

# Fonds Rainbow

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

31/12/2014

### Introduction

**Le quatrième trimestre a été caractérisé par une volatilité marquée sur les marchés d'actions européens, qui ont même affiché, à un certain moment, des rendements négatifs en glissement annuel. La baisse de l'inflation consécutive à la chute des prix du pétrole et les élections grecques en étaient les principales explications. Les marchés d'actions américains ont continué à profiter de l'amélioration des indicateurs économiques. En Chine, ces mêmes indicateurs montrent un nouveau ralentissement, mais les autorités se disent prêtes à corriger la situation le cas échéant. La Banque centrale japonaise continue entre-temps d'effectuer des injections monétaires sans précédent pour soutenir l'économie.**

Les chiffres de croissance provisoires pour le troisième trimestre se basent sur une progression économique de 0,2 % pour la zone euro en glissement trimestriel. En glissement annuel, le résultat est de 0,8 %. Dans ce cadre, le nouveau président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, a donné des explications plus détaillées sur un plan d'investissement qui devrait selon lui relancer la croissance européenne et « remettre l'Europe au travail ». Le dernier mois de l'année 2014 a été marqué par un regain de volatilité, alimenté par trois facteurs bien connus et qui devraient, selon toute vraisemblance, encore caractériser le début de l'année 2015 :

- baisse des prix du pétrole-déflation
- baisse de l'euro
- retour en force de l'instabilité politique.

Enfin, le 26 octobre dernier, la BCE a publié les résultats très attendus du test de résistance et de l'examen de la qualité des actifs (AQR) appliqués aux 130 plus grandes banques de la zone euro. La BCE assume dorénavant officiellement la tâche de superviseur bancaire et pourra à l'avenir entreprendre les démarches nécessaires pour corriger une situation problématique. L'Europe dispose donc maintenant de facto d'une union bancaire européenne. Les attentes à l'égard de la BCE atteignent donc à nouveau des sommets. Celle-ci va-t-elle jouer la carte de l'assouplissement quantitatif (QE) et racheter des obligations souveraines ? La plupart des analystes et économistes sont d'avis que la BCE jouera cette carte au cours du premier trimestre de 2015.

La Réserve fédérale a annoncé la fin de son programme d'assouplissement monétaire quantitatif (QE3). Les obligations souveraines et les titres ABS/RMBS qui arrivent à échéance et qui ont été rachetés par la Banque centrale américaine seront toutefois encore réinvestis. Il n'est donc pas question d'un rétrécissement du bilan. Selon Janet Yellen, l'économie américaine donne suffisamment de signes de reprise pour justifier cette décision. Naturellement, les données restent déterminantes, mais – à l'exception de l'inflation – la plupart des paramètres sont actuellement dans le vert pour une hausse du taux. Lors de la conférence de presse, Janet Yellen a également expressément confirmé que le taux demeurera inchangé pendant « at least a couple of meetings ». Elle a insisté sur le fait qu'il fallait prendre l'expression « a couple » au sens littéral et qu'elle équivalait donc à deux réunions, ce qui nous amène à la mi-2015.

Comme le prévoient les observateurs, le parti du Premier ministre Shinzo Abe a remporté les élections parlementaires anticipées au Japon. Le parti libéral-démocrate a remporté 291 sièges sur les 475 que compte la Chambre des représentants, ce qui donne au Premier ministre une majorité des deux tiers. Au cours des quatre années à venir, il pourra donc approfondir sa politique économique ('Abenomics') qui reposait jusqu'ici essentiellement sur la Bank of Japan et très peu sur les réformes, à l'exception d'une hausse de l'impôt. Grâce

au yen bon marché et aux rachats de soutien de la banque centrale, l'année 2014 fut positive pour la bourse japonaise. Le rapport Tankan indique toutefois que le sentiment qui règne dans l'industrie japonaise est en recul, tandis qu'il s'est légèrement amélioré dans le secteur des services.

