

FIC de derecho francés

OBJECTIF CAPITAL FI

INFORME ANUAL

al 30 de diciembre de 2016

Sociedad de Gestión: Lazard Frères Gestion

Sociedad Depositaria: Caceis Bank

Auditor: Mazars

Lazard Frères Gestion SAS - 25 rue de Courcelles - 75008 - París

ÍNDICE

1.	Características de la IIC	3
2.	Cambios concernientes a la IIC	8
3.	Informe de gestión	9
4.	Información reglamentaria	25
5.	Certificación del auditor	27
6.	Cuentas del ejercicio	31

- **FORMA JURÍDICA**

Fondo de inversión colectiva de derecho francés.

- **CLASIFICACIÓN**

Renta fija y otros instrumentos de deuda internacionales.

- **APLICACIÓN DE LAS SUMAS DISTRIBUIBLES**

Los importes distribuibles están constituidos por:

1) El resultado neto, incrementado por el traslado a cuenta nueva y tras la suma o resta del saldo de la cuenta de ajustes por periodificación de las rentas;

El resultado neto del ejercicio es igual al importe de los intereses, cánones, dividendos, primas y lotes, dietas de asistencia y demás créditos correspondientes a los títulos que componen la cartera del Fondo, al que se suma el activo generado por las cuantías disponibles momentáneamente, y del que se deducen los gastos de gestión, y los gastos originados por los empréstitos.

2) Las ganancias de capital realizadas, netas de gastos, menos las pérdidas de capital realizadas, netas de gastos, contabilizadas en el transcurso del ejercicio, incrementadas por las ganancias de capital netas de la misma índole contabilizadas en el transcurso de ejercicios anteriores y que no se hayan distribuido o capitalizado, y deducidas o sumadas a la cuenta de ajuste por periodificación de las ganancias de capital.

Los importes mencionados en los anteriores apartados 1) y 2) se pueden capitalizar y/o distribuir y/o trasladar a cuenta nueva total o parcialmente, independientemente unos de otros.

Participaciones “IC” y “DH”, las cuantías distribuibles se capitalizan en su totalidad, con excepción de las sujetas a distribución obligatoria por la ley.

Participaciones “ID”: las cuantías distribuibles son iguales al resultado neto definido anteriormente, más o menos el saldo de los ajustes por periodificación de las rentas de la categoría de las participaciones “ID” aferentes al ejercicio cerrado y del traslado a cuenta nueva. El resultado neto se distribuye en su totalidad, y las ganancias netas de capital se capitalizan en su totalidad.

Participaciones “R”: las cuantías distribuibles son iguales al resultado neto definido anteriormente, más o menos el saldo de los ajustes por periodificación de las rentas de la categoría de las participaciones “R” aferentes al ejercicio cerrado y del traslado a cuenta nueva. El resultado neto se distribuye en su totalidad, y la sociedad gestora decide cada año la aplicación de las ganancias netas de capital realizadas.

- **OBJETIVO DE GESTIÓN**

Participaciones IC, ID y R: el objetivo de gestión es obtener en el periodo de inversión recomendado de un mínimo de 5 años una rentabilidad neta de gastos superior al índice Barclays Global Contingent Capital Hedged EUR expresado en euros, cubierto contra el riesgo de cambio y con moneda de referencia el euro.

Participación DH: el objetivo de gestión es obtener en el periodo de inversión recomendado de un mínimo de 5 años una rentabilidad neta de gastos superior al índice Barclays Global Contingent Capital Hedged USD expresado en dólares EE.UU., cubierto contra el riesgo de cambio y con moneda de referencia el dólar estadounidense.

Participación IC H-CHE: el objetivo de gestión es obtener en el periodo de inversión recomendado de un mínimo de 5 años una rentabilidad neta de gastos superior al índice Barclays Global Contingent Capital Hedged CHF expresado en francos suizos, cubierto contra el riesgo de cambio y con moneda de referencia el franco suizo.

- **INDICADOR DE REFERENCIA**

Participaciones IC, ID y R: El índice Barclays Global Contingent Capital Hedged EUR expresado en euros se publica en Bloomberg con el código BCCGTREH. El índice Barclays Global Contingent Capital es un índice ponderado por el valor de mercado de los títulos que incluye, y concentrado en las emisiones líquidas. Comprende las emisiones superiores a 300 millones de euros, 200 millones de libras esterlinas y 300 millones de dólares estadounidenses realizadas por bancos, instituciones financieras o aseguradoras, denominadas en diferentes monedas, incluido el euro. Se somete a una revisión mensual que suprime las emisiones con un vencimiento inferior a un año.

Participación DH: El índice Barclays Global Contingent Capital Hedged USD expresado en dólares estadounidenses se publica en Bloomberg con el código BCCGTRUH. El índice Barclays Global Contingent Capital es un índice ponderado por el valor de mercado de los títulos que incluye, y concentrado en las emisiones líquidas. Comprende las emisiones superiores a 300 millones de euros, 200 millones de libras esterlinas y 300 millones de dólares estadounidenses realizadas por bancos, instituciones financieras o aseguradoras, denominadas en diferentes monedas, incluido el dólar estadounidense. Se somete a una revisión mensual que suprime las emisiones con un vencimiento inferior a un año.

Participación IC H-CHF: El índice Barclays Global Contingent Capital Hedged CHF expresado en francos suizos se publica en Bloomberg con el código BCCGSICH. El índice Barclays Global Contingent Capital es un índice ponderado por el valor de mercado de los títulos que incluye, y concentrado en las emisiones líquidas. Comprende las emisiones superiores a 300 millones de euros, 200 millones de libras esterlinas y 300 millones de dólares estadounidenses realizadas por bancos, instituciones financieras o aseguradoras, denominadas en diferentes monedas, incluido el franco suizo. Se somete a una revisión mensual que suprime las emisiones con un vencimiento inferior a un año.

- **ESTRATEGIA DE INVERSIÓN**

1. Estrategias utilizadas

El fondo tiene como objetivo lograr una rentabilidad, deducidos los gastos, superior al índice Barclays Global Contingent Capital Hedged EUR para las participaciones IC, ID y R, al Barclays Global Contingent Capital Hedged USD para la participación DH y al índice Barclays Global Contingent Capital Hedged CHF para la participación IC H-CHF, a través de una gestión activa del riesgo de tipos, de crédito y de cambio.

Para alcanzar ese objetivo de gestión, la estrategia se basa en una gestión activa de la cartera, que se invierte fundamentalmente en títulos de deuda subordinada (un tipo de deuda más arriesgado que la deuda senior/garantizada) o en cualquier título que no se considere una acción corriente, emitidos por entidades financieras, incluidas las obligaciones convertibles contingentes. El proceso de gestión combina un enfoque *top-down* (enfoque de distribución estratégica y geográfica que tiene en cuenta el entorno macroeconómico y sectorial) y *bottom-up* (enfoque de selección de los soportes de inversión basada en los fundamentales, tras el análisis de la calidad de solvencia de los emisores y de las características de los títulos), lo que permite integrar el contexto regulador en el cual se inscribe esta clase de activo. La sensibilidad a los tipos se gestiona entre 0 y 8. El Fondo sólo invierte en obligaciones o títulos de emisores que tengan su domicilio social en un país miembro de la OCDE y/o en emisiones o títulos cotizados en una bolsa de uno de estos países. El Fondo solo invierte en obligaciones negociadas en euros, dólares EE.UU. o libras esterlinas. Para construir su cartera, el gestor procede a su propio análisis de obligaciones o títulos que no se consideran acciones corrientes. Se basa asimismo en las calificaciones otorgadas por las agencias de calificación de solvencia, pero sin basarse exclusiva y mecánicamente en ellas.

El Fondo podrá invertir en cualquier tipo de emisor cuyo domicilio social se sitúe en un país miembro de la OCDE y/o en emisiones o títulos cotizados en una bolsa de uno de estos países.

En la tabla siguiente figuran los datos relativos al rango de sensibilidad dentro del cual se gestiona el Fondo:

Rango de sensibilidad a los tipos de interés dentro del cual se gestiona el FIC	Zona geográfica de los emisores de los títulos o subyacentes de los productos de titulación	Rango de exposición correspondiente a esa zona
0 a 8	Zona OCDE	100%

El Fondo solo podrá invertir en obligaciones negociadas en euros, dólares EE.UU. o libras esterlinas.

2. Activos (excluidos los derivados integrados)

Renta variable:

Acciones ordinarias: (máximo 10% del patrimonio neto) procedentes de una conversión o un canje de deudas por acciones a iniciativa del emisor. El Fondo no invertirá activamente en acciones, pero sí podrá conservarlas para permitir al gestor la cesión de las acciones recibidas lo antes posible dependiendo de las condiciones de mercado y con el objeto de optimizar la cotización de salida para los portadores.

Instrumentos de deuda e instrumentos del mercado monetario:

- Hasta el 100% del patrimonio neto en obligaciones o títulos que no se consideran acciones ordinarias, negociados en euros, dólares EE.UU. o libras esterlinas, incluidas las obligaciones convertibles contingentes.
- Se cubrirá el riesgo de cambio de tal manera que la exposición al mismo no supere el 10% del patrimonio.

Las obligaciones o títulos pueden tener una calificación de Valor de Inversión (de AAA a BBB- de Standard & Poor's) o equivalente según el análisis de la sociedad gestora, o de valores especulativos /high yield (de BB+ a D/SD de Standard and Poor's) o equivalente según el análisis de la sociedad gestora, o incluso no tener una calificación de solvencia asignada por una agencia de calificación, y pueden ser negociadas euros, en dólares EE.UU. o en libras esterlinas y ser emitidas por Estados, empresas o entidades financieras.

IIC:

IIC monetarias, monetarias a corto plazo o de renta fija de derecho francés o europeo, hasta un máximo del 10% del patrimonio neto, si a su vez invierten menos del 10% de su patrimonio neto en otras IIC.

Estas IIC pueden estar gestionadas por la sociedad de gestión.

3. Instrumentos derivados

- Tipo de mercados de intervención:

- regulados
- organizados
- de contratación directa

- Riesgos en los que desea intervenir el gestor:

- renta variable
- tipos
- divisas
- crédito
- otros riesgos

- Índole de las intervenciones, entendiéndose que todas las operaciones se deben limitar a la realización del objetivo de gestión:

- cobertura
- exposición
- arbitraje

- Índole de los instrumentos utilizados:

- futuros:
 - sobre renta variable e índices de renta variable
 - sobre tipos: riesgo de tipos
 - de cambio de divisas
- opciones:
 - sobre renta variable e índices de renta variable
 - sobre tipos
 - de cambio: únicamente sobre los mercados organizados
- swaps:
 - swaps de renta variable
 - swaps de tipos: transformación de la remuneración a tipo fijo en remuneración a tipo variable y viceversa
 - swaps de cambio de divisas
- cambio de divisas a plazo
- derivados de crédito hasta un máximo del 40% del patrimonio

- Estrategia de utilización de los derivados para alcanzar el objetivo de gestión:

- cobertura parcial o general de la cartera, de ciertos riesgos, títulos
- reconstitución de una exposición sintética a activos, a riesgos
- ampliación de la exposición al mercado sin apalancamiento
- máximo autorizado y perseguido
- otra estrategia

4. Títulos que incorporan derivados

El gestor podrá invertir en valores que incorporan los derivados siguientes: productos estructurados, deuda subordinada, obligaciones convertibles y bonos convertibles contingentes.

5. Depósitos:

En la gestión del Fondo se pueden utilizar operaciones de depósito hasta un límite del 10% de su patrimonio.

6. Empréstitos monetarios:

Para atender una necesidad puntual de liquidez, en su funcionamiento el Fondo puede recurrir a los empréstitos monetarios, hasta un límite del 10% de su patrimonio.

7. Operaciones de adquisición y cesión temporal de títulos:

Ninguna

8. Información sobre las garantías financieras:

En el marco de las operaciones de adquisición y cesión temporal de títulos y de las operaciones con derivados negociados en régimen de contratación directa, y de acuerdo con la posición AMF 2013-06, el Fondo puede recibir, en concepto de garantía tanto títulos (como, concretamente, obligaciones o títulos emitidos o garantizados por un Estado o emitidos por organismos de financiación internacional, y obligaciones o títulos emitidos por emisores privados de buena calidad) como efectivo.

La garantía en metálico recibida se reinvierte de acuerdo con las reglas aplicables.

Todos estos activos deben proceder de emisores de elevada calidad, con buena liquidez, poco volátiles, diversificados y que no sean una entidad de la contraparte o de su grupo.

Se pueden aplicar descuentos a la garantía recibida, que toman en cuenta principalmente la calidad de solvencia, la volatilidad de los precios de los títulos.

9. Perfil de riesgo

Su dinero se invertirá principalmente en instrumentos financieros seleccionados por la sociedad gestora. Dichos instrumentos estarán expuestos a las evoluciones e incertidumbres de los mercados.

Riesgo de pérdida de capital: Es posible que el Fondo no alcance su objetivo de rentabilidad. El Fondo no cuenta con ninguna garantía o protección del capital. Por lo tanto, se advierte al inversor de que es posible que no recupere su capital.

Riesgo de tipos: Riesgo de bajada del valor de los activos, y, por tanto, de la cartera, provocada por una variación de los tipos de interés. Debido a los límites del rango de sensibilidad, el valor de este componente de la cartera puede bajar, tanto en caso de subida de tipos, si la sensibilidad de la cartera es positiva, como en caso de bajada de tipos, si la sensibilidad de la cartera es negativa.

Riesgo de crédito: El riesgo de crédito es el riesgo de que el prestatario no reembolse su deuda o no pueda pagar los cupones durante la vida del título. Riesgo de bajada del valor de los activos, y, por tanto, de la cartera, provocada por una variación en la calidad crediticia de los emisores o por una variación en los diferenciales de crédito. Debido a los límites del rango de sensibilidad del crédito, el valor de este componente de la cartera puede bajar, tanto en caso de subida de los diferenciales, si la sensibilidad de la cartera es positiva, como en caso de bajada de los diferenciales, si la sensibilidad de la cartera es negativa.

Riesgo de títulos contingentes o subordinados:

El Fondo puede estar expuesto a títulos contingentes o subordinados. Las deudas subordinadas y las obligaciones convertibles contingentes están expuestas a riesgos específicos de impago de los cupones y de pérdida de capital en determinadas circunstancias. A partir de un determinado umbral de solvencia, llamado "trigger", el emisor puede o debe suspender el pago de sus cupones, y/o reducir el nominal del título o convertir esas obligaciones en acciones. Sin perjuicio de los umbrales definidos en los folletos informativos de las emisiones, las autoridades financieras tienen la posibilidad de aplicar esas reglas cautelarmente si así lo exigen las circunstancias en función de un umbral subjetivo llamado "punto de inviabilidad". Esos títulos exponen a sus titulares a una pérdida total o parcial de sus inversiones a raíz de su conversión en acciones a un precio establecido de antemano, o de la aplicación de un descuento previsto contractualmente en los términos del folleto informativo de la emisión, o aplicado arbitrariamente por una autoridad financiera. Estos títulos también exponen a sus titulares a fluctuaciones de las cotizaciones, potencialmente importantes en caso de situación de insuficiencia de recursos propios o de aprietos del emisor.

Riesgo de cambio: El Fondo puede invertir en títulos e IIC que estén autorizados a adquirir valores denominados en divisas extranjeras ajenas a la zona euro. El valor de esos activos puede descender en función de la evolución de los tipos de cambio.

Riesgo de liquidez: Representa el riesgo de que, a causa de la debilidad de los volúmenes de cambio o de tensión en los mercados, un mercado financiero no pueda absorber el volumen de ventas (o de compras), lo que hace descender (o aumentar) significativamente el precio de los activos, con la consecuencia de una posible reducción del valor liquidativo de la IIC.

