestre. L'indice Eonia a de son côté clôturé le mois de septembre à 0,10 %.

Au troisième trimestre, Insight n'a pas atteint son benchmark, ce qui s'explique essentiellement par la gestion de la durée. Des prises de bénéfices ont été réalisées sur les obligations souveraines espagnoles et la plus forte exposition est donc désormais représentée par l'Italie, le Portugal, mais aussi et surtout l'Irlande. Une position sur devises a été adoptée : long dollar - short euro, un choix uniquement dicté par une forte conviction. La position high yield a eu un impact négatif sur le rendement au troisième trimestre et a donc été ramenée de 3 à 2 %. L'influence du segment EMD (Emerging Market Debt), qui représente 4 % du portefeuille, était en revanche positive. Au niveau du crédit, des émissions en \$ et en £ ont été privilégiées afin de pouvoir bénéficier d'un yield pick de 50 points de base.

Le bilan affiché par HSBC au troisième trimestre était légèrement inférieur à son benchmark. Le gestionnaire a adopté une attitude attentiste compte tenu du flou qui entoure encore les rachats de la BCE et leur impact. Le gestionnaire privilégie une durée courte, en se focalisant sur la courbe courte. Cette durée courte s'est matérialisée en septembre avec le réinvestissement de prises de bénéfices dans des échéances plus brèves. Dans le segment high yield, les échéances ont été limitées à 5 ans. Sur le plan sectoriel, aucune modification significative n'a été apportée en comparaison avec le trimestre précédent, avec donc une surpondération sur les banques et les assurances. Les télécommunications ont été légèrement étoffées, mais restent sous-pondérées. Au niveau géographique, la France, l'Espagne et l'Italie ont été sous-pondérées.

Wellington est parvenu à atteindre son benchmark au troisième trimestre. L'apport des stratégies 'macro' et 'crédit' était positif, tandis que le volet quantitatif est resté neutre. Au niveau macro, ce sont essentiellement les positions de change qui ont soutenu le mouvement positif, avec un USD long contre des positions courtes en SEK, CHF et EUR. D'autres devises (AUD, NZD, KRW et SGD) ont été sous-pondérées par rapport au dollar américain. La gestion de la durée était courte sur les courbes courtes britanniques, et longue sur les échéances plus longues au Royaume-Uni. Au niveau des obligations d'entreprise, une position tactique a été prise en high yield et une position ABS s'y est ajoutée après la réunion de la BCE. Des émissions en USD ont été choisies en vue d'un yield pick up. Sur le plan sectoriel, les banques ont été surpondérées au détriment de l'énergie et des technologies.

Obligations de la zone mondiale

Dans l'ensemble, les obligations d'entreprise s'en sortent mieux que les obligations souveraines. Contre les attentes des analystes, le taux américain a baissé pour passer de 3 % début 2014 à 2,1% - 2,2 % au troisième trimestre. Le segment high yield a fait l'objet d'une correction, et de nombreux investisseurs ont choisi d'y revenir.

Barclays Capital Global Aggregate affiche fin septembre un rendement de 10,87 %. Ce même Barclays Capital Global Aggregate mais « hedged into euro » affiche quant à lui un rendement de 5,29 % en raison de l'affaiblissement de l'euro. Les obligations souveraines globales (unhedged) enregistrent une performance de 10,19 % en glissement annuel. Les obligations d'entreprise mondiales (investment grade corporates) proposent quant à elles un rendement (unhedged) de 12,45 % fin septembre. Le return des obligations EMD (Emerging Market Debt) en glissement annuel s'élève à 14,94 % (unhedged).

Gestionnaires des obligations mondiales

- **Pimco** a enregistré le départ de son co-fondateur B. Gross, après celui de M. El-Erian. Le mandat d'AG Insurance est toutefois encore et toujours géré par la même équipe. Il a été décidé de placer temporairement le mandat sous surveillance et donc de poursuivre la collaboration avec Pimco. Ce dernier a enregistré un rendement conforme au benchmark au troisième trimestre. Malgré l'impact négatif d'une duration plus courte (US et UK), d'autres éléments ont permis de compenser cette perte, parmi lesquels une position de change long USD - short EUR & Yen. La sous-pondération de la duration dans les pays de la périphérie européenne et au Japon a également eu un impact positif. L'exposition high yield a été ramenée à 9 %. Autre contribution positive du troisième trimestre : les obligations sécurisées et les ABS/RMBS.
- **Standish Mellon** a une fois de plus signé un trimestre positif par rapport au benchmark. L'exposition aux pays de la périphérie européenne (Portugal, Espagne, Irlande mais aussi Slovénie) et la gestion du cours de change (sous-pondération JPY, AUD, NZD, ZAK, CHF vs long USD) furent les principaux moteurs de ce bilan positif. Des positions en ABS et RMBS ont également eu une contribution positive grâce au soutien toujours en cours de la FED. Les US Treasury TIPS ont une nouvelle fois eu un impact négatif (baisse de l'inflation), de même que l'exposition high yield (correction en fin de troisième trimestre). Le positionnement de courbe en Nouvelle-Zélande était également négatif, tout comme certains crédits d'entreprise moins performants.
- **Loomis Sayles** n'a pas été en mesure d'enregistrer de surperformance au troisième trimestre. Cette contreperformance a principalement été alimentée par la sélection de crédits d'entreprise dans différents secteurs (banques, assureurs, énergie, communications). Le choix de high yields a lui aussi eu un impact négatif, ce qui s'explique par la hausse des spreads intervenue à la fin du troisième trimestre. Dans l'ensemble, le positionnement de duration et de courbe était positif. Au niveau de la duration, les positions longues au R-U ont eu un impact négatif, contrairement à la sous-pondération de l'Europe. Pour le moment, Loomis Sayles n'a pas de stratégie de change active au sein du portefeuille, et pratiquement toutes ses positions sont 'hedged'.