Les marchés d'actions chinois ont également été marqués par une certaine volatilité au cours du mois de décembre, après la hausse constante observée pendant les mois d'été. Le ralentissement de la croissance a également suscité l'espoir de nouvelles mesures de soutien de la part de la banque centrale. Celle-ci a toutefois durci sa politique monétaire afin de réfréner la hausse continue des marchés d'actions. De nombreuses banques empruntent à bon prix sur le marché interbancaire afin d'acheter des actions. La PBoC a renforcé les règles relatives à la mise en gage pour ces transactions repo (uniquement 'triple AAA corporates'), avec à la clé une correction des marchés d'actions en décembre. De leur côté, les autorités ont à nouveau annoncé des mesures de soutien (pour pas moins de 11 % du PIB) en faveur de l'infrastructure. La transition vers une économie centrée sur les consommateurs a été avancée à plusieurs reprises, mais il est évident que la croissance de 7 % continue de bénéficier d'un soutien si nécessaire.

Sur la base de notre modèle d'évaluation interne, nous continuons pour 2015 également à prévoir un potentiel à la hausse pour les marchés d'actions européens. En Europe, les obligations peuvent bénéficier d'une éventuelle intervention de la BCE, bien que les taux d'intérêt pour les obligations souveraines soient depuis longtemps à un taux incroyablement bas, ce qui limitera quelque peu le rendement. Les crédits d'entreprise bénéficient d'une plus grande marge, et les spreads pourraient donc continuer à baisser. Les obligations globales affichent un 'yield to maturity' plus élevé, mais la hausse de taux aux États-Unis pourrait tout gâcher en 2015. Pour les obligations également, nous privilégions l'Europe.

## Obligations

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

#### Obligations de la zone euro

La grande surprise de l'année 2014 est venue des marchés obligataires européens, avec des rendements exceptionnels au niveau des obligations souveraines. Le taux allemand a clôturé à 0,54 %, et le taux belge est désormais lui aussi passé sous la barre des 1 % (0,84 %).

Les obligations d'entreprise (8,40 %) affichent également des rendements appréciables sur une base annuelle, mais les obligations d'État ont atteint pas moins de 13,13 %. Le segment high yield clôture l'année sur un rendement de 5,83 %, tandis que les obligations des pays émergents (emerging markets) s'en sortent un peu mieux encore, avec un return de 6,75 % en glissement annuel. L'indice Eonia n'a pas changé par rapport à septembre (0,10 %).

- **Insight** est une fois de plus le meilleur gestionnaire du portefeuille européen pour l'année 2014. Au dernier trimestre, le gestionnaire n'a pas été en mesure de signer une surperformance, principalement pour deux raisons : la gestion de la duration et l'exposition à l'inflation – respectivement une position 'short' alors que les Bund yields continuaient à baisser, et des obligations italiennes liées à l'inflation alors que l'inflation a elle aussi continué à chuter. La position longue sur le dollar par rapport à l'euro a en revanche eu un effet positif au quatrième trimestre, tout comme l'allocation en faveur de la dette émergente. L'exposition 'high yield' a, pour la première fois de l'année, eu un impact négatif sur le rendement annuel.
- **HSBC** termine l'année sur un rendement conforme à son benchmark. Il y a bien eu un 'effet crédit' négatif car les obligations d'entreprise ont moins rapporté que les obligations souveraines sur l'année. Le gestionnaire a profité de la volatilité en novembre pour acheter des positions 'high yield' de courte durée. Des contingent convertibles (cocos) ont également été acquises, bien que cette classe d'actifs demeure limitée au sein du portefeuille (1,29 %). Des obligations Tier 2 de banques ont été revendues au profit d'obligations Tier 2

d'assureurs. Sur le plan sectoriel, les valeurs financières restent surpondérées (essentiellement subordinated par rapport à senior), tout comme les télécommunications depuis le quatrième trimestre. Géographiquement parlant, cela se traduit par une surpondération française au détriment de l'Espagne et l'Italie.