Riesgo de renta variable: El inversor está expuesto al riesgo de renta variable. En efecto, la variación de la cotización de los títulos puede tener un efecto negativo en el valor liquidativo del Fondo. En periodos bajas de los mercados de renta variable, el valor liquidativo bajará.

Riesgo de contraparte: El riesgo de contraparte es el riesgo asociado a la utilización de instrumentos de contratación directa. El Fondo está expuesto al riesgo de impago o incumplimiento de la entrega por la contraparte con la que se celebre la transacción. Este riesgo puede materializarse en un descenso de valor liquidativo del Fondo.

Riesgo asociado a las intervenciones en los mercados a plazo:

El uso de instrumentos derivados puede producir una exposición a una variación al alza o a la baja del valor liquidativo del Fondo.

10. Garantía o protección

Ninguna.

11. Suscriptores interesados y perfil del inversor tipo

Participaciones IC, ID, R y IC H-CHF: todos los suscriptores.

Todos los suscriptores que deseen optimizar sus inversiones en instrumentos de tipos.

Se recomienda encarecidamente a los suscriptores que diversifiquen suficientemente sus inversiones, con objeto de no exponerlas únicamente a los riesgos de este Fondo.

Información relativa a los inversores estadounidenses:

El Fondo no está registrado en Estados Unidos como vehículo de inversión, y sus participaciones no están registradas ni se van a registrar en ese país en el sentido de la *Securities Act* de 1933 y, por lo tanto, no se pueden ofrecer o vender en Estados Unidos a *Restricted Persons*, concepto que pasamos a definir a continuación.

Se considera *Restricted Person* a i) cualquier persona física o jurídica situada en el territorio de Estados Unidos (incluidos los residentes estadounidenses), ii) cualquier sociedad o cualquier otra entidad sometida a la legislación de Estados Unidos o de uno de sus estados, iii) todo el personal militar de Estados Unidos y todo el personal vinculado a una agencia del gobierno estadounidense situado fuera del territorio de Estados Unidos, y iv) cualquier otra persona a la que se consideraría Persona de Estados Unidos en el sentido de la Regulación S derivada de la *Securities Act* de 1933, con sus enmiendas.

• **FATCA:**

En virtud de las disposiciones del *Foreign Account Tax Compliance Act* ("FATCA") aplicables a partir del 1 de julio de 2014, si el Fondo invierte directa o indirectamente en activos estadounidenses, se puede practicar una retención fiscal del 30% sobre los ingresos generados por dichas inversiones.

Con objeto de evitar el devengo de la retención fiscal del 30%, Francia y Estados Unidos han suscrito un acuerdo intergubernamental en virtud del cual las entidades financieras no estadounidenses ("foreign financial institutions") se comprometen a implantar un procedimiento de identificación de los inversores directos o indirectos que sean sujetos pasivos estadounidenses, y a transmitir ciertos datos sobre dichos inversores a la administración tributaria francesa, quien a su vez los transmitirá a la autoridad tributaria estadounidense ("Internal Revenue Service").

En su calidad de foreign financial institution, el Fondo se compromete a acatar la FATCA y a tomar cualquier medida derivada del mencionado acuerdo intergubernamental.

El importe que cada inversor puede colocar razonablemente en este Fondo depende de su situación personal. Para determinarlo, deberá tener en cuenta su patrimonio personal, sus necesidades actuales y el plazo de inversión recomendado, pero también su capacidad de asumir riesgos o, por el contrario, de anteponer una inversión prudente.

Plazo de inversión recomendado: 5 años mínimo.

2. CAMBIOS CONCERNIENTES A LA IIC

Ninguno

3. INFORME DE GESTIÓN

EVOLUCIÓN Y RENTABILIDAD

En el transcurso del ejercicio, el patrimonio neto del FIC OBJECTIF CAPITAL FI ha experimentado la siguiente evolución:

Objectif Capital FI, “**participaciones IC**”: el patrimonio neto pasó de 98 375 993,95 euros el 31/12/2015, a 107 976 245,14 euros el 30/12/2016.

El número de participaciones en circulación al 30/12/2016 era de 68 898,458.

El valor liquidativo de 1 495,76 euros al 31/12/2015 pasó a ser de 1 567,17 euros el 30/12/2016, lo que corresponde a una evolución del 4,77%.

Las rentabilidades pasadas no son indicativas de las rentabilidades futuras de la IIC y no son constantes en el tiempo.

Objectif Capital FI, “**participaciones R**”: el patrimonio neto pasó de 14 922 035,50 euros el 31/12/2015, a 17 579 496,89 euros el 30/12/2016. El número de participaciones en circulación al 30/12/2016 era de 139 290,527.

El valor liquidativo de 125,07 euros al 31/12/2015 pasó a ser de 126,20 euros el 30/12/2016, lo que corresponde a una evolución del 4,01%.

Las rentabilidades pasadas no son indicativas de las rentabilidades futuras de la IIC y no son constantes en el tiempo.

Objectif Capital FI, “**participaciones ID**”: el patrimonio neto pasó de 5 008 005,81 euros el 31/12/2015 a 15 053 675,32 euros el 30/12/2016.

El número de participaciones en circulación al 30/12/2016 era de 144.219.

El valor liquidativo de 100 160,11 euros al 31/12/2015 pasó a ser de 104 380,66 euros el 30/12/2016, lo que corresponde a una evolución del 4,80%.

Objectif Capital FI, “**participaciones DH**”: el patrimonio neto pasó de \$ 500 000,00 euros el 05/01/2016 (fecha de creación) a \$ 572 136,21 el 30/12/2016.

El número de participaciones en circulación al 30/12/2016 era de 540.

El valor liquidativo de \$ 1 000 al 05/01/2016 (fecha de creación) pasó a ser de \$ 1 059,51 el 30/12/2016, lo que corresponde a una evolución del 6,05% anualizado.

La rentabilidad del índice en EUR en el periodo fue del 7,00%.

La rentabilidad del índice en USD en el periodo fue del 8,76% (anualizado).

Información relativa a los movimientos de la cartera durante el periodo:

Compra:

Isin	Denominación	Importe neto en €
FR0010941815	FCP Objectif Monet.euro-B-(3d)	25 973 593,24
XS1481041587	Barclays Plc Tv Coco16-31ag-T	3 108 658,28
XS1404935204	Bankinter Tv 16-10my-T	3 046 250,00
GB0058327924	Hbos Sterl.fce7,881%99-09de-A	2 737 464,28
CH0317921697	Ubs Group Tv (coco)16-22mr-A	2 656 855,23

Venta:

Isin	Denominación	Importe neto en €
FR0010941815	FCP Objectif Monet.euro-B-(3d)	23 383 921,78
FR0011291657	FCP Obj.court Terme Euro C-3d	5 500 046,61
XS0459088794	Lbg C.2 6,385%(emtn)09-12my20a	2 464 906,86
XS0304987042	Muenchener Rueck Tv 07-12jn-A	1 616 408,20
USG84228AT58	Standard C.tv(adr) 06-30ja-S	1 543 798,06

ENTORNO ECONÓMICO**Introducción**

En 2016, el crecimiento económico mundial se ralentizó ligeramente. Según las estimaciones del FMI, se situó en un +3,1%, frente al +3,2 registrado en 2015. Esta ralentización se explica por los países avanzados, debido principalmente a la decepcionante tasa de crecimiento estadounidense durante el primer semestre. Con todo, la mejora del mercado laboral, el buen clima de confianza y el nivel de los tipos de interés, todavía bajos, sostuvieron las perspectivas económicas de esos países. En cuanto a las economías emergentes, el crecimiento se fue estabilizando, gracias fundamentalmente a la progresiva normalización de la situación macroeconómica en Rusia. De forma general, la inflación siguió siendo modesta e inferior a los objetivos específicos que se habían marcado las grandes economías avanzadas, si bien se aceleró a final de año gracias a la disipación progresiva de los efectos de la última bajada de los precios de la energía. El año transcurrido estuvo también marcado por dos acontecimientos políticos imprevistos: el voto favorable del Reino Unido a la salida de la Unión Europea, y la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales estadounidenses. El rechazo mediante referéndum de la reforma constitucional en Italia se había anticipado en gran medida. La economía mundial y los mercados financieros absorbieron correctamente estos choques, aunque se mantuvo una gran incertidumbre respecto del nuevo rumbo que tomarían las relaciones comerciales y financieras entre el Reino Unido y la Unión Europea, así como con quien se convertiría en el nuevo presidente de Estados Unidos. En general, los bancos centrales siguieron aplicando políticas monetarias muy acomodaticias. La Reserva Federal se mantuvo muy cautelosa. Elevó su tipo de referencia una vez en todo el año. Con la intención de dotarse de más herramientas para alcanzar sus objetivos de inflación, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón probaron a aplicar nuevas medidas de reactivación. El BCE puso en marcha un programa de compra de deuda pública y privada, y el Banco de Japón situó en terreno negativo sus tipos directores y controló la pendiente de la curva de rendimientos. En ese contexto, el primer semestre fue favorable para los mercados de renta fija, y el segundo semestre para los mercados de renta variable.

Crecimiento del PIB en volumen (%)	2014	2015 (e)	2016 (e)	2017 (e)
Mundo	3,4	3,1	3,4	3,4
Países desarrollados	1,8	1,9	2,1	1,9
Países emergentes	4,6	4,0	4,3	4,5
Zona euro	0,9	1,5	1,7	1,6
Estados Unidos	2,4	2,5	2,6	2,3
Japón	0,0	0,6	1,0	0,8
China	7,3	6,9	6,3	6,5
India	7,3	7,3	7,5	7,2
Brasil	0,1	-3,8	-3,5	0,2
Rusia	0,6	-3,7	-1,0	1,1

Fuente: Perspectivas económicas del FMI, actualizadas en enero de 2017

* En el caso de la India, los datos y las previsiones se basan en el ejercicio fiscal

En los mercados de renta variable, el índice MSCI World All Country en dólares progresó un 5,6% en 2016. Este dato enmascara rentabilidades muy desiguales entre zonas: +9,5% para el índice S&P 500 en dólares, +1,5% para el Eurostoxx en euros, 1,9% para el Topix en yenes y +8,6% para el índice MSCI de países emergentes en dólares, con exclusión de la totalidad de los dividendos. El año 2016 empezó con un episodio de turbulencias. Hasta mediados de febrero, los temores se centraron en China, en la caída de los precios del crudo, en el crecimiento estadounidense y en la exposición de los bancos al sector energético, al tiempo que sus beneficios, sobre todo en Europa, empezaban a resentirse por las presiones crecientes de los tipos de referencia que insistían en su tendencia bajista, aun cuando ya

estaban en terreno negativo. Seguidamente, la mejora de los datos estadísticos económicos, el repunte de los precios del crudo y las políticas muy acomodaticias de los bancos centrales propiciaron el repunte. A continuación, la situación se mantuvo bastante tranquila hasta junio de 2016, cuando los mercados empezaron a bailar al son de los sondeos sobre la intención de voto en el referéndum del 23 de junio y la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea.

La victoria del voto en favor del brexit provocó un segundo episodio de turbulencias, ya que los inversores esperaban un voto contrario, resultado animado por los pronósticos de las casas de apuestas publicados poco antes de la votación. Sin embargo, la volatilidad fue finalmente breve, y los mercados de renta variable rápidamente anularon la disminución ligada al brexit, en un contexto de revisión al alza de la previsión de los resultados corporativos. Al final del año, la victoria de Donald Trump en las elecciones de Estados Unidos del 8 de noviembre y el rechazo mediante referéndum a la reforma constitucional en Italia el 4 de diciembre no desencadenaron la tormenta que podría haberse temido. El plan de recuperación propuesto por el nuevo presidente de Estados Unidos incluso empujó el S&P 500 a nuevos máximos, los inversores apostaron por la recuperación del crecimiento y una mejora de los beneficios empresariales en Estados Unidos. Los mercados de renta variable de la zona euro habían anticipado en gran medida el resultado del referéndum italiano. Liberados de los plazos políticos, acogieron con beneplácito los nuevos anuncios del BCE para acabar el año en su nivel más alto en diciembre de 2016.

En los mercados de renta fija, los tipos de los bonos del Estado alemanes y estadounidenses a 10 años se redujeron hasta el verano para tocar un mínimo del -0,19% y el 1,36%, respectivamente, a principios de julio de 2016. Posteriormente, las señales tranquilizadoras sobre la coyuntura permitieron una recuperación. Esto se acentuó tras de la victoria de Donald Trump, debido a un posible estímulo fiscal y la recuperación del precio del petróleo que alentaron las expectativas de un aumento de la inflación. Al final, el tipo a 10 años alemán pasó del 0,63% al 0,21% en un año, y el de su contraparte estadounidense del 2,27% al 2,44%. Los diferenciales de crédito de los países periféricos en relación con Alemania aumentaron considerablemente en Portugal (167 puntos básicos), debido a la incertidumbre política, y en menor medida en Italia (+64 puntos básicos) y Francia (+12 puntos básicos). Se mantuvieron prácticamente estables en España (3 puntos básicos) y se redujeron claramente en Grecia (-76 puntos básicos). Según los índices de Merrill Lynch, los diferenciales de crédito de los bonos corporativos de buena calidad respecto de los bonos del gobierno se redujeron en 21 puntos básicos, y los de los bonos de alta rentabilidad se redujeron en 157 puntos básicos, situándose, respectivamente, en 115 y 378 puntos básicos.

En el mercado de divisas, el euro se depreció un 3,2% frente al dólar y un 5,9% frente al yen. En cambio, se apreció un 15,8% frente a la libra esterlina.

En el mercado del petróleo, los precios bajaron rápidamente hasta mediados de enero de 2016 por la resistencia de la oferta en Estados Unidos y en los países de la OPEP, así como la perspectiva del aumento de la producción iraní. Posteriormente, se enderezaron al vislumbrar los mercados un posible acuerdo entre los principales productores de crudo, así como por los desabastecimientos momentáneos registrados en varios mercados. El 28 de septiembre, los miembros de la OPEP alcanzaron un principio de acuerdo sobre una reducción de la producción, que fue aprobada el 30 de noviembre. En un año, el precio del barril de Brent aumentó un 55%, para situarse en 55 dólares a finales de diciembre de 2016.

Estados Unidos

El crecimiento de Estados Unidos se ralentizó en el primer semestre de 2016, en parte debido a la disminución de la inversión en el sector del petróleo, el menor volumen de existencias y la bajada de las exportaciones. Se recuperó claramente en el tercer trimestre de 2016 para alcanzar el +3,5% en ritmo anualizado (+1,7% en un año), tras haber marcado un +1,4% en el segundo trimestre de 2016.

El índice ISM manufacturero experimentó una fase de bajada durante el verano para tocar un mínimo de 49,4 en agosto. A continuación, se recuperó rápidamente para situarse en 54,7 en diciembre de 2016, frente al 48,0 registrado en diciembre de 2015. La evolución del ISM no manufacturero fue más caótica. En un año, se elevó de 55,8 a 57,2.

El mercado laboral se mantuvo dinámico, aparte de un pequeño bache en el empleo en mayo de 2016, aunque menor que el año anterior, acercándose la economía al pleno empleo. El sector privado creó un promedio de 164.500 puestos de trabajo en 2016, frente a los 265.000 de 2015. La tasa de desempleo pasó del 5,0% al 4,7% entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016. El crecimiento anual del salario horario del sector privado continuó acelerándose gradualmente, pasando del 2,6% al 2,9%.