Actions

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

Les marchés d'actions européens ont connu une correction au troisième trimestre en raison des chiffres de croissance économique médiocres. Du côté américain, les marchés d'actions ont une nouvelle fois profité de l'amélioration des données économiques. L'indice MSCI EMU a clôturé fin septembre à 4,54 %, tandis que la solidité du dollar a fait grimper le MSCI World à 13,32 %. La combinaison des deux indices donne un rendement de 9,51 % en glissement annuel. L'indice MSCI World Emerging a poursuivi sa progression pour afficher fin septembre un rendement de 11,73 %.

Actions de la zone euro

- **Financière de l'Echiquier** est une fois de plus resté en deçà de son benchmark au troisième trimestre. Sur le plan géographique, la position des entreprises françaises, espagnoles, italiennes et néerlandaises a été consolidée. Au niveau sectoriel, les biens de consommation ont été fortement réduits au profit d'entreprises industrielles. Les biens d'utilité publique sont toujours écartés du portefeuille et l'énergie demeure sous-pondérée. À l'inverse, la consolidation des soins de santé et des valeurs financières se poursuit. Les meilleures performances sont signées par Sanofi, Ericsson et Deutsche Bank. À l'autre bout du spectre des performances, on trouve Grifols, Elektia, Adidas, Richemont ainsi que Michelin. Amadeus et Fuchs Petrolu ont été ajoutés au portefeuille au cours du troisième trimestre.
- **BlackRock** affiche également une contreperformance au troisième trimestre, même si la tendance commence à s'inverser. Le gestionnaire continue de se positionner en vue d'une reprise européenne cyclique en surpondérant les infrastructures, certaines banques de la périphérie, les médias et le secteur IT. L'immobilier et l'énergie font désormais aussi l'objet d'une surpondération. Sur le plan géographique, le gestionnaire a consolidé l'exposition italienne ainsi que les titres portugais (malgré l'impact négatif de Banco Espírito Santo). Ce positionnement se concrétise par la sous-pondération de biens de luxe et de matériaux, ainsi que d'entreprises dotées d'une exposition aux marchés émergents. Fin septembre, les principales positions concernent Total, Eni, Bayer, Axa et Intesa Sanpaolo.
- **Inveso** reste le meilleur gestionnaire du portefeuille européen. Le gestionnaire continue de fortement surpondérer les valeurs financières, les soins de santé, l'énergie et les titres industriels au détriment de l'informatique, des biens d'utilité publique et des biens de consommation. Sur le plan géographique, la France et l'Allemagne ont été largement sous-pondérées au profit de la Finlande, de l'Espagne, de l'Autriche et du Portugal. Espírito Santo n'a pas été repris dans le portefeuille et la surpondération finlandaise repose sur des positions dans Elisa (télécommunications), Outokumpu (pièces détachés de voitures) et UPM-Kymmene (papier). Ce positionnement s'inscrit dans la perspective d'une reprise européenne, avec une prédilection pour les pays périphériques.

Actions de la zone mondiale

- Depuis son entrée dans le portefeuille, **AQR** affiche une légère surperformance. Ce mandat est géré sur la base d'un modèle quantitatif. Les valeurs au sein du benchmark sont repondérées en fonction des rendements attendus et les pondérations accordées résultent du modèle quantitatif. Cela se traduit par un portefeuille d'environ 550 positions au regard du MSCI World qui en compte 1.615. Sur le plan sectoriel, le portefeuille surpondère l'énergie, les soins de santé, l'informatique, les télécommunications et les biens d'utilité publique. Les valeurs financières, les biens de consommation durable et les titres industriels sont quant à eux fortement sous-pondérés.
- **Fiera Capital** enregistre une surperformance en septembre, mais le gestionnaire reste légèrement en retrait en glissement annuel. Au niveau sectoriel, les valeurs industrielles et les biens de consommation ont été surpondérés au détriment des biens d'utilité publique et des télécommunications. Ce

portefeuille se caractérisera par une faible rotation étant donné que les prises de position se font sur la base d'une forte conviction. Solera (IT) et Mastercard en sont deux exemples, tout comme Unilever et Diageo. Apple et Facebook ont quant à eux été évités, ce qui a quelque peu coûté au niveau des performances depuis le lancement du mandat. Les valeurs liées au pétrole sont pour le moment également évitées et/ou sous-pondérées.