- En glissement annuel, **Wellington** reste le moins performant, même si le quatrième trimestre était conforme au benchmark. Les stratégies 'macro' et 'crédit' ont eu un impact positif, contrairement aux stratégies quantitatives. La gestion de la duration était positive grâce à une surpondération sur la courbe UK courte et moyenne, de même qu'à une surpondération sur la courbe sud-coréenne de 5 à 10 ans et la courbe australienne de 3 ans. La gestion du taux de change a quant à elle eu un effet négatif, en raison notamment d'une sous-pondération du won coréen et du dollar néo-zélandais par rapport au dollar américain et au yen. La surpondération des investment grade corporates d'Europe et des covered bonds associée à une sous-pondération de corporates et govies des marchés émergents a eu un effet positif pour le gestionnaire. La position longue sur les titres US à 10 ans contre la position courte sur les titres UK à 10 ans, alimentée par leur modèle quantitatif, a eu un impact négatif.

### Obligations de la zone mondiale

Globalement, les obligations d'entreprise (17,46 %) s'en sortent mieux que les obligations souveraines (12,97 %). Le taux américain n'a cessé de baisser en 2014 et a clôturé l'année à 2,17 % contre 3,02 %. Le segment 'high yield' a une nouvelle fois traversé une période de volatilité (novembre), ce qui a incité de nombreux investisseurs à prendre le train en marche et à profiter de la baisse des spreads en décembre. Au final, le rendement s'élevait à 13,89 % fin 2014.

L'indice Barclays Capital Global Aggregate a clôturé le mois de décembre à 14,54 %. Ce même Barclays Capital Global Aggregate, mais « hedged into euro », affiche quant à lui un rendement de 7,57 % en raison de la hausse continue du dollar. Les obligations des pays émergents mondiaux (emerging market debt) affichent, en glissement annuel, un rendement de pas moins de 22,34 % (unhedged).

### Gestionnaires des obligations mondiales

- **Pimco** clôture l'année dans le vert mais est demeuré en retrait de son benchmark au quatrième trimestre. La sous-pondération de la duration sur le Royaume-Uni et les États-Unis a été réduite, mais elle a malgré tout encore eu un impact négatif sur le rendement. La sous-pondération de la duration sur les Pays-Bas et l'Allemagne a également eu un effet négatif, bien que compensé par une duration longue sur l'Espagne et l'Italie. Au sein des marchés émergents également, la duration a été réduite, bien qu'elle reste surpondérée à l'égard du Mexique et du Brésil. Une position longue sur le dollar US par rapport au yen et à l'euro a contribué au rendement, tout comme la sélection de crédits et les Mortgage-Backed Securities. En raison de leur appréciation attrayante, des Treasury Inflation Protected Securities (TIPs) US ont été achetées, même si celles-ci n'ont pas encore eu d'effet positif sur le mandat au quatrième trimestre en raison de la baisse de l'inflation.
- **Standish Mellon** est resté en retrait du benchmark, essentiellement en raison des performances enregistrées en octobre. La surpondération sur des obligations high yield et les obligations liées à l'inflation mondiale en sont la principale explication. Cette contreperformance a en partie été compensée par la prise de positions de taux de change avec sous-pondération du yen et des dollars australien et néo-zélandais. Les positions longues sur la couronne norvégienne, le peso mexicain et le rand sud-africain n'ont toutefois pas eu d'impact positif, contrairement aux allocations liées aux obligations de type Asset-Backed Securities (ABS) et Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS). Le positionnement yield sur la courbe américaine et néo-zélandaise n'a pas été favorable au mandat au cours du quatrième trimestre.

- **Loomis Sayles** affiche le plus faible rendement de tous les gestionnaires mondiaux pour l'ensemble de l'année 2014, ce qui pèse sur le portefeuille, étant donné que le benchmark 'crédit' plus court offre le rendement le plus élevé de l'ensemble des benchmarks courts pour 2014. Le bond picking (dans des secteurs tels que la communication ou l'énergie) et la gestion de la duration (short sur la courbe US) sont les principales raisons de cette contreperformance. La surpondération sur le Royaume-Uni était en revanche positive grâce à la baisse continue des taux au quatrième trimestre. À l'heure actuelle, aucune position active n'a été prise concernant la gestion du taux de change et le portefeuille est donc pour ainsi dire 'hedged'. L'allocation off benchmark en faveur de titres US high yield a elle aussi eu un effet négatif en raison de la hausse des spreads dans cette classe d'actifs au quatrième trimestre.