El consumo de los hogares se mantuvo adecuado. Recibió un impulso en el segundo trimestre de 2016, cuando los hogares utilizaron parte de las ganancias de poder adquisitivo asociadas a la bajada del petróleo, hasta el momento ahorradas, aunque luego sufrió una reacción en el tercer trimestre. En ritmo interanual, aumentó un 2,8%. La tasa de ahorro pasó del 6,1% al 5,5% de la renta disponible.

El sector de la construcción prosiguió su recuperación. En diciembre de 2016, la construcción de viviendas aumentó un 5,7% en ritmo interanual y las licencias aumentaron un 0,8% interanual. El índice NAHB de confianza de los constructores de viviendas mejoró considerablemente para alcanzar su nivel más alto del ciclo en diciembre de 2016. El índice interanual de los precios inmobiliarios, medido por el índice S&P Case Shiller se mantuvo prácticamente estable a lo largo del año (+5,1% en octubre de 2016).

En el sector residencial, la venta de viviendas nuevas se mantuvo dinámica durante el año. En noviembre de 2016, había aumentado un 16,5% interanual. Durante el mismo período, las ventas de vivienda usada aumentaron un 5,6%.

Los pedidos de bienes de capital, excluyendo defensa y aviación, cayeron un 4,0% interanual en noviembre de 2016, penalizados en parte por la disminución de pedidos en los sectores de la minería y el petróleo. No obstante, se recuperaron a finales de año.

El déficit comercial se mantuvo más o menos estable. Se situó en 45.200 millones de dólares en noviembre de 2016.

La inflación general se aceleró considerablemente, pasando del +0,7% al +2,1% en un año, de diciembre de 2015 a diciembre de 2016. Excluyendo la energía y los alimentos, se mantuvo bastante estable y se situó en el 2,2% en diciembre de 2016.

En este contexto, tras la reunión celebrada los días 13 y 14 de diciembre de 2016, la Reserva Federal elevó su tipo rector en 25 puntos básicos, situándolo en la horquilla del 0,50% al 0,75%.

Zona euro

La recuperación económica en la zona euro se mantuvo a lo largo del año. Tras un primer trimestre fuerte, el crecimiento se redujo por reacción en el segundo trimestre de 2016, manteniéndose prácticamente estable durante el tercer trimestre, en el que PIB registró un aumento del 1,4% en ritmo anualizado (+1,7% en un año). El clima empresarial resistió las incertidumbres políticas, mejorando a partir del otoño de 2016. El PMI compuesto alcanzó su nivel más alto del año en diciembre de 2016, situándose en 54,4, cerrando así el año en torno al nivel de 54,3 registrado en diciembre de 2015.

La tasa de desempleo siguió disminuyendo. Pasó del 10,4% en diciembre de 2015 al 9,8% en noviembre de 2016. Por tanto, recuperó su nivel anterior a la crisis de la zona euro.

La inflación en el conjunto en la región se recuperó para alcanzar un 1,1% interanual en diciembre de 2016, frente al 0,2% registrado en diciembre de 2015. Excluyendo energía y alimentación, se mantuvo más o menos estable y se situó en el 0,9% interanual al final del año.

En Alemania, el crecimiento fue muy fuerte durante el primer trimestre de 2016, pero luego se ralentizó al 0,8% en ritmo anualizado en el tercer trimestre (+1,7% interanual). El PMI compuesto se mantuvo en un nivel correcto a lo largo del año. En diciembre de 2016, se situó en 55,2 (-0,3 puntos en un año).

En Francia, tras un buen primer trimestre, el PIB cayó un 0,5% en ritmo anualizado en el segundo trimestre de 2016, antes de repuntar un 1,0% en el tercer trimestre (+1,0% interanual). El clima empresarial mejoró claramente a partir del verano de 2016. El índice PMI compuesto ganó tres puntos en un año para situarse en 53,1 en diciembre de 2016. La tasa de desempleo disminuyó notablemente, pasando del 10,2% en diciembre de 2015 al 9,5% en noviembre de 2016, según los datos de Eurostat.

En Italia, el crecimiento se mantuvo relativamente flojo. El PIB creció un 1,0% en ritmo anualizado en el tercer trimestre de 2016 (+1,0% interanual). El 4 de diciembre, los italianos rechazaron por amplia mayoría (59,1%) la reforma constitucional propuesta por Matteo Renzi, quien dimitió en consecuencia.

En España, la dinámica de recuperación no perdió prácticamente fuerza, con un crecimiento del +2,8% en el tercer trimestre de 2016 (+3,2% interanual). Las elecciones parlamentarias españolas del 26 de junio no permitieron formar un gobierno de mayoría. El 29 de octubre, el Parlamento finalmente otorgó su confianza a Mariano Rajoy, líder del Partido Popular, quien formó un gobierno en minoría.

El 10 de marzo de 2016, el BCE anunció una reducción de los tipos de refinanciación y de la facilidad marginal de crédito de cinco puntos básicos cada uno, al 0,00% y el 0,25%, respectivamente. Redujo el tipo de depósito en 10 puntos básicos, al -0,40%. También aumentó la cuantía de las compras mensuales como parte de su programa de compra de activos, de 60.000 millones de euros a 80.000 millones de euros hasta finales de marzo de 2017. Los bonos corporativos no bancarios con buena calificación se añadieron a la lista del programa de compra de activos del BCE y se anunció una nueva serie de cuatro operaciones de refinanciación objetivada a largo plazo. El 8 de diciembre de 2016, el BCE anunció que, a partir de abril de 2017, las compras de activos se realizarían a un ritmo mensual de 60.000

millones hasta finales de diciembre de 2017 o más si fuera necesario. Con el fin de facilitar la aplicación del programa de compra de activos, se relajaron ciertas condiciones: el vencimiento de los valores admisibles al programa de compras de valores del sector público se redujo de dos años a un año, y se autorizó la compra de valores del sector público con una rentabilidad inferior al tipo de depósito.

Japón

El crecimiento de Japón fue robusto durante el primer trimestre de 2016 y se desaceleró progresivamente para situarse en un +1,3% anualizado en el tercer trimestre de 2016 (+1,1% interanual). El clima empresarial se mantuvo taciturno hasta el otoño de 2016, antes de mejorar. El PMI compuesto aumentó de 52,2 a 52,8 entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016.

El mercado laboral se mantuvo firme, con un crecimiento moderado de los salarios. La tasa de desempleo se situó en el 3,1% en noviembre de 2016. La inflación global pasó del 0,2% al 0,5% interanual y del 1,3% al +0,2% excluyendo energía y productos alimentarios frescos, medida preferida por el banco central.

El gobierno anunció en junio de 2016 una demora de dos años y medio, hasta octubre de 2019, en el aumento previsto del IVA. En agosto, también anunció un plan de estímulo fiscal del 1,5% del PIB para el período 2016-2017.

El Banco de Japón estableció el 29 de enero de 2016 un tipo de interés negativo del 0,1% sobre una parte del exceso de reservas marginales de los bancos. El 21 de septiembre, introdujo un objetivo de control de la pendiente de la curva de rentabilidad, mediante el mantenimiento del tipo a 10 años en niveles cercanos a cero, y se comprometió a exceder su objetivo de inflación (del 2%).

China

El crecimiento de China se mantuvo estable durante los tres primeros trimestres de 2016, en un 6,7% interanual, y se aceleró ligeramente en el cuarto trimestre, hasta el 6,8%. En 2016, se situó en el 6,7%, frente al 6,9% de 2015, en el centro de la horquilla del 6,5% al 7,0% previsto por el gobierno.

El clima empresarial mejoró gradualmente en los últimos doce meses. En diciembre de 2016, el PMI compuesto se situó en 53,5 frente a un 49,4 registrado el año anterior.

El consumo de los hogares se mantuvo firme. Las ventas minoristas aumentaron un 10,4% en 2016 frente al 10,7% de 2015, sostenido en parte por las ventas de automóviles (+15,1% en 2016, según la Asociación China de Fabricantes de Automóviles).

La inversión se ralentizó (+8,1% en 2016, frente a un +10,0% en 2015), principalmente en el sector manufacturero (+4,2% en 2016, frente a un +8,1% en 2015). La inversión en infraestructura se mantuvo firme (+17,4% en 2016) y se reanimó en el sector inmobiliario (+6,9% en 2016, frente a un +2,5% en 2015).

El fuerte aumento de las ventas de viviendas (+22,4% en volumen en 2016) alentó un aumento de los precios inmobiliarios (+18,7% interanual en noviembre de 2016), especialmente en las grandes ciudades. Como resultado, muchos municipios anunciaron medidas restrictivas sobre la demanda.

Las presiones deflacionistas se debilitaron. El índice de precios al productor en la industria aumentó un 5,5% interanual en diciembre de 2016, tras cuatro años de deflación.

El 29 de febrero de 2016, el banco central de China redujo el coeficiente de reservas obligatorias para los grandes bancos en 50 puntos básicos, situándolo en el 17,00%.

POLÍTICA DE GESTIÓN

Enero de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi descendió un 1,98% en el mes (participación I): el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged disminuyó un 2,14% en el mismo periodo.

Los diferenciales de deuda financiera aumentaron considerablemente en su conjunto. Los Tier 1 aumentaron 111 puntos básicos, hasta los 489 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 aumentaron 49 puntos básicos, hasta 296 puntos básicos, y las deudas Senior aumentaron 9 puntos básicos, para terminar en 103 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los Cocos aumentaron 54 puntos básicos en OAS para finalizar en 527 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda de Estado alemana se aplanó considerablemente durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 30 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 27 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el 0,33% y el -0,31%, respectivamente, y un descenso de 14 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se situó en el -0,49%.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 3,8%, frente al 4,3% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

En resumen, y en un contexto de desorden cabe citar entre las preocupaciones de los inversores durante el mes de enero las siguientes: China, el crecimiento de Estados Unidos, el yuan, el petróleo, los bancos italianos y la propuesta de "banco malo", las pérdidas de Credit Suisse y Deutsche Bank en 2015 (tras de la provisión de importantes adquisiciones de fondo de comercio en 1999 y 2000), los temores sobre la capacidad de Deutsche Bank de pagar los cupones Tier 1 a pesar de la confirmación de la voluntad de la dirección de hacerlo (e incluso reflejarlo por escrito en su presentación anual) ... en fin, todas esas razones resultaron inútiles de cara al apetito de los inversores a asumir riesgos.

Sorprendentemente, los bancos de Estados Unidos (en la primera línea del petróleo de esquisto y la economía estadounidense) y de China apenas sufrieron durante el mes. En Europa, los indicadores de riesgo sistémico se mantuvieron extremadamente tranquilos. Aparte de esto, cabe señalar en particular la venta de activos de fondos soberanos de Oriente Medio, acompañada de posiciones "cortas" en los fondos de cobertura, frente al modo "de aversión al riesgo" de los inversores europeos, que sin duda permiten explicar muchas cosas.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) sumó un total de 24.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos sumaron -8.000 millones de euros en el mes.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,4% al vencimiento final, y del 6,4% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,5 y al crédito de 4,3.

A partir del 1 de enero de 2016, el Fondo cambió su índice de referencia. El índice anterior que se utilizaba, el JP Morgan SUSI Tier 1, solo contenía siete títulos y ya no era representativo del segmento Tier 1. A partir de ahora se utilizaría el índice "Barclays Global Contingent Capital", cubierto contra el riesgo de cambio en euros, con la clave Bloomberg BCCGTREH.

También se lanzó una participación en dólares estadounidenses, cubierto el riesgo de cambio, disponible desde el 31 de diciembre de 2015.

Febrero de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi descendió un -4,07% en el mes (participación I): el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged disminuyó un -4,71% en el mismo periodo.

Los diferenciales de deuda financiera aumentaron considerablemente en su conjunto. Los Tier 1 aumentaron 128 puntos básicos, hasta los 617 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 aumentaron 38 puntos básicos, hasta 335 puntos básicos, y las deudas Senior aumentaron 18 puntos básicos, para terminar en 121 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los Cocos aumentaron 71 puntos básicos en OAS para finalizar en 597 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda de Estado alemana se aplanó considerablemente durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 22 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 10 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el 0,11% y el -0,410%, respectivamente, y un descenso de 8 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se situó en el -0,57%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del -5,96% frente al -6,75% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 5,4% frente al 6,6% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Los mercados comenzaron el mes de febrero muy negativamente, en especial con relación a la deuda híbrida financiera. A las preocupaciones sobre la situación macroeconómica se sumaron unos resultados en general "poco brillantes", por no decir malos, de los bancos europeos. Deutsche Bank, Credit Suisse y Standard Chartered estaban todos en números rojos el año pasado. Ante las reducciones o supresión del pago de dividendos a los accionistas, los inversores comenzaron a preocuparse por el pago de los cupones de las "Additional Tier 1", así como de las "Legacy

Tier 1", todo ello en un contexto de incertidumbre regulatoria exacerbada. Por tanto, los movimientos de los precios y los diferenciales fueron violentos durante el mes, aunque más bien como resultado de un mercado muy estrecho y sin liquidez, en modo de "aversión al riesgo". El temor a las restricciones de liquidez de los fondos que experimentaron sustanciales reembolsos también pesó a principios del mes.

Mantuvimos una actitud constructiva respecto de la clase de activos, ya que el riesgo sistémico no aumentó ni un ápice y era poco probable que aumentara. Por tanto, nos parecía que la probabilidad de movimientos violentos del mercado causados por el sector financiero en particular era muy pequeña. Los precios actuales y la rentabilidad de la mayor parte de los valores de los bancos y las aseguradoras parecían muy atractivos, especialmente en un entorno de tipos bajos permanentes.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) sumó un total de 21.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos sumaron +7.000 millones de euros en el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 48.000 millones de euros y las netas a +2.000 millones de euros.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,4% al vencimiento final, y del 6,5% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,4 y al crédito de 4,4.

Marzo de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi aumentó un +3,45% en el mes (participación I): el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged avanzó un +4,20% en el periodo.

En conjunto, los diferenciales de deuda financiera se estrecharon. Los Tier 1 se estrecharon 105 puntos básicos, hasta los 512 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 se redujeron 42 puntos básicos hasta los 293 puntos básicos y las deudas Senior disminuyeron 17 puntos básicos, terminando en 104 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los Cocos se estrecharon 45 puntos básicos en OAS para finalizar en 552 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda de Estado alemana se aplanó ligeramente a lo largo del mes, con una subida de los rendimientos de 5 puntos básicos en el caso de la deuda a 10 años y 8 puntos básicos en el de las emisiones a 5 años, situándose en el 0,15% y el -0,33% respectivamente y una subida de 8 puntos básicos en la deuda a 2 años, finalizando en un -0,49%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del -2,72% frente al -2,83% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 5,8%, frente al 7,2% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

El mes de marzo transcurrió en dos tiempos: en primer lugar, un fuerte rally que alcanzó su máximo pocos días después del anuncio realizado por el BCE sobre un incremento de 60.000 a 80.000 mil millones de euros de su plan de compra de activos en deuda de empresas, y un segundo tiempo de "consolidación" en un mercado extenuado, marcado por la reapertura activa del mercado primario (el mes de marzo de 2016 parece haber sido el segundo mes más activo desde hace 15 años) y la temporada desde ahora tradicional de final de trimestre durante la que los bancos tenedores de mercado estaban...ausentes...

El 10 de marzo, el Parlamento Europeo publicó un comunicado de prensa muy explícito sobre el caso de las "Additional Tier 1" solicitando al BCE y a la Comisión Europea revisar las reglas con el fin de, en primer lugar, "proteger" a los acreedores, hacer más transparente y legibles los riesgos de estos instrumentos, pero también reducir las "rigideces que penalizan en este segmento de mercado". Este anuncio fue recogido por la CE y el BCE y debería tener una continuación favorable para estos complejos instrumentos.