- **JP Morgan** a enregistré un trimestre conforme au benchmark mais signe en glissement annuel une contreperformance par rapport à l'indice MSCI World. Les valeurs américaines, avec un 'focus' sur leur marché interne (Home Depot et TJX), ont eu un impact positif sur la performance. L'exposition aux biotechnologies (biogen) et aux technologies (alm) s'est avérée négative, à l'instar des banques japonaises et des valeurs liées à l'immobilier. Le stock picking européen était mitigé, avec des résultats positifs pour le Royaume-Uni (entreprises avec une exposition indirecte aux marchés émergents), contrairement aux valeurs continentales (filiale automobile).

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

- Au troisième trimestre, **Insight** n'a pas atteint son benchmark, ce qui s'explique essentiellement par la gestion de la durée. Des prises de bénéfices ont été réalisées sur les obligations souveraines espagnoles et la plus forte exposition est donc désormais représentée par l'Italie, le Portugal, mais aussi et surtout l'Irlande. Une position sur devises a été adoptée : long dollar - short euro, un choix uniquement dicté par une forte conviction. La position high yield a eu un impact négatif sur le rendement au troisième trimestre et a donc été ramenée de 3 à 2 %. L'influence du segment EMD (Emerging Market Debt), qui représente 4 % du portefeuille, était en revanche positive. Au niveau du crédit, des émissions en \$ et en £ ont été privilégiées afin de pouvoir bénéficier d'un yield pick de 50 points de base.
- **BNPPIP** – Ce fonds en gestion passive a été intégré en remplacement du fonds géré activement par BlackRock. En raison des contreperformances de BlackRock, la position a été réduite de sorte qu'un rendement positif a désormais pu être enregistré. Le timing de ce remplacement était on ne peut plus avantageux.
- Le bilan affiché par **HSBC** au troisième trimestre était légèrement inférieur à son benchmark. Le gestionnaire a adopté une attitude attentiste compte tenu du flou qui entoure encore les rachats de la BCE et leur impact. Le gestionnaire privilégie une durée courte, en se focalisant sur la courbe courte. Cette durée courte s'est matérialisée en septembre avec le réinvestissement de prises de bénéfices dans des échéances plus brèves. Dans le segment high yield, les échéances ont été limitées à 5 ans. Sur le plan sectoriel, aucune modification significative n'a été apportée en comparaison avec le trimestre précédent, avec donc une surpondération sur les banques et les assurances. Les télécommunications ont été légèrement étoffées, mais restent sous-pondérées. Au niveau géographique, la France, l'Espagne et l'Italie ont été sous-pondérées.
- US Senior Loans, géré par **Invesco**, a vécu un trimestre caractérisé par une pression à la baisse sur les prix. En raison de l'environnement de risk off (principalement en high yield) et de la hausse des spreads, de nombreux investisseurs ont souscrit de nouvelles émissions. Les spreads ont donc légèrement augmenté pour un risque similaire. De nombreux investisseurs retail ont choisi de vendre tandis que leurs homologues institutionnels ont plutôt continué à consolider leurs positions. Le gestionnaire a lui aussi opté pour la vente de quelques positions existantes afin d'acquérir de nouvelles

émissions présentant un spread plus attractif. Cette stratégie a permis de doper le rendement du portefeuille d'une dizaine de points de base.

- **Inveso** reste le meilleur gestionnaire du portefeuille européen. Le gestionnaire continue de fortement surpondérer les valeurs financières, les soins de santé, l'énergie et les titres industriels au détriment de l'informatique, des biens d'utilité publique et des biens de consommation. Sur le plan géographique, la France et l'Allemagne ont été largement sous-pondérées au profit de la Finlande, de l'Espagne, de l'Autriche et du Portugal. Espirito Santo n'a pas été repris dans le portefeuille et la surpondération finlandaise repose sur des positions dans Elisa (télécommunications), Outukompu (pièces détachés de voitures) et UPM-Kymmene (papier). Ce positionnement s'inscrit dans la perspective d'une reprise européenne, avec une prédilection pour les pays périphériques.
- Le mandat de gestion des titres de dette de qualité des marchés émergents confié à **Ashmore** a enregistré un léger recul au troisième trimestre. Cette baisse s'explique principalement par le ralentissement de l'économie chinoise, les élections au Brésil, les tensions entre la Russie et l'Ukraine, la baisse des prix du pétrole et la hausse du dollar. Le rendement à l'échéance de ce portefeuille s'élève toutefois toujours à 4,25 %, et le gestionnaire a adapté sa durée modifiée à approximativement 5,5 ans pour se conformer à son benchmark. Sur le plan géographique, le Mexique et les EAU restent fortement surpondérés. En dépit de sa sous-pondération, la Russie a eu un impact négatif sur les résultats.

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