## Actions

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

Depuis mi-2014, les marchés d'actions européens sont confrontés à une hausse continue du billet vert. Si on compare le rendement de l'indice MSCI EMU en EUR avec celui du MSCI World en USD, la différence de rendement n'est que de 0,62 %. Si l'on tient compte de l'effet de taux de change, la différence passe à 15,27 %. L'indice MSCI World Emerging a profité des rendements positifs d'Asie et affiche fin 2014 un rendement de 11,38 %.

#### Actions de la zone euro

- **Financière de l'Echiquier** a connu un quatrième trimestre positif. La sous-pondération des valeurs énergétiques et financières a eu un impact positif en dépit des positions prises dans Saipem, CGG, Deutsche Bank et Santander. Le gestionnaire a continué à surpondérer les biens de consommation et les valeurs industrielles. Au niveau des biens de consommation, le gestionnaire a privilégié les entreprises présentant une exposition aux marchés émergents. Les positions qui ont eu le plus d'impact positif ont également bénéficié du taux de change par rapport à l'euro, à l'image de Smith & Nephew, Novo Nordisk ou encore Ericsson. La perte la plus importante provient de la position liée à Adidas, qui n'a pas été en mesure d'atteindre les mêmes marges (établies au préalable par le gestionnaire) que Nike. Le gestionnaire étudie actuellement le secteur des télécoms, de même que la question des dividendes pour les valeurs financières HSBC.
- **BNPPIF** a connu un quatrième trimestre mitigé, ce qui oblige le gestionnaire à clôturer l'année sur une perte modeste. Tout au long de l'année, le gestionnaire a – tout comme BlackRock – été confronté à la rotation défensive en faveur des actions de dividende. Le gestionnaire n'a pas trouvé d'actions de qualité (selon les critères de ce mandat) au sein des secteurs 'utilities' et 'télécom' qui ont été achetées par des investisseurs au profil défensif. La non-conservation de Sanofi et Total a eu un impact positif sur le rendement, tout comme les investissements consentis dans Fresenius, ASML et Continental (positions 'core'). BVBA et Technip ont eu un effet négatif, de même qu'Erste Bank et Jeronimo Martins.
- **BlackRock** est le plus mauvais gestionnaire en 2014. Au quatrième trimestre, le stock picking était positif, ce qui n'était pas le cas de l'allocation géographique (surpondération du Portugal et de l'Italie) et sectorielle (énergie). Le stock picking consistait en une combinaison

de surpondérations (Continental) et de non-détention de certaines actions (Banco Santander et BBVA). En raison des moins bonnes performances, il a été décidé d'investir dans des actions de dividende plus stables du secteur immobilier, mais aussi dans l'énergie, les assurances et les biens d'utilité publique. Le gestionnaire reste positionné en vue d'une reprise européenne, en investissant notamment dans la construction, l'automobile et la banque de détail. Parmi les noms ajoutés au quatrième trimestre, citons Volkswagen, Pernod-Ricard, EON, BNP Paribas ou encore LVMH.

- **Invesco** est en glissement annuel le meilleur gestionnaire du portefeuille d'actions européen. La plus grande partie du rendement a été réalisée au début de l'année 2014 et consolidée au cours des autres trimestres. Le gestionnaire reste positif en ce qui concerne l'Espagne et l'Europe en général. Il a également ajouté des actions issues du secteur de l'énergie. En raison de la baisse des prix du pétrole, les dépenses d'investissement de capital (capex) seront, selon Invesco, plus efficacement allouées, bien que l'entrée semble s'être produite trop tôt. Les soins de santé ont été sous-pondérés au profit des télécommunications, un secteur qui pourrait bénéficier d'une réglementation plus avantageuse et d'appréciations attrayantes. Le portefeuille est positionné de manière plus cyclique, bien que 2015 devrait selon le gestionnaire être une année (plus) volatile.