El mercado primario (excluidos los bonos garantizados) totalizó 31.000 millones de euros brutos de deuda Senior Unsecured según Barclays, las emisiones netas de los bancos totalizaron -0 millones de euros en el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas supusieron un total de 83.000 millones de euros y las emisiones netas +5.000 millones de euros.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,1% al vencimiento final, y del 5,7% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,3 y al crédito de 4,3.

Abril de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi aumentó un +1,30% durante el mes (participación I), mientras que el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged progresó un +1,76% durante el periodo.

Los diferenciales de la deuda financiera se estrecharon en todos los segmentos: los títulos Tier 1 en 51 puntos básicos hasta 461 puntos básicos (frente a la deuda pública), los Lower Tier 2 en 22 puntos básicos hasta 270 puntos básicos y la deuda senior en 7 puntos básicos para cerrar en 97 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los diferenciales OAS de los bonos convertibles contingentes (Cocos) se estrecharon en 15 puntos básicos para terminar en 537 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda pública alemana se inclinó durante el mes, con un alza de los rendimientos de 12 puntos básicos en el tramo a 10 años y de 4 puntos básicos en el tramo a 5 años hasta el 0,27% y el -0,29% respectivamente y una estabilización en el tramo a 2 años en el -0,48%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del -1,46% frente al -1,12% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 5,9% frente al 7,4% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Tras un inicio más bien lento, el mercado de crédito volvió a arrancar a partir de mediados de mes, ayudado de nuevo por el "efecto Draghi", quien precisó los detalles de su nuevo plan de compra de deuda corporativa. Este podría incluir ahora deuda senior de aseguradoras. Por efecto de contagio, la deuda subordinada de aseguradoras se benefició de la revalorización de la deuda senior, mientras que la deuda híbrida bancaria se vio respaldada por el rebote de los mercados de renta variable, más en concreto de los valores bancarios.

Aparte de este efecto "técnico", el apetito de los inversores siguió siendo moderado: la incertidumbre sobre el crecimiento estadounidense o chino, sobre la situación del ciclo de crédito en Estados Unidos, el brexit o la próxima repetición de las elecciones en España son todos temas que representaban motivos para no decidirse a invertir las inmensas reservas de liquidez con las que contaban los inversores en el momento.

La deuda privada, no obstante, mantuvo su lento progreso, con unas rentabilidades positivas en casi todos los segmentos, excepto las AT1. Ello se debió a la caída de los tipos, así como de los diferenciales de la deuda de grado de inversión y la high yield. Y entre ese momento y finales de junio, el BCE iniciaría su programa de compra de bonos corporativos. El segmento de deuda híbrida bancaria, el único que aún registraba una ampliación desde principios de año, debería recuperar terreno en nuestra opinión.

El mercado primario (excluidos los bonos garantizados) ascendió a 31.000 millones de euros de emisiones brutas de deuda senior no garantizada según Barclays, y las emisiones netas de bancos se elevaron a +5.000 millones durante el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 115.000 millones de euros y las netas a +12.000 millones de euros.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,4% al vencimiento final, y del 5,8% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,4 y al crédito de 4,4.

Mayo de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi aumentó un +0,97% durante el mes (participación I), mientras que el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged progresó un +1,37% durante el periodo.

Los diferenciales de la deuda financiera tuvieron un comportamiento desigual. Los títulos Tier 1 se estrecharon en 48 puntos básicos hasta 413 puntos básicos (frente a la deuda pública), los Tier 2 se ampliaron en 9 puntos básicos hasta 279 puntos básicos y la deuda senior en 1 punto básico, para cerrar en 99 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los diferenciales OAS de los bonos convertibles contingentes (Cocos) se estrecharon en 10 puntos básicos para terminar en 527 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda pública alemana se aplanó durante el mes, con una bajada de los rendimientos de 13 puntos básicos en el tramo a 10 años y de 9 puntos básicos en el tramo a 5 años hasta el 0,14% y el -0,38% respectivamente y una caída en el tramo a 2 años hasta el -0,51%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del -0,50% frente al +0,22% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 5,9% frente al 7,4% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged

Como en abril, tras un inicio más bien lento, el mercado de crédito volvió a arrancar a partir de mediados de mes. El repunte de las acciones bancarias permitió a la deuda híbrida financiera mantener su marcha hacia adelante. Los mercados apreciaron las declaraciones de Danièle Nouy en una conferencia en Madrid sobre un eventual marco Basilea IV y el hecho de que no se aumentarían los requisitos de fondos propios de los bancos.

Las pruebas de estrés realizadas por el BCE y cuyos resultados se publicarían durante el verano empezaron a surtir efecto entre los bancos: una serie de entidades constituyeron provisiones adicionales durante el primer trimestre y otras se comprometieron a captar fondos en los mercados bursátiles. Después de Vincenza (1.500 millones de euros), Veneto Banca (1.000 millones) y pronto Banco Popolare (1.000 millones) en Italia, Banco Popular Español anunció una ampliación de capital de 2.500 millones, mientras que el Consejero Delegado de Unicredit presentó su dimisión con el telón de fondo de ventas de activos y una ampliación de capital por 5.000 millones de euros, unas decisiones que tomaría su sucesor dirigente del primer banco italiano.

El mercado primario (excluidos los bonos garantizados) ascendió a 30.000 millones de euros de emisiones brutas de deuda senior no garantizada según Barclays, y las emisiones netas de bancos se elevaron a +3.000 millones durante el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 148.000 millones de euros y las netas a +18.000 millones de euros.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,5% al vencimiento final, y del 5,7% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,2 y al crédito de 4,5.

Junio de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi descendió un 1,49% en el mes (participación I): el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged disminuyó un 1,55% en el mismo periodo.

Los diferenciales de deuda financiera aumentaron durante el mes. Los Tier 1 aumentaron 44 puntos básicos, hasta los 456 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 aumentaron 47 puntos básicos, hasta 326 puntos básicos, y las deudas Senior aumentaron 12 puntos básicos, para terminar en 111 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los Cocos aumentaron 43 puntos básicos en OAS para finalizar en 570 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda de Estado alemana se aplanó considerablemente durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 27 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 19 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el -0,13% y el -0,57%, respectivamente, y un descenso en la deuda a 2 años, que se situó en el -0,66%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del -1,98% frente al -1,33% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 6,5% frente al 8,7% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Dos temas principales orientaron los mercados de crédito en junio: 1) el referéndum sobre el "brexit", con los mercados jugando al yo-yo, al capricho de las encuestas previas a las urnas, y una corrección bastante pronunciada los días 24 y 27 de junio, para finalmente remontar y anular entre el 70% y el 100% de la bajada observada tras la votación; y 2) la puesta en marcha del programa de compra de bonos corporativos por el BCE el 8 de junio, que sorprendió agradablemente a los mercados en cuanto al ritmo semanal de compra, superando las expectativas más optimistas, registrándose compras por valor de 7000 millones de euros en junio.

Abordamos este delicado período en los mercados mediante los fondos de cobertura, que funcionaban bastante bien, ligeramente "cortos" en libras, al 3%-4%, "largos" en dólares, aproximadamente al 6%, y sobreexposados a los tipos estadounidenses a 10 años, sobreexposición que aumentamos a los tipos estadounidenses y británicos tras la votación sobre el brexit.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) sumó un total de 9.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos sumaron -9.000 millones de euros en el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 163.000 millones de euros y las netas a +15.000 millones de euros.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,7% al vencimiento final, y del 6,4% al call, con una sensibilidad a los tipos de 6,5 y al crédito de 4,2.

Julio de 2016

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi aumentó un 3,25% durante el mes (participación I). El índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged avanzó un +3,87% durante el periodo.

Los diferenciales de la deuda financiera se estrecharon en todos los segmentos durante el mes. Los títulos Tier 1 se estrecharon en 18 puntos básicos hasta 439 puntos básicos (frente a la deuda pública), los Tier 2 en 47 puntos básicos hasta 279 puntos básicos y la deuda senior en 17 puntos básicos para cerrar en 93 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los diferenciales OAS de los bonos convertibles contingentes (Cocos) se estrecharon en 45 puntos básicos para cerrar en 525 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda pública alemana se mantuvo estable durante el mes, con un alza de los rendimientos de 1 punto básico en el tramo a 10 años y de 4 puntos básicos en el tramo a 5 años hasta el -0,12% y el -0,53% respectivamente y un alza de 4 puntos básicos en el tramo a 2 años hasta el -0,63%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del +1,21% frente al +2,48% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 6,6% frente al 8,9% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Al contrario de lo que muchos esperaban, durante el mes de julio los mercados absorbieron el impacto del "brexit" muy positivamente, realizando los activos de riesgo su mejor mes del año. La explicación procede ante todo del "posicionamiento" de los inversores, sub-invertidos o sub-ponderados antes del 23 de junio, y de la influencia positiva de los programas de compra de los bancos centrales, como el de deudas "Corporates IG" de la BCE cuyos importes adquiridos cada semana sobrepasaron lo esperado con un ritmo mensual de 8.000 a 10.000 millones de euros.

En cuanto a los bancos centrales, el Banco de Inglaterra no estuvo a la altura de lo esperado cuando decidió saltar su turno en julio, como el Banco de Japón que aplazó hasta septiembre eventuales medidas más importantes. La Reserva Federal confirmó la lectura de los mercados, pero esperaría hasta septiembre, como muy pronto, o incluso diciembre, para eventualmente comenzar a actuar...

La publicación de los resultados de las pruebas de estrés en los bancos europeos no deparó grandes sorpresas, pero el BCE confirmó la separación del Pilar 2 en un Pilar 2R para "Requirements" y un Pilar 2G para "Guidance". Los bancos tan solo deberían cumplir el Pilar R2 de manera constante para conservar la flexibilidad en el pago de los dividendos, cupones de AT1 y bonos. Tampoco hubo "bail-in" para Monte dei Paschi sino un aumento de capital de 5.000 millones de euros en curso y la cesión mediante el sector privado de 28.000 millones de euros de deudas incobrables. Por lo tanto, todo ello fue muy positivo para la deuda híbrida financiera.

El mercado primario (excluidos los bonos garantizados) ascendió a 15.000 millones de euros de emisiones brutas de deuda senior no garantizada según Barclays, y las emisiones netas de bancos se elevaron a -1.000 millones durante el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 177.000 millones de euros y las netas a +14.000 millones de euros.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,0% al vencimiento final, y del 5,3% al call, con una sensibilidad a los tipos de 6,0 y al crédito de 3,9.

Agosto de 2016

El valor liquidativo de Capital Fi aumentó un +1,71% durante el mes (participación I), mientras que el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged progresó un +2,29% durante el periodo.

Los diferenciales de la deuda financiera se estrecharon en todos los segmentos durante el mes. Los títulos Tier 1 en 37 puntos básicos hasta 402 puntos básicos (frente a la deuda pública), los Tier 2 en 16 puntos básicos hasta 263 puntos básicos y la deuda senior en 13 puntos básicos para cerrar en 80 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los diferenciales OAS de los bonos convertibles contingentes (Cocos) se estrecharon en 25 puntos básicos para terminar en 500 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda pública alemana se inclinó ligeramente durante el mes, con un alza de los rendimientos de 5 puntos básicos en el tramo a 10 años y de 3 puntos básicos en el tramo a 5 años hasta el -0,07% y el -0,50% respectivamente y un alza de 1 punto básico en el tramo a 2 años, hasta el -0,62%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del +2,94% frente al +4,83% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 6,6% frente al 8,9% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Los mercados financieros estuvieron bien orientados en general, respaldados por: 1) el impacto de las decisiones del Banco de Inglaterra de reducir sus tipos en 25 puntos básicos y de lanzar un programa de compra de gilts de 60.000 millones de libras en 6 meses y de 10.000 millones de libras de deuda corporativa de GI en 18 meses. Ello tuvo un efecto muy favorable sobre el mercado en libras, con una fuerte reducción de los tipos a largo plazo y la recuperación del mercado primario en esta divisa; 2) el alza del precio del petróleo de un 12% en agosto, 3) la subida del índice «EuroStoxx Banks» de valores bancarios de en torno a un 12%. Todos estos factores favorecieron la deuda financiera híbrida.

El mes de septiembre se preveía más incierto, con importantes reuniones de los bancos centrales: el BCE el 8 de septiembre, donde sin duda debería plantearse la cuestión de la prórroga de 6 meses de su plan de compra de activos y la modificación de los parámetros de los distintos planes, incluso si el tema del primer punto aún parecía prematuro. El 21 de septiembre, la Reserva Federal anunciaría su decisión sobre los tipos y el Banco de Japón el resultado de sus distintas acciones en materia de política monetaria.

La Comisión Europea parecía querer dar prioridad al pago de cupones de las AT1 con respecto a los dividendos o los incentivos en el marco de un documento de estudio destinado a revisar determinadas reglas de la actual CRD IV, lo que era una noticia excelente para este segmento, que arrancó en agosto con 4 emisiones, todas en dólares, de las cuales 3 de bancos británicos, por un total de 7.200 millones de dólares.

El mercado primario (excluidos los bonos garantizados) ascendió a 8.000 millones de euros de emisiones brutas de deuda senior no garantizada según Barclays, y las emisiones netas de bancos se elevaron a +1.000 millones durante el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 185.000 millones de euros y las netas a +16.000 millones.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,3% al vencimiento final, y del 5,5% al call, con una sensibilidad a los tipos de 6,2 y al crédito de 4,1.

Septiembre de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi descendió un 1,12% en el mes (participación I): el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged disminuyó un 1,02% en el mismo periodo.

Los diferenciales de deuda financiera aumentaron durante el mes. Los Tier 1 aumentaron 91 puntos básicos, hasta los 493 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 aumentaron 14 puntos básicos, hasta 277 puntos básicos, y las deudas Senior aumentaron 10 puntos básicos, para terminar en 91 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los Cocos aumentaron 25 puntos básicos en OAS para finalizar en 525 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda de Estado alemana se acentuó ligeramente durante el mes (movimiento de "bull steepening"), con un descenso de los rendimientos de 5 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 8 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el -0,12% y el -0,58%, respectivamente, y un descenso de 7 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se situó en el -0,69%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del +1,78% frente al +3,75% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 6,5% frente al 8,8% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

El mes de septiembre estuvo marcado por muchas incertidumbres con relación a las decisiones en materia de política monetaria de los tres principales bancos centrales del mundo. El BCE pasó turno, dejando para más adelante el anuncio de "modificaciones técnicas" a su programa de expansión cuantitativa. La Reserva Federal, como había anticipado el mercado, no elevó su tipo director, mientras que el Banco de Japón anunció un cambio sustancial de estrategia en su plan de expansión cuantitativa, tratando en adelante de "congelar" la curva de tipos de la deuda de estado japonesa en su nivel actual, es decir, a 10 años en torno al 0%.

Deutsche Bank fue también otro "tema del mes". La confirmación de las negociaciones con el Departamento de Justicia estadounidense que exigía 14.000 millones de dólares al banco alemán por la comercialización de RMBS "subprime" entre 2005 y 2007 fue una sorpresa para los mercados, que esperaban una multa de 2.000 a 8.000 millones de dólares como mucho. La proliferación de artículos sobre el nombre, a cual más alarmante que analítico, dio lugar a una reacción

de los mercados que describimos como exagerada. El principal problema de Deutsche Bank era su débil rentabilidad, que impedía la generación orgánica de capital. Deutsche Bank es uno de los bancos europeos con mayores reservas de efectivo, situada en 223.000 millones de euros a final de junio de 2016.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) sumó un total de 17.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos sumaron -3.000 millones de euros en el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 206.000 millones de euros y las netas a +17.000 millones de euros.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,4% al vencimiento final, y del 6,0% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,2 y al crédito de 4,0.

Octubre de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi aumentó un +2,11% durante el mes (participación I), mientras que el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged progresó un +1,85% durante el periodo.

Los diferenciales de la deuda financiera se estrecharon en todos los segmentos durante el mes; los títulos Tier 1 en 68 puntos básicos hasta 425 puntos básicos (frente a la deuda pública), los Tier 2 en 24 puntos básicos hasta 253 puntos básicos y la deuda senior en 3 puntos básicos para cerrar en 87 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los diferenciales OAS de los bonos convertibles contingentes (Cocos) se estrecharon en 25 puntos básicos para terminar en 499 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda pública alemana se inclinó durante el mes, con un alza de los rendimientos de 28 puntos básicos en el tramo a 10 años y de 18 puntos básicos en el tramo a 5 años hasta el 0,16% y el -0,40% respectivamente y un alza de 7 puntos básicos en el tramo a 2 años hasta el -0,62%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del +3,92% frente al +5,67% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 6,5% frente al 8,8% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Se observó una ligera inclinación de la curva de tipos en todas partes, pero sobre todo en el Reino Unido y la zona euro. Las cifras macroeconómicas mejores de lo previsto en el Reino Unido y la aceleración de la inflación, así como los rumores de reducción del programa de expansión cuantitativa del BCE hicieron subir los tipos, mientras que la libra esterlina siguió una tendencia fuertemente bajista con el telón de fondo de los temores de un "brexit duro". La inclinación de la curva favoreció en gran medida al sector financiero: los índices de valores bancarios y de aseguradoras rindieron considerablemente más que el resto del mercado, mientras que los resultados publicados hasta la fecha eran más bien buenos, gracias a unos ingresos de negociación en el tercer trimestre de 2016 superiores a lo esperado.

La deuda financiera fue relativamente más moderada, incluso si los diferenciales se estrecharon en el conjunto de segmentos. No obstante, el rendimiento total permaneció relativamente estable gracias a la recuperación de los tipos.

El mercado primario (excluidos los bonos garantizados) ascendió a 19.000 millones de euros de emisiones brutas de deuda senior no garantizada según Barclays, y las emisiones netas de bancos se elevaron a +6.000 millones de euros durante el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 225.000 millones de euros y las netas a +22.000 millones.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,5% al vencimiento final, y del 5,6% al call, con una sensibilidad a los tipos de 1,7 y al crédito de 4,1.

Noviembre de 2016

El valor liquidativo de Capital Fi disminuyó un -1,00% durante el mes (participación I), mientras que el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged cayó un -1,50% durante el periodo.

Los diferenciales de la deuda financiera se ampliaron en todos los segmentos durante el mes: los títulos Tier 1 en 45 puntos básicos hasta 471 puntos básicos (frente a la deuda pública), los Tier 2 en 21 puntos básicos hasta 274 puntos básicos, y la deuda senior en 11 puntos básicos para cerrar en 98 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los diferenciales OAS de los bonos convertibles contingentes (Cocos) se ampliaron en 10 puntos básicos para terminar en 509 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda pública alemana se inclinó durante el mes, con un alza de los rendimientos de 11 puntos básicos en el tramo a 10 años hasta el 0,28% y unas caídas de 3 puntos básicos en el tramo a 5 años hasta el -0,43%

y de 11 puntos básicos en el tramo a 2 años hasta el -0,73%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del +2,89% frente al +4,08% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 6,6% frente al 8,9% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

La elección de Donald Trump fue el principal factor de sorpresa este mes, y provocó una inclinación de las curvas de tipos, especialmente en Estados Unidos. De facto, las acciones de las empresas financieras (aseguradoras y bancos) fueron las más beneficiadas (dada la correlación positiva entre los tipos a largo plazo y los valores financieros).

El mercado de crédito financiero, en cambio, tuvo más dificultades debido a la ampliación de los diferenciales, un movimiento contradictorio y poco lógico en periodo de subida de los tipos, aún más por haber tenido lugar en sentido contrario al de la renta variable. Las gestiones de crédito no cubiertas por el riesgo de tipos resultaron afectadas por los reembolsos, que forzaron a los gestores a vender, acentuando la presión sobre los precios y por ende sobre los diferenciales, una presión aún más difícil de absorber debido a que el crédito financiero no se beneficia del respaldo del BCE.

Nos encontrábamos a la espera de los tres grandes acontecimientos de diciembre: el referéndum italiano del día 4 (en el que se preveía un "no"), la reunión del BCE del día 8 (ampliación del programa de expansión cuantitativa, pero ¿por qué importe y qué duración?) y la de la Reserva Federal del día 14 (previsión de subida de 25 puntos básicos que el mercado descontaba en un 100%).

El mercado primario (excluidos los bonos garantizados) ascendió a 12.000 millones de euros de emisiones brutas de deuda senior no garantizada según Barclays, y las emisiones netas de bancos se elevaron a +12.000 millones de euros durante el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 237.000 millones de euros y las netas a +11.000 millones de euros.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 6,3% al vencimiento final, y del 6,0% al call, con una sensibilidad a los tipos de 0,9 y al crédito de 4,2.

Diciembre de 2016

El valor liquidativo de Objectif Capital Fi aumentó un +1,84% durante el mes (participación I), mientras que el índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged progresó un +2,80% durante el periodo.

Los diferenciales de la deuda financiera se estrecharon en todos los segmentos: los títulos Tier 1 en 58 puntos básicos hasta 413 puntos básicos (frente a la deuda pública), los Tier 2 en 20 puntos básicos hasta 254 puntos básicos y la deuda senior en 1 punto básico, para cerrar en 98 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los diferenciales OAS de los bonos convertibles contingentes (Cocos) se estrecharon en 31 puntos básicos para terminar en 478 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de tipos de la deuda pública alemana se aplanó durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 7 puntos básicos en el tramo a 10 años y de 10 puntos básicos en el tramo a 5 años hasta el 0,21% y el -0,53% respectivamente y una caída de 4 puntos básicos en el tramo a 2 años hasta el -0,77%.

En el transcurso de 2016, Capital Fi había obtenido una rentabilidad neta del +4,77% frente al +7,00% del Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

Objectif Capital Fi presentaba una volatilidad a 260 días del 6,6% frente al 8,9% del índice Barclays Global Contingent Capital € Hedged.

La incertidumbre y la actitud de espera (¡qué pleonasma para hablar más bien de "oportunidad"!) vinculadas a las elecciones italianas establecieron las condiciones necesarias para un fuerte rebote en diciembre, pese a la victoria del "no" en el referéndum. Los títulos de países periféricos y Deutsche Bank fueron los que más avanzaron durante el mes.

DB y CS finalizaron un acuerdo con el Departamento de Justicia estadounidense por 3.100 y 2.500 millones de dólares respectivamente, a los que se añadieron "compensaciones financieras" para sus clientes por 4.100 y 2.800 millones de dólares cada una. Estos últimos importes se aportarían en los próximos cinco años bajo distintas formas (asistencia a los clientes, descuentos comerciales...).

Por último, el "banco zombi" Monte dei Paschi sería finalmente nacionalizado tras el fracaso de la solución privada y el endurecimiento de las condiciones del supervisor, el BCE, que exigía una ampliación de capital de 8.800 millones de

euros en vez de 5.000. Los acreedores subordinados participarían en la asunción de pérdidas ("bail-in"), pero los clientes minoristas recibirían una compensación del Estado italiano, que aportaría la diferencia de capital necesaria y ostentaría probablemente en torno al 70% del banco (el saldo quedaría en manos de los acreedores subordinados).

El mercado primario (excluidos los bonos garantizados) ascendió a 6.000 millones de euros de emisiones brutas de deuda senior no garantizada según Barclays, y las emisiones netas de bancos fueron de -7.000 millones durante el mes. Desde principios de año, las emisiones brutas ascendieron a 245.000 millones de euros y las netas a +6.000 millones.

Objectif Capital Fi arrojó un rendimiento del 5,9% al vencimiento final, y del 5,8% al call, con una sensibilidad a los tipos de 1,0 y al crédito de 4,2.

Las rentabilidades pasadas no son indicativas de las rentabilidades futuras.

Transparencia de las operaciones de financiación de valores y de la reutilización de instrumentos financieros – reglamento SFTR – en la divisa de contabilidad del OIC (EUR)

En el transcurso del ejercicio, el OIC no ha sido objeto de operaciones sujetas a la reglamentación SFTR.

• **TÉCNICAS DE GESTIÓN EFICAZ DE LA CARTERA E INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS**

a) Exposición conseguida mediante técnicas de gestión eficaz de la cartera e instrumentos financieros derivados

- Exposición conseguida mediante técnicas de gestión eficaz:
 - **Préstamos de títulos:**
 - **Empréstitos de títulos:**
 - **Pactos de retroventa:**
 - **Pactos de recompra:**

- Exposición subyacente conseguida mediante instrumentos financieros derivados: **135 313 855,39**
 - **Cambio a plazo: 53 212 111,78**
 - **Futuros: 82 101 743,61**
 - **Opciones:**
 - **Swaps:**

b) Identidad de la contraparte o contrapartes en las técnicas de gestión eficaz de la cartera y los instrumentos financieros derivados

Técnicas de gestión eficaz	Instrumentos financieros derivados (*)

(*) Salvo los derivados cotizados

c) Garantías financieras recibidas por la IIC para reducir el riesgo de contraparte

Tipos de instrumentos	Importe en la divisa de la cartera
<p>Técnicas de gestión eficaz</p> <ul style="list-style-type: none"> . Depósitos a plazo . Renta variable . Renta fija . IIC . Metálico <p>Total</p>	
<p>Instrumentos financieros derivados</p> <ul style="list-style-type: none"> . Depósitos a plazo . Renta variable . Renta fija . IIC . Metálico <p>Total</p>	

(**) La cuenta de metálico incluye también la liquidez resultante de las operaciones con pacto de recompra.

d) Ingresos y gastos de funcionamiento ligados a las técnicas de gestión eficaz

d) Ingresos y gastos de funcionamiento	Importe en la divisa de la cartera
. Ingresos (**) . Otros ingresos Total ingresos . Gastos de funcionamiento directos . Gastos de funcionamiento indirectos . Otros gastos Total gastos	

(**) Ingresos obtenidos de préstamos y pactos de recompra.

4. INFORMACIÓN REGLAMENTARIA

• **PROCEDIMIENTO DE SELECCIÓN Y EVALUACIÓN DE INTERMEDIARIOS Y CONTRAPARTES**

Los intermediarios utilizados por la sociedad gestora se seleccionan tomando como base diferentes criterios de evaluación, entre los cuales figuran la investigación, la calidad de ejecución y examen de órdenes y la oferta de servicios. El "Comité Broker" de la sociedad gestora valida las actualizaciones de la lista de intermediarios facultados. Cada área de gestión (tipos y acciones) rinde cuentas al menos dos veces cada año al Comité Broker encargado de evaluar la prestación de estos distintos intermediarios y la distribución de los volúmenes de operaciones tramitadas.

• **EJERCICIO DE DERECHOS DE VOTO**

El ejercicio de los derechos de voto vinculados a las acciones se ejercita libre e independientemente. Al recibir la información y documentación de los emisores, de su mandatario o del depositario, la sociedad gestora otorga poderes al presidente de la sociedad, utiliza el voto por correspondencia o participa en las juntas, según la postura que haya adoptado considerando los intereses de los portadores. De conformidad con el artículo 322-76 del Reglamento General de la AMF, Lazard Frères Gestion realiza un informe dentro de los 4 meses siguientes al cierre anual de sus cuentas de las condiciones en las que ha ejercido su derecho de voto. Este informe se puede consultar en la sede a petición de los interesados.

• **COMUNICACIÓN DE LOS CRITERIOS AMBIENTALES, SOCIALES Y DE CALIDAD DE GOBERNANZA (ASG)**

La toma en consideración de criterios extrafinancieros forma parte del núcleo de nuestra filosofía de inversión de renta variable ISR (Inversión Socialmente Responsable). Esta misma filosofía de nuestra gestión ISR se basa en una firme convicción: la rentabilidad económica de la empresa no puede ser sostenible si no tiene en cuenta ciertos factores extrafinancieros. La valoración del "capital humano" y la prevención del conjunto de los riesgos ambientales suponen un seguro para la sostenibilidad de la rentabilidad económica.

La calidad de la dirección de la empresa se analiza para todas las sociedades cuyas acciones están poseídas por IIC gestionadas por Lazard Frères Gestion, aunque no se trate de carteras que desarrollen específicamente una gestión ISR. En este contexto, el Fondo de Inversión Colectiva OBJECTIF CAPITAL FI gestionado por Lazard Frères Gestion toma en cuenta los criterios de calidad de gobernanza, sin que estos estén necesariamente asociados simultáneamente a criterios sociales o ambientales.

La información relativa a los criterios ASG puede consultarse en el sitio web: www.lazardfreresgestion.es.

• **MÉTODO DE CÁLCULO DEL RIESGO GLOBAL**

La IIC utiliza el método de cálculo del compromiso para calcular el riesgo global de la IIC en los contratos financieros.

• **SWING PRICING**

• **Método de ajuste del valor liquidativo (VL) vinculado al swing pricing (valoración oscilante) con umbral de activación:**

Para no penalizar a los partícipes que permanecen en el Fondo, se aplicará un factor de ajuste a quienes suscriban o rescaten importes significativos del saldo vivo del Fondo, lo cual puede generar para los partícipes que entran o salen del Fondo unos costes que de lo contrario se imputarían a los partícipes presentes en el Fondo. Por lo tanto, si en una fecha de cálculo del VL, el total de las órdenes de suscripción/reembolso netas de los inversores sobre todas las categorías de participaciones del Fondo supera un umbral preestablecido por la Sociedad gestora y determinado en base a criterios objetivos en forma de porcentaje del patrimonio neto del Fondo, se puede ajustar el VL al alza o a la baja para tener en cuenta los costes de reajuste imputables a las órdenes de suscripción/rescate netas respetivamente. El VL de cada categoría de participaciones se calcula por separado, pero cada ajuste tiene un impacto idéntico, en términos porcentuales, sobre todos los VL de cada categoría de participaciones del Fondo.

La Sociedad gestora determina los parámetros de costes y de umbral de activación y los revisa periódicamente, al menos cada 6 meses. La Sociedad gestora estima dichos gastos a partir de los gastos de transacción, de las horquillas de compra-venta y de los impuestos aplicables en su caso a la IIC.

En la medida en que dicho ajuste está ligado al saldo neto de las suscripciones /rescates dentro del Fondo, no se puede predecir con exactitud si se aplicará el swing pricing en un momento dado del futuro. Por consiguiente, tampoco se puede predecir con exactitud la frecuencia con la que la Sociedad gestora deberá realizar esos ajustes, que no podrán sobrepasar el 2,5% del VL. Se informa a los inversores de que, debido a la aplicación del swing pricing, la volatilidad del VL del Fondo podría no reflejar únicamente la de los títulos detentados en cartera.

- **OTRAS INFORMACIONES**

El folleto completo de la IIC, así como los últimos informes anuales y periódicos se envían en el plazo de una semana a partir del envío de su solicitud escrita simple dirigida a:

LAZARD FRERES GESTION SAS
25, rue de Courcelles – 75008 PARÍS

El folleto informativo está disponible en el sitio web es.lazardfreresgestion.com

Punto de contacto:

Relaciones Exteriores – de lunes a viernes de 9 a 17 horas.

Tél.: 01.44.13.01.79

Este departamento facilitará explicaciones adicionales si fuera necesario.