### Actions de la zone mondiale

- Comme expliqué précédemment, **AQR** se base sur un modèle quantitatif, ce qui se traduit par un portefeuille de 457 valeurs tandis que le benchmark en compte 1.636. La rotation au sein du portefeuille oscille entre 70 et 100 %. Depuis la désignation d'AQR, ce mandat apporte une contribution positive. Au quatrième trimestre, l'informatique, les télécommunications et les biens d'utilité publique ont été surpondérés au détriment des biens de consommation et des biens de consommation durables, de même que l'énergie et les matériaux. Sur le plan géographique, le rendement provient en grande partie d'Europe et des États-Unis.
- Le stock picking de **Fiera Capital** a apporté une plus-value, grâce aux positions prises sur Sherwin-Williams, TJX, 3M mais aussi Oracle. Sur le plan sectoriel, l'allocation en faveur des valeurs industrielles, des matériaux et des télécommunications a eu un effet positif, contrairement aux soins de santé et aux titres financiers avec notamment la prise de positions dans Roche et Moody's. Au niveau géographique, le gestionnaire continue de sous-pondérer les États-Unis, l'Europe et le Japon au profit de la Suisse, du Royaume-Uni et de pays émergents (Taïwan, Chine, Inde).
- **JP Morgan** clôture le quatrième trimestre sur une performance légèrement supérieure au benchmark. La sous-pondération sur les États-Unis a été exacerbée par la revente avec bénéfice de positions dans les télécommunications et l'IT (software). Par ailleurs, des positions dans le secteur des soins de santé ont également été réduites et réinvesties dans le même secteur, mais en Europe cette fois. Bien qu'elles restent sous-pondérées, des positions américaines ont été prises dans le secteur de l'énergie et les biens de consommation durables. La surpondération en faveur de l'Europe a encore été consolidée via des acquisitions dans le secteur automobile (Volkswagen) et des entreprises industrielles cycliques (Electrolux). L'exposition au Japon et aux pays émergents demeure limitée. Le gestionnaire entend jouer la carte des pays émergents en choisissant des entreprises établies aux États-Unis ou en Europe mais qui réalisent une partie de leurs bénéfices dans les pays émergents.
- **Barrow Hanley**, gestionnaire 'pure value' est – après Wellington (dont le mandat a été résilié) – le plus mauvais gestionnaire de ce portefeuille en glissement annuel. Bien que la sous-pondération sur l'énergie et les matériaux se soit avérée positive, c'est principalement la surpondération en faveur de l'Europe (au détriment des États-Unis) et plus spécifiquement des valeurs financières qui a influencé le rendement à la baisse. Les positions prises dans Erste Bank, Deutsche Borse ou Aegon en sont quelques exemples. D'autres choix de titres



comme Okla (liées à l'énergie) ou Sanofi ont également eu un impact négatif sur le rendement. Au dernier trimestre, une exposition aux marchés émergents a été ajoutée via CP Foods. Le gestionnaire a également jeté son dévolu sur l'entreprise informatique japonaise Hitachi.

## 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 2

Plusieurs modifications ont été apportées au portefeuille au cours du quatrième trimestre. Les positions liées aux US senior hedged loans ont été intégralement revendues. En raison de la baisse des prix du pétrole, de nombreuses entreprises actives dans le secteur sont mises sous pression quant à la perception de leurs capacités de remboursement. Les entreprises liées au pétrole occupent une place importante dans le secteur des prêts et il a donc été décidé de supprimer totalement l'exposition.

Compte tenu de la hausse continue du dollar et de la surpondération à l'égard de la Russie et des EAU au sein du fonds d'Ashmore, l'exposition aux titres de dette des marchés émergents (EMD) a également été ramenée à zéro. Le fruit de la vente a permis de prendre une position dans le cadre du mandat obligataire mondial de Pimco, qui se caractérise aussi par une exposition EMD mais essentiellement ciblée sur l'Amérique latine. Enfin, une position a aussi été prise dans un tracker sur des actions nord-américaines afin de tirer profit de la hausse du dollar et de l'essor des marchés d'actions américains. L'exposition des actions concerne donc les États-Unis et l'Europe.

À la suite de l'introduction attendue de l'assouplissement quantitatif (QE) de la BCE, le poids des obligations souveraines européennes (Insight) et du crédit (HSBC) a été conservé. En 2014, le fonds a offert un rendement légèrement supérieur à 5 %, avec une allocation de seulement 10 % en faveur des actions. Cette répartition correspond au nouveau style du fonds, à savoir « an all-weather fund that can participate in positive markets but that can limit downside during times of market turbulence ».

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](http://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