5. CERTIFICACIÓN DEL AUDITOR

MAZARS

**FIC
OBJECTIF CAPITAL FI**

Informe del auditor
sobre las cuentas anuales

Ejercicio cerrado el 30 de diciembre de 2016



MAZARS

Informe del auditor sobre las cuentas anuales

En cumplimiento del mandato que nos ha sido encomendada por el Consejo de Administración de la sociedad gestora, les presentamos nuestro informe relativo al ejercicio cerrado 30 de diciembre de 2016 sobre:

- la revisión de las cuentas anuales del FIC OBJECTIF CAPITAL FI, tal y como se adjuntan al presente informe,
- la justificación de nuestras apreciaciones,
- las comprobaciones e informaciones específicas previstas por la Ley.

Las cuentas anuales han sido elaboradas por la sociedad gestora del fondo. Nos corresponde, sobre la base de nuestra auditoría, expresar una opinión en relación con dichas cuentas.

1 - Opinión sobre las cuentas anuales

Hemos realizado nuestra auditoría según las normas de la profesión aplicables en Francia; dichas normas requieren la realización de actuaciones que permitan obtener la seguridad razonable de que las cuentas anuales no presentan anomalías significativas. Una auditoría consiste en examinar, mediante sondeos u otros métodos selectivos, los elementos justificantes de los importes e informaciones contenidos en dichas cuentas anuales. Al tratarse de una IICVM, no incluye las bases de datos proporcionadas por terceros independientes en la elaboración del estado fuera de balance incluido en las cuentas anuales. Consiste asimismo en valorar los principios contables utilizados, las estimaciones significativas aplicadas y la presentación de las cuentas en conjunto. Creemos que los elementos que hemos recogido son suficientes y apropiados para fundamentar nuestra opinión.

Certificamos que las cuentas anuales son correctas y veraces con arreglo a las normas y principios contables franceses y dan una imagen fiel del resultado de las operaciones del ejercicio transcurrido, así como de la situación financiera y del patrimonio de la IIC al término de este ejercicio.

II - Justificación de las apreciaciones

En aplicación de las disposiciones del artículo L. 823-9 del Código de Comercio relativas a la justificación de nuestras apreciaciones, ponemos en su conocimiento el siguiente elemento:

nuestras apreciaciones se han referido especialmente al respeto de los principios y métodos contables aplicables a las IIC, tal como quedan definidos en el reglamento nº 2014-01 del Comité de Reglamentación Contable.

Las apreciaciones así aportadas se inscriben en el marco de nuestra labor de auditoría de las cuentas anuales, tomadas en conjunto, y han contribuido por tanto a la formación de nuestra opinión, expresada en la primera parte de este informe.

III - Comprobaciones e informaciones específicas

Hemos procedido, asimismo, de conformidad con las normas de la profesión aplicables en Francia, a las comprobaciones específicas previstas por la ley.

No tenemos ninguna observación que formular sobre la fidelidad y concordancia con las cuentas anuales de las informaciones suministradas en el informe de gestión y en los documentos dirigidos a los titulares de participaciones sobre la situación financiera y las cuentas anuales.

En Courbevoie, a 25 de abril de 2017

El Auditor

Mazars:



Gilles DUNAND-ROUX

6. CUENTAS ANUALES

- BALANCE en EUR**

ACTIVO

	30/12/16	31/12/15
Inmovilizado neto		
Depósitos		
Instrumentos financieros	138 054 738,63	108 145 884,21
Acciones y valores asimilados		
Negociados en un mercado regulado o asimilado		
No negociados en un mercado regulado o asimilado		
Obligaciones y valores asimilados	134 223 517,46	100 511 460,94
Negociados en un mercado regulado o asimilado	134 223 517,46	100 511 460,94
No negociados en un mercado regulado o asimilado		
Títulos de deuda		1 503 189,27
Negociados en un mercado regulado o asimilado		1 503 189,27
Títulos de deuda negociables		1 503 189,27
Otros títulos de deuda		
No negociados en un mercado regulado o asimilado		
Instituciones de inversión colectiva	3 204 982,82	5 501 401,08
IIC y Fondos de inversión de vocación general destinados a no profesionales y equivalentes de otros países	3 204 982,82	5 501 401,08
Otros fondos destinados a no profesionales y equivalentes de otros Estados miembros de la Unión Europea		
Fondos profesionales de vocación general y equivalentes de otros Estados miembros de la Unión Europea e instituciones de titulización cotizadas		
Otros fondos de inversión profesionales y equivalentes de otros Estados miembros de la Unión Europea e instituciones de titulización no cotizadas		
Otras instituciones no europeas		
Operaciones temporales con títulos		
Partidas acreedoras representativas de títulos recibidos en repo		
Partidas acreedoras representativas de títulos prestados		
Títulos recibidos en préstamo		
Títulos cedidos en repo		
Otras operaciones temporales		
Instrumentos financieros a plazo	626 238,35	629 832,92
Operaciones en un mercado regulado o asimilado	626 238,35	629 832,92
Otras operaciones		
Otros instrumentos financieros		
Créditos	55 544 283,66	1 405 803,39
Operaciones de cambio a plazo de divisas	53 212 111,78	
Otros	2 332 171,88	1 405 803,39
Cuentas financieras	2 989 139,98	9 995 128,49
Liquidez	2 989 139,98	9 995 128,49
Total activo	196 588 162,27	119 546 816,09

PASIVO

	30/12/2016	31/12/2015
Capitales propios		
Capital	134 517 913,70	116 380 456,67
Plusvalías o minusvalías anteriores no distribuidas (a)		
Remanente (a)	142,57	545,03
Plusvalías o minusvalías netas del ejercicio (a, b)	199 017,04	-2 135 578,88
Resultado del ejercicio (a, b)	6 434 781,78	4 060 612,44
Total capitales propios (= Importe representativo del activo neto)	141 151 855,09	118 306 035,26
Instrumentos financieros	626 487,24	629 832,92
Operaciones de cesión con instrumentos financieros		
Operaciones temporales sobre títulos		
Deudas representativas de títulos cedidos en repo		
Deudas representativas de títulos recibidos en préstamo		
Otras operaciones temporales		
Instrumentos financieros a plazo	626 487,24	629 832,92
Operaciones en un mercado regulado o asimilado	626 487,24	629 832,92
Otras operaciones		
Deudas	54 809 819,94	610 947,91
Operaciones de cambio de divisas a plazo	54 299 425,98	
Otras	510 393,96	610 947,91
Cuentas financieras		
Asistencia bancaria corriente		
Préstamos		
Total pasivo	196 588 162,27	119 546 816,09

- (a) Incluidas cuentas de regularización
(b) Menos los anticipos pagados en el ejercicio

- **EXTRABALANCE en EUR**

	30/12/2016	31/12/2015
Operaciones de cobertura		
Compromisos en mercados regulados o asimilados		
Contratos futuros		
BP GBPUSD H7	3 445 626,93	
CME GBP/USD 0316		10 596 462,76
CME EUR/USD0316		55 742 773,64
EC EURUSD 0317	19 302 014,70	
LIFFE LG GILT 0317	14 741 096,53	
TY CBOT YST 1 0317	11 783 005,45	
XEUR FGBL BUN 0317	32 830 000,00	
Compromisos en el mercado de contratación directa		
Otros compromisos		
Otras operaciones		
Compromisos en mercados regulados o asimilados		
Compromisos en el mercado de contratación directa		
Otros compromisos		

• **CUENTA DE RESULTADOS en EUR**

	30/12/16	31/12/15
Ingresos por operaciones financieras		
Ingresos por depósitos y cuentas financieras		
Ingresos por acciones y valores asimilados		
Ingresos por obligaciones y valores asimilados	7 620 645,36	4 098 959,07
Ingresos por títulos de deuda		
Ingresos por adquisiciones y cesiones temporales de títulos		
Ingresos por instrumentos financieros a plazo		
Otros ingresos financieros		
Total (1)	7 620 645,36	4 098 959,07
Gastos por operaciones financieras		
Gastos por adquisiciones y cesiones temporales de títulos		169,50
Gastos por instrumentos financieros a plazo		
Gastos por deudas financieras	2 530,31	4 167,27
Otros gastos financieros		
Total (2)	2 530,31	4 336,77
Resultados por operaciones financieras (1 - 2)	7 618 115,05	4 094 622,30
Otros ingresos (3)		
Gastos de gestión y dotaciones a amortizaciones (4)	1 418 767,21	878 238,83
Resultado neto del ejercicio (L.214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	6 199 347,84	3 216 383,47
Regularización de los ingresos del ejercicio (V)	235 433,94	844 228,97
Pagos a cuenta realizados en concepto del ejercicio (VI)		
Resultado (1 - 2 + 3 - 4 + 5 + 6)	6 434 781,78	4 060 612,44

REGLAS Y MÉTODOS CONTABLES

Las cuentas anuales se presentan según el nuevo formato previsto por el Reglamento ANC 2014-01, que deroga el Reglamento CRC 2003-02 y sus sucesivas modificaciones. Este reglamento integra la nueva clasificación AIFM de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), pero no modifica los principios contables aplicables según el reglamento interno ni los métodos de evaluación de los activos y pasivos.

Se aplican los siguientes principios generales de contabilidad:

- Imagen fiel, comparabilidad, continuidad de la actividad,
- regularidad, sinceridad,
- prudencia,
- permanencia de los métodos de un ejercicio a otro.

La divisa de referencia de la contabilidad de la cartera es el EURO. La duración del ejercicio es de 12 meses.

Reglas de valoración de los activos

➤ **Los instrumentos financieros y valores negociados en un mercado regulado se valoran a su precio de mercado.**

▪ **Los instrumentos de renta variable (tipo “acciones y similares”)** se valoran tomando como base la última cotización conocida en su mercado principal.

En caso necesario, las cotizaciones se convierten a euros según el tipo de cambio de las divisas en París en la fecha de la valoración (fuente: WM Closing).

▪ **Instrumentos financieros de tipos:**

Los instrumentos de tipos se valoran fundamentalmente a precio de mercado, basándose bien en los precios publicados por Bloomberg a partir de las medias aportadas, bien en precios de informadores directos.

Puede existir una diferencia significativa entre los valores reflejados en el balance, valorados conforme a lo antedicho, y los precios efectivos que realmente se aplicarían a las cesiones si hubiera que liquidar una parte de esos activos en cartera.

○ **Los instrumentos de renta fija (tipo “obligaciones y asimilados”)** se valoran sobre la base de una media de precios recopilados entre varios informadores al final de la jornada.

Los instrumentos financieros cuya cotización no se ha comprobado en la fecha de evaluación o cuya cotización se ha corregido se valoran a su valor probable de negociación, bajo la responsabilidad de la sociedad gestora. Dichas valoraciones y su justificación se comunican al auditor cuando éste realiza sus controles.

No obstante, los instrumentos siguientes se evalúan según los métodos específicos siguientes:

○ **Instrumentos de deuda negociables:**

• **Títulos de Deuda Negociables (TCN) con vida residual superior a 3 meses:**

Los títulos de deuda negociables que sean objeto de transacciones significativas se evalúan a precio de mercado. A falta de transacciones significativas, se procede a una valoración de estos títulos mediante aplicación de un método actuarial, empleando un tipo de referencia incrementado en su caso con un margen representativo de las características intrínsecas del emisor.

Tipo de referencia	
Instrumentos de deuda negociables en euros	Instrumentos de deuda negociables en divisas
EURIBOR, Swaps OIS y BTF - 3 – 6 – 9 – 12 meses Pagarés del Estado francés -18 meses, 2 – 3 – 4 – 5 años	Tipos oficiales principales de los países correspondientes.

• **Instrumentos de deuda negociable con vencimiento residual igual o inferior a 3 meses:**

Los instrumentos de deuda negociables con vencimiento residual inferior o igual a 3 meses se valoran de manera lineal. No obstante, en caso de que algunos de estos títulos tengan una sensibilidad especial al mercado, no se aplicará este método.

▪ **IIC:**

Las participaciones o acciones de IIC se valoran a su último valor liquidativo conocido.

Las participaciones o acciones de IIC cuyo valor liquidativo se publica mensualmente se pueden valorar basándose en valores liquidativos intermedios calculados con arreglo a las cotizaciones estimadas.

▪ **Adquisiciones / Cesiones temporales de títulos:**

- Los títulos con pacto de retroventa se evalúan a partir del precio del contrato, mediante la aplicación de un método actuarial, utilizando un tipo de referencia (EONIA día a día, tipo interbancario a 1 o 2 semanas (EURIBOR 1 a 12 meses), correspondiente a la duración del contrato.

- Los títulos con pacto de recompra se siguen valorando a su precio de mercado. La deuda representativa de los títulos con pacto de recompra se calcula conforme al mismo método que el utilizado para los títulos con pacto de retroventa.

▪ **Operaciones a plazo en firme y condicionales:**

- Los contratos a plazo y las opciones se evalúan basándose en una cotización de sesión cuya hora de toma en cuenta coincide con la utilizada para evaluar los instrumentos subyacentes.

Las posiciones tomadas en los mercados a plazos firmes o condicionales y de contratación directa se valoran a su precio de mercado o a su equivalente subyacente.

➤ **Instrumentos financieros y valores no negociados en un mercado regulado**

Todos los instrumentos financieros del FIC se negocian en mercados regulados.

➤ **Método de valoración de los compromisos extrabalance**

- Las operaciones extrabalance se evalúan en función del valor de compromiso.

- El valor de compromiso para los contratos a plazo en firme es igual a la cotización (en la divisa del FIC) multiplicada por el número de contratos multiplicada por el nominal.

- El valor de compromiso para las operaciones condicionales es igual a la cotización del título subyacente (en la divisa del FIC) multiplicado por el número de contratos multiplicado por el delta multiplicado por el nominal del subyacente.

- El valor de compromiso para los contratos de cambio es igual al importe nominal del contrato (en la divisa del FIC).

Método de contabilización

▪ **Ingresos generados por los valores de renta fija**

- La contabilización de los ingresos de los valores de renta fija se realiza mediante el método de los “intereses cobrados”.

▪ **Gastos de gestión**

Los gastos de gestión y funcionamiento engloban todos los gastos relativos a la IIC: gestión financiera, gestión administrativa y contable, conservación, distribución, gastos de auditoría...

Estos gastos se imputan a la cuenta de resultados de la IIC.

Los gastos de gestión no incluyen los gastos de transacción. Para más detalles sobre los gastos facturados a la IIC, consulte el folleto.

Se registran prorrateados para cada cálculo del valor liquidativo.

La suma de estos gastos respeta la tasa de gastos de gestión máxima del patrimonio neto indicada en el folleto o el reglamento del fondo.

- 1,00% IVA incluido para las participaciones IC e ID
- 1,00% IVA incluido para la participación DH (puesta en marcha el 05/01/2016)
- 1,75% IVA incluido para la participación R.

Comisión sobre la prima de rentabilidad

15% de la prima de rentabilidad con respecto al índice, como se define a continuación.

La participación DH cuenta con cobertura del riesgo de cambio de la parte del activo relativa a la paridad del euro frente al dólar estadounidense. Por ello se podrán observar ligeras diferencias estructurales de prima de rentabilidad con respecto a las participaciones IC, ID y R en euros. Estas diferencias se deben principalmente a las imperfecciones de la cobertura del riesgo cambiario.

La comisión sobre la prima de rentabilidad, aplicable a una categoría de participación determinada, se basa en la comparación entre el activo evaluado del fondo y el activo de referencia.

Se entiende que el activo evaluado del fondo es la cuota del activo correspondiente a una categoría de participación determinada, evaluada según las reglas aplicables a los activos y tras tener en cuenta los gastos de funcionamiento y de gestión reales correspondientes a dicha categoría de participación.

El activo de referencia representa la cuota del activo del fondo correspondiente a una categoría de participación determinada, recalculada en función de los importes de las suscripciones y rescates aplicables a dicha categoría de participación en cada evaluación, y evaluado en función de la rentabilidad del índice de referencia del fondo.

El índice de referencia es igual a la rentabilidad del índice Barclays Global Contingent Capital Hedged EUR expresado en Euros para las participaciones IC, ID y R. Se denomina en euros.

El índice de referencia es igual a la rentabilidad del índice Barclays Global Contingent Capital Hedged USD expresado en dólares EE.UU. para la participación DH. Se denomina en dólares estadounidenses.

La rentabilidad del fondo de inversión colectiva se calcula en función de la evolución del valor liquidativo de cada categoría de participaciones.

- Si, durante el periodo de referencia, la rentabilidad del Fondo es superior a la rentabilidad del fondo de referencia, la porción variable de los gastos de gestión representará el 15% de la diferencia entre la rentabilidad del Fondo y la rentabilidad del fondo de referencia.
- Si en el periodo de referencia, la rentabilidad del Fondo es inferior a la rentabilidad del fondo de referencia, la porción variable de los gastos de gestión será nula.
- Si en el transcurso del periodo de referencia, la rentabilidad del Fondo desde el comienzo del periodo de referencia es superior a la rentabilidad del fondo de referencia calculada sobre el mismo periodo, esta prima de rentabilidad dará lugar a la dotación de una provisión de gastos de gestión variables en el momento del cálculo del valor liquidativo.

En caso de que la rentabilidad del Fondo entre dos valores liquidativos sea inferior a la del fondo de referencia, la provisión dotada previamente, de haberla, se reajustará mediante una recuperación de provisión. Las recuperaciones de provisión tienen un techo equivalente a la cuantía de las dotaciones anteriores.

Esta porción variable sólo se percibirá definitivamente a la expiración del periodo de referencia si, en ese periodo, la rentabilidad del Fondo es superior a la rentabilidad del fondo de referencia.

Esos gastos (porción fija y, en su caso, porción variable) se imputarán directamente a la cuenta de resultados del Fondo.

Los reembolsos realizados durante el periodo de existencia del Fondo darán lugar al pago anticipado de la cuota proporcional de la parte variable.

En caso de reembolso, la provisión de prima de rentabilidad se ajustará proporcionalmente a los importes reembolsados, y la sociedad gestora devengará la recuperación de provisión.

Aplicación de las cuantías distribuibles

Definición de las cuantías distribuibles:

Las cuantías distribuibles están constituidas por:

El resultado:

El resultado neto del ejercicio es igual al importe de los intereses, cánones, dividendos, primas y lotes, dietas de asistencia, así como de todas las rentas derivadas de los títulos que componen la cartera del Fondo, incrementado por el rédito de las cuantías disponibles temporalmente y deducidos del mismo los gastos de gestión y los gastos ocasionados por los empréstitos.

Incrementado por el traslado a cuenta nueva, e incrementado o reducido por el saldo de la cuenta de ajustes por periodificación de las rentas.

Las plusvalías y minusvalías:

Las ganancias de capital realizadas, netas de gastos, tras deducir las pérdidas de capital realizadas, netas de gastos, en el transcurso del ejercicio cerrado, incrementadas por las ganancias de capital netas de ejercicios anteriores que no se hayan distribuido o capitalizado, e incrementadas o reducidas por el saldo de la cuenta de ajustes por periodificación de las ganancias de capital.

Modalidades de aplicación de las cuantías distribuibles:

Cuantías distribuibles	Participación IC	Participación ID	Participación R	Participación DH (USD)
Aplicación del resultado neto	Capitalización	Distribución	Distribución	Capitalización
Aplicación de las plusvalías o minusvalías netas realizadas	Capitalización	Capitalización	Capitalización y/o distribución y/o traslado a cuenta nueva por decisión de la sociedad de gestión	Capitalización

• **EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO NETO en EUR**

	30/12/2016	31/12/2015
Patrimonio neto al inicio del ejercicio	118 306 035,26	47 999 157,48
Suscripciones (incluidas las comisiones de suscripción devengadas a favor de la IIC)	88 947 086,48	101 297 744,97
Reembolsos (con deducción de las comisiones de reembolso devengadas a favor de la IIC)	-72 286 034,18	-32 790 625,16
Plusvalías realizadas sobre depósitos e instrumentos financieros	667 082,12	656 915,58
Minusvalías realizadas sobre depósitos e instrumentos financieros	-863 076,96	-90 437,88
Plusvalías realizadas sobre instrumentos financieros a plazo	5 815 831,10	2 956 432,00
Minusvalías realizadas sobre instrumentos financieros a plazo	-3 120 465,30	-4 891 435,66
Gastos de transacción	-15 112,66	-19 396,39
Diferencias de cambio	-1 847 303,97	-992 083,98
Variación de la diferencia de estimación de depósitos e instrumentos financieros:	-8 611,21	1 281 771,18
Diferencia de estimación del ejercicio N	3 779 217,69	3 787 828,90
Diferencia de estimación del ejercicio N-1	-3 787 828,90	-2 506 057,72
Variación de la diferencia de estimación de instrumentos financieros a plazo:	-173 051,19	-95 017,60
Diferencia de estimación del ejercicio N	-503 703,40	-330 652,21
Diferencia de estimación del ejercicio N-1	330 652,21	235 634,61
Distribución del ejercicio anterior sobre plusvalías y minusvalías netas		
Distribución del ejercicio anterior sobre resultados	-469 872,24	-223 372,75
Resultado neto del ejercicio antes de la cuenta de regularización	6 199 347,84	3 216 383,47
Pago(s) a cuenta realizado(s) durante el ejercicio sobre plusvalías y minusvalías netas		
Pago(s) a cuenta realizado(s) durante el ejercicio sobre resultados		
Otros elementos		
Patrimonio neto al final del ejercicio	141 151 855,09	118 306 035,26

• **DESGLOSE POR NATURALEZA JURÍDICA O ECONÓMICA DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS**

	Importe	%
Activo		
Obligaciones y valores asimilados		
Obligaciones a tipo fijo negociadas en un mercado reglamentado o asimilado	98 668 394,40	91,43
Obligaciones a tipo VAR / REV negociadas en un mercado reglamentado o asimilado	981 500,67	0,67
Obligaciones convertibles negociadas en un mercado reglamentado o asimilado	861 565,87	2,99
Obligaciones y valores asimilados		
TOTAL Obligaciones y valores asimilados	134 223 517,46	95,09
Títulos de deuda		
Títulos de deuda		
TOTAL Títulos de deuda		
Pasivo		
Operaciones de cesión sobre instrumentos financieros		
Acciones y valores asimilados		
TOTAL Operaciones de cesión sobre instrumentos financieros		
Extrabalance		
Operaciones de cobertura		
Acciones		
Cambio	22 747 641,63	16,12
Tipo	59 354 101,98	42,05
TOTAL Operaciones de cobertura	82 101 743,61	58,17
Otras operaciones		
Acciones		
TOTAL Otras operaciones		

• **DESGLOSE POR NATURALEZA DE TIPOS DE LAS PARTIDAS DE ACTIVO, PASIVO Y EXTRABALANCE**

	Tipo fijo	%	Tipo variable	%	Tiporevisable	%	Otros	%
Activo								
Depósitos								
Obligaciones y valores asimilados	133 273 709,06	94,42			949 808,40	0,67		
Títulos de deuda								
Operaciones temporales con títulos								
Cuentas financieras							2 989 139,98	2,12
Pasivo								
Operaciones temporales con títulos								
Cuentas financieras								
Extrabalance								
Operaciones de cobertura	59 354 101,98	42,05						
Otras operaciones								

DESGLOSE POR MADUREZ RESIDUAL DE LAS PARTIDAS DE ACTIVO, PASIVO Y EXTRABALANCE

	< 3 meses	%]3 meses – 1 año]	%]1 - 3 años]	%]3 - 5 años]	%	> 5 años	%
Activo										
Depósitos										
Obligaciones y valores asimilados	246 665,96	0,17							133 976 851,50	94,92
Títulos de deuda										
Operaciones temporales con títulos										
Cuentas financieras	2 989 139,98	2,12								
Pasivo										
Operaciones temporales con títulos										
Cuentas financieras										
Extrabalance										
Operaciones de cobertura										
Otras operaciones										

Las partidas a plazo de los tipos se presentan en función del vencimiento de los subyacentes.

DESGLOSE POR DIVISA DE COTIZACIÓN O DE VALORACIÓN DE LAS PARTIDAS DE ACTIVO, PASIVO Y EXTRABALANCE

	GBP		USD		Otras divisas	
	Importe	%	Importe	%	Importe	%
Activo						
Depósitos						
Acciones y valores asimilados						
Obligaciones y valores asimilados	13 781 274,70	9,76	68 755 595,77	48,71		
Títulos de deuda						
IIC			618 674,09	0,44		
Operaciones temporales con títulos						
Créditos	275 955,95	0,20	1 807 553,46	1,28		
Cuentas financieras	278 848,90	0,20	1 484 321,27	1,05		
Pasivo						
Operaciones de cesión con instrumentos financieros						
Operaciones temporales con títulos						
Deudas	11 129 334,59	7,88	42 664 138,42	30,23		
Cuentas financieras						
Extrabalance						
Operaciones de cobertura	14 741 096,53	10,44	34 530 647,08	24,46		
Otras operaciones						

• **PARTIDAS ACREEDORAS Y DEUDAS: DESGLOSE POR NATURALEZA**

	Naturaleza del débito/crédito	30/12/2016
Partidas acreedoras	Compra a plazo de divisas	511 969,66
	Fondos pendientes de recibir sobre la venta a plazo de divisas	52 700 142,12
	Suscripciones pendientes de recibir	19 583,13
	Depósitos de garantía en metálico	1 519 795,88
	Cupones y dividendos en metálico	792 792,87
Total partidas acreedoras		55 544 283,66
Deudas	Venta a plazo de divisas	53 793 473,01
	Fondos pendientes de pago sobre la venta a plazo de divisas	505 952,97
	Reembolsos pendientes de pagar	89 357,74
	Gastos de gestión	409 241,80
	Gastos de gestión variables	11 794,42
Total deudas		54 809 819,94

• **NÚMERO DE TÍTULOS EMITIDOS O REEMBOLSADOS**

	En participaciones	En importes
Participación IC		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	43 007,450	63 839 676,96
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-39 878,767	-59 330 617,95
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	3 128,683	4 509 059,01
Participación R		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	84 922,783	10 235 169,06
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-64 935,397	-7 872 362,25
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	19 987,386	2 362 806,81
Participación ID		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	143,664	14 369 453,85
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-49,445	-5 083 053,98
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	94,219	9 286 399,87
Participación DH		
Participaciones suscritas durante el ejercicio		
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio		
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	540,000	502 786,61

- **COMISIONES DE SUSCRIPCIÓN Y/O REEMBOLSO**

	En importes
Participación IC	
Comisiones de reembolso percibidas	
Comisiones de suscripción percibidas	
Total comisiones percibidas	
Participación R	
Comisiones de reembolso percibidas	
Comisiones de suscripción percibidas	
Total comisiones percibidas	
Participación ID	
Comisiones de reembolso percibidas	
Comisiones de suscripción percibidas	
Total comisiones percibidas	
Participación DH	
Comisiones de reembolso percibidas	
Comisiones de suscripción percibidas	
Total comisiones percibidas	

- **GASTOS DE GESTIÓN**

	30/12/2016
Participación IC	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	1 007 785,81
Porcentaje de gastos de gestión fijos	1,00
Gastos de gestión variables	11 498,70
Retrocesiones de gastos de gestión	
Participación R	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	284 383,69
Porcentaje de gastos de gestión fijos	1,75
Gastos de gestión variables	295,72
Retrocesiones de gastos de gestión	
Participación ID	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	110 157,65
Porcentaje de gastos de gestión fijos	1,00
Gastos de gestión variables	
Retrocesiones de gastos de gestión	
Participación DH	
Comisiones de garantía	
Gastos de gestión fijos	
Porcentaje de gastos de gestión fijos	1,00
Gastos de gestión variables	-5,06
Retrocesiones de gastos de gestión	

- **COMPROMISOS RECIBIDOS Y OTORGADOS**

Garantías recibidas por la IIC

Ninguna.

Otros compromisos recibidos u otorgados

Ninguno.

• **VALOR ACTUAL DE LOS TÍTULOS OBJETO DE ADQUISICIÓN TEMPORAL**

	30/12/2016
Títulos adquiridos en repo con desposesión	
Títulos recibidos en préstamo	

• **VALOR ACTUAL DE LOS TÍTULOS CONSTITUTIVOS DE DEPÓSITOS DE GARANTÍA**

	30/12/2016
Instrumentos financieros dados en garantía y mantenidos en su partida original	

• **INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE GRUPO CONTENIDOS EN LA CARTERA**

	Código Isin	Denominación	30/12/2016
Acciones			
Obligaciones			
Instrumentos de deuda negociables			
IIC			3 204 982,82
	FR0000284283	OBJECTIF C. TER. DOLLAR SI.	618 674,09
	FR0010941815	OBJECTIF MONET.EURO B FCP 3DEC	2 586 308,73
Instrumentos financieros a plazo			

• **CUADRO DE APLICACIÓN DE LAS CUOTAS PROPORCIONALES DE LOS IMPORTES DISTRIBUIBLES CORRESPONDIENTES AL RESULTADO**

	30/12/2016	31/12/2015
Importes pendientes de aplicar		
Remanente	142,57	545,03
Resultado	6 434 781,78	4 060 612,44
Total	6 434 924,35	4 061 157,47

	30/12/2016	31/12/2015
Participación IC		
Aplicación		
Distribución		
Traslado a cuenta nueva		
Capitalización	5 009 020,51	3 599 775,60
Total	5 009 020,51	3 599 775,60

	30/12/2016	31/12/2015
Participación R		
Aplicación		
Distribución	699 238,45	433 070,40
Traslado a cuenta nueva	164,43	992,46
Capitalización		
Total	699 402,88	434 062,86
Información relativa a las participaciones con derecho a distribución		
Número de participaciones	139 290,527	119 303,141
Distribución unitaria	5,02	3,63
Créditos fiscales		
Desgravaciones fiscales aferentes a la distribución del resultado		

	30/12/2016	31/12/2015
Participación ID		
Aplicación		
Distribución	702 236,92	27 319,00
Traslado a cuenta nueva	1,18	0,01
Capitalización		
Total	702 238,10	27 319,01
Información relativa a las participaciones con derecho a distribución		
Número de participaciones	144,219	50,000
Distribución unitaria	4 869,24	546,38
Créditos fiscales		
Desgravaciones fiscales aferentes a la distribución del resultado		

	30/12/2016	31/12/2015
Participación DH		
Aplicación		
Distribución		
Traslado a cuenta nueva		
Capitalización	24 262,86	
Total	24 262,86	

• **CUADRO DE APLICACIÓN DE LAS CUOTAS PROPORCIONALES DE LOS IMPORTES DISTRIBUIBLES CORRESPONDIENTES A LAS PLUSVALÍAS Y MINUSVALÍAS NETAS**

	30/12/2016	31/12/2015
Importes pendientes de aplicar		
Plusvalías y minusvalías netas anteriores no distribuidas		
Plusvalías y minusvalías netas del ejercicio	199 017,04	-2 135 578,88
Pagos a cuenta pagados sobre las plusvalías y minusvalías netas del ejercicio		
Total	199 017,04	-2 135 578,88

	30/12/2016	31/12/2015
Participación IC		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	145 626,87	-1 853 904,35
Total	145 626,87	-1 853 904,35

	31/12/2015	31/12/2015
Participación R		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	24 637,69	-281 470,04
Total	24 637,69	-281 470,04

	30/12/2016	31/12/2015
Participación ID		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	20 474,09	-204,49
Total	-20 474,09	-204,49

	30/12/2016	31/12/2015
Participación DH		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	8 278.39	
Total	8 278,39	

• **CUADRO DE RESULTADOS Y OTROS ELEMENTOS CARACTERÍSTICOS DE LA INSTITUCIÓN DURANTE LOS ÚLTIMOS CINCO EJERCICIOS**

	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/12/2016
Patrimonio neto global en EUR	10 955 027,86	12 241 531,82	47 999 157,48	118 306 035,26	141 151 855,09
OBJECTIF CAPITAL FI IC					
Patrimonio neto en EUR	10 679 276,96	11 970 940,64	41 637 377,77	98 375 993,95	107 976 245,14
Número de títulos	9 282,000	9 107,742	29 145,574	65 769,775	68 898,458
Valor liquidativo unitario en EUR	1 150,53	1 314,36	1 428,60	1 495,76	1 567,17
Capitalización unitaria sobre plusvalías y minusvalías netas en EUR			22,26	-28,18	2,11
Capitalización unitaria en EUR sobre el resultado	47,54	46,76	44,34	54,73	72,70
OBJECTIF CAPITAL FI R					
Patrimonio neto en EUR	275 750,90	270 591,18	6 361 779,71	14 922 035,50	17 579 496,89
Número de títulos	2 571,500	2 305,100	51 658,532	119 303,141	139 290,527
Valor liquidativo unitario en EUR	107,23	117,38	123,15	125,07	126,20
Capitalización unitaria sobre plusvalías y minusvalías netas en EUR			1,91	-2,35	0,17
Distribución unitaria en EUR sobre el resultado	3,73	3,36	2,94	3,63	5,02
Traslado a cuenta nueva unitario en EUR sobre el resultado					
Crédito fiscal unitario en EUR					*
OBJECTIF CAPITAL FI ID					
Patrimonio neto en EUR				5 008 005,81	15 053 675,32
Número de títulos				50,000	144,219
Valor liquidativo unitario en EUR				100 160,11	104 380,66
Capitalización unitaria sobre plusvalías y minusvalías netas en EUR				-4,08	141,96
Distribución unitaria en EUR sobre el resultado				546,38	4 869,24
Traslado a cuenta nueva unitario en EUR sobre el resultado					
Crédito fiscal unitario en EUR					*

* El crédito fiscal unitario se determinará en el momento de la distribución, de conformidad con las disposiciones fiscales vigentes.

- **INVENTARIO en EUR**

Denominación de los valores	Divisa	Cant. nº o nominal	Valor actual	% Patr. Neto
Obligaciones y valores asimilados				
Obligaciones y valores asimilados negociados en un mercado regulado o asimilado				
ALEMANIA				
DEUTSCHE BANK 6% 31/12/2099	EUR	2 000 000	1 847 254,25	1,31
HT1 FDG TF/TV PERP *EUR	EUR	1 000 000	931 393,12	0,66
TOTAL ALEMANIA			2 778 647,37	1,97
AUSTRIA				
ERST GROU BA 8.875% PERP EMTN	EUR	2 000 000	2 197 390,99	1,56
TOTAL AUSTRIA			2 197 390,99	1,56
BÉLGICA				
KBCBB 5.625% 29/12/49	EUR	500 000	506 396,88	0,36
TOTAL BÉLGICA			506 396,88	0,36
DINAMARCA				
DANSKE BA 5.875% PERP EMTN	EUR	500 000	531 632,35	0,38
DANSKE BANK 5.6838% 12/99	GBP	200 000	246 665,96	0,17
TOTAL DINAMARCA			778 298,31	0,55
ESPAÑA				
B BILB VIZC ARGE 6.75% PERP	EUR	2 000 000	1 933 175,00	1,37
BANC BILB VIZC AR 8.875% PERP	EUR	2 600 000	2 859 986,08	2,03
BANKINTERSA 8.625% PERP	EUR	3 000 000	3 322 968,75	2,36
BBVA 7% PERP	EUR	400 000	388 035,91	0,27
BCO SANT CENT HIS 6.25% PERP	EUR	500 000	471 946,53	0,33
BCO SANTANDER 6.25% PERP	EUR	1 000 000	941 225,83	0,67
TOTAL ESPAÑA			9 917 338,10	7,03
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA				
DEUTCHH POST 5.983% 06/49	EUR	1 300 000	1 313 346,51	0,93
DEUTSCHE BANK CAP 8% 15/05/2018	EUR	3 424 000	3 739 379,48	2,65
RABOBANK CAP FD TRUST IV	GBP	100 000	122 941,27	0,09
TOTAL ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA			5 175 667,26	3,67
FRANCIA				
A 6.686% PERP EMTN	GBP	300 000	392 799,75	0,28
ACAFP 7 7/8 01/29/49	USD	1 000 000	962 774,35	0,68
AXA SA 5.453% 31-12-99	GBP	300 000	376 123,30	0,27
AXA TV PERP SERIE A	USD	3 000 000	2 844 761,00	2,02
BNP PARIBAS 7.195%/LIBOR PERPETUELLE SERIE REGS	USD	1 800 000	1 866 366,20	1,32

Denominación de los valores	Divisa	Cant. n° o nominal	Valor actual	% Patr. Neto
BNP PARIBAS 7.375% PERP	USD	1 000 000	986 761,08	0,70
BNP PARIBAS 7.625% PERP	USD	1 700 000	1 737 279,48	1,23
BNP 4.032 12/31/49	EUR	1 000 000	1 002 158,16	0,71
CA ASSURANCES 4.25% PERP	EUR	1 000 000	1 029 828,80	0,73
CNP ASSU 7.5% PERP	USD	100 000	102 164,02	0,07
CNP ASSURANCES 4.0% PERP	EUR	500 000	509 225,55	0,36
CRED AGRI ASSU 4.5% PERP	EUR	1 000 000	999 855,00	0,71
CRED AGRI SA 6.625% PERP	USD	1 000 000	929 703,07	0,66
CRED AGRI SA 8.125% PERP	USD	1 500 000	1 506 090,50	1,07
CREDIT LOGEMENT EURIBOR 3 MOIS REV +1.15 31/12/2099	EUR	1 200 000	949 808,40	0,67
GROUPAMA SA 6.375% PERP	EUR	900 000	881 383,19	0,62
LAMON TF/TV 04/23/43	USD	500 000	510 076,50	0,36
LAMON 5.05 12/17/49	EUR	1 000 000	1 007 402,05	0,71
NATIXIS TV 08-PERP.USMTN	USD	400 000	418 232,86	0,30
SG 6.75% 31/12/2099	EUR	2 000 000	2 088 557,36	1,48
SOCGEN 6 12/31/49	USD	1 000 000	879 693,45	0,62
SOCIETE GENERALE 7.375% PERP	USD	2 000 000	1 936 230,55	1,37
SOCIETE GENERALE 8.0% PERP	USD	1 000 000	967 756,44	0,69
SOGECAP SA 4.125% 29-12-49	EUR	1 000 000	1 032 545,57	0,73
TOTAL FRANCIA			25 917 576,63	18,36
ITALIA				
FONDIARIA SAI 5.75% 31-12-99	EUR	1 000 000	983 519,32	0,70
INTESA SAN 7.0% PERP EMTN	EUR	1 000 000	1 022 946,52	0,72
INTESA SANPA 7.7% PERP CV	USD	2 000 000	1 841 433,72	1,31
UNICREDIT SPA 6.75% PERP	EUR	500 000	481 151,69	0,34
TOTAL ITALIA			4 329 051,25	3,07
JERSEY				
HALIFAX EURO FINANCE 7.881% 12/49	GBP	3 192 000	4 941 706,62	3,50
HSBC CAPIT TF/TV PERP PF *EUR	USD	4 000 000	5 640 505,02	4,00
TOTAL JERSEY			10 582 211,64	7,50
NORUEGA				
DNB NOR BANK ASA 5.75% PERP	USD	1 000 000	991 754,50	0,70
DNB NOR BANK ASA 6.0116% PERP	GBP	100 000	117 626,93	0,08
DNB NOR BANK ASA 6.5% PERP	USD	1 000 000	983 059,18	0,70
TOTAL NORUEGA			2 092 440,61	1,48
PAÍSES BAJOS				
ABN AMRO BANK NV 5.75% PERP	EUR	1 000 000	1 038 450,50	0,74
ACHMEA BV 4.25% PERP EMTN	EUR	1 000 000	984 174,15	0,70

Denominación de los valores	Divisa	Cant. n° o nominal	Valor actual	% Patr. Neto
ASR NEDERLAND NV 10.0% PERP	EUR	1 263 543	1 559 191,98	1,10
DELT LLOY NV 4.375% 31-12-99	EUR	2 000 000	1 982 264,11	1,41
ELM BV TF/TV PERP *EUR	EUR	300 000	315 892,68	0,22
GENERALI FI 4.596% PERP EMTN	EUR	2 000 000	1 968 428,93	1,39
ING GROEP NV 6.5% PERP	USD	1 500 000	1 388 992,65	0,98
RABO NEDE 5.5% PERP	EUR	1 000 000	1 014 235,49	0,72
RABO NEDE 6.625% PERP	EUR	1 000 000	1 073 950,03	0,76
TOTAL PAÍSES BAJOS			11 325 580,52	8,02
REINO UNIDO				
ABBAY NATI TF/TV PERP	USD	2 293 000	2 884 725,28	2,04
BARCLAYS BANK PLC 8.25% 29/12/2049	USD	2 000 000	1 987 720,63	1,41
BARCLAYS PLC 6.5% 31-12-99	EUR	1 000 000	975 570,00	0,69
BARCLAYS PLC 7.875% PERP	USD	3 500 000	3 382 124,91	2,40
BARCLAYS PLC 8% 12/15/2049	EUR	1 000 000	1 058 930,00	0,75
COVE BUIL SOC 6.375% 31-12-99	GBP	1 000 000	1 146 690,03	0,81
DEUTSCHE BANK AG INTL E 6.25% 31/12/2099	USD	200 000	174 888,03	0,12
DRESDR FIN 8.151% 30/06/31*USD	USD	6 065 000	6 652 951,36	4,72
HSBC HOLDINGS PLC 6.375% PERP	USD	1 000 000	957 030,50	0,68
HSBC HOLDINGS PLC 6.875% PERP	USD	900 000	906 469,67	0,64
LBG CAP.7,5884%09-120520 S.1	GBP	1 000 000	1 231 094,94	0,87
LEGAL & GENERAL 6.385% PERPETUAL	GBP	100 000	118 583,13	0,08
LLOY BANK GRO 7.0% 31-12-99	GBP	500 000	595 226,76	0,42
LLOYDS TSB TV PERP SERIE B	GBP	1 000 000	2 135 919,99	1,51
NWIDE 6.875% 29/12/2049	GBP	1 000 000	1 177 137,10	0,83
PRUDENTIAL PLC 5.25% 03/49	USD	2 310 000	2 142 169,57	1,52
RBS GROUP TF/TV PERP *USD	USD	1 000 000	1 103 152,20	0,78
ROYA BANK OF S 7.5% PERP CV	USD	900 000	810 007,11	0,57
ROYA BK SCOT GROU TF/TV PERP	USD	1 250 000	1 202 972,67	0,85
ROYAL BK SCOTLAND 5,5% PERP	EUR	4 000 000	3 810 553,33	2,70
ROY.BANK 5.25%05-PERP	EUR	3 000 000	2 932 492,50	2,08
SANTANDER UK PLC 7.375% PERP	GBP	1 000 000	1 178 758,92	0,84
STAN CHAR PLC 7.5% PERP	USD	1 600 000	1 562 551,63	1,11
TOTAL REINO UNIDO			40 127 720,26	28,42
SUECIA				
NDASS 6 1/8 12/29/49	USD	1 000 000	937 837,43	0,66
NORD BANK AB 5.25% PERP EMTN	USD	1 000 000	928 942,09	0,66
SEB 5 3/4 11/29/49	USD	1 000 000	956 933,97	0,68
SVEN HAND AB 5.25% PERP	USD	1 000 000	979 987,36	0,69
SWEDBANK AB 5.5% PERP	USD	1 000 000	960 639,43	0,68

Denominación de los valores	Divisa	Cant. n° o nominal	Valor actual	% Patr. Neto
SWEDBANK AB 6.0% PERP	USD	1 000 000	957 964,76	0,68
TOTAL SUECIA			5 722 305,04	4,05
SUIZA				
CRED SUIS GRP 6.25% 31-12-99	USD	3 500 000	3 239 426,01	2,30
CS 7 1/2 12/11/49	USD	3 000 000	2 997 677,17	2,12
SWISS REINSURANCE CO LTD 8.25% PERP.	USD	1 500 000	1 554 821,05	1,10
UBS GROUP AG 6.875% PERP	USD	3 000 000	3 052 090,54	2,16
UBS GROUP AG 6.875% PERP	USD	2 000 000	1 928 877,83	1,37
TOTAL SUIZA			12 772 892,60	9,05
TOTAL Obligaciones y valores asimilados negociados en un mercado regulado o asimilado			134 223 517,46	95,09
TOTAL Obligaciones y valores asimilados			134 223 517,46	95,09
Instituciones de inversión colectiva IIC y Fondos de inversión de vocación general destinados a no profesionales y equivalentes de otros países				
FRANCIA				
OBJECTIF C.TER.DOLLAR SI.	USD	430	618 674,09	0,44
OBJECTIF MONET.EURO B FCP 3DEC	EUR	2,5	2 586 308,73	1,83
TOTAL FRANCIA			3 204 982,82	2,27
TOTAL IIC y Fondos de inversión de vocación general destinados a no profesionales y equivalentes de otros países			3 204 982,82	2,27
TOTAL Instituciones de inversión colectiva			3 204 982,82	2,27
Instrumentos financieros a plazo				
Compromisos a plazo firme				
Compromisos a plazo firme en mercados regulados o asimilados				
BP GBPUSD H7	USD	-47	57 205,50	0,04
EC EURUSD 0317	USD	154	-83 722,45	-0,06
LIFFE LG GILT 0317	GBP	-100	-349 109,65	-0,25
TY CBOT YST 1 0317	USD	-100	45 923,20	0,03
XEUR FGBL BUN 0317	EUR	-200	-174 000,00	-0,12
TOTAL Compromisos a plazo firme en mercados regulados			-503 703,40	-0,36
TOTAL Compromisos a plazo firme			-503 703,40	-0,36
TOTAL Instrumentos financieros a plazo			-503 703,40	-0,36
Ajuste de márgenes				
Ajuste de márgenes C.A.Indo en £ sterling	GBP	298 000	349 109,65	0,25
Ajuste de márgenes C.A.Indo en \$ us	USD	-20 731,26	-19 655,14	-0,01
Ajuste de márgenes C.A.Indo en euro	EUR	174 000	174 000,00	0,12
TOTAL Ajuste de márgenes			503 454,51	0,36

Denominación de los valores	Divisa	Cant. n° o nominal	Valor actual	% Patr. Neto
Partidas acreedoras			55 544 283,66	39,35
Deudas			-54 809 819,94	-38,83
Cuentas financieras			2 989 139,98	2,12
Patrimonio neto			141 151 855,09	100,00

OBJECTIF CAPITAL FI ID	EUR	144,219	104 380,66	
OBJECTIF CAPITAL FI R	EUR	139 290,527	126,20	
OBJECTIF CAPITAL FI DH	USD	540,000	1 059,51	
OBJECTIF CAPITAL FI IC	EUR	68 898,458	1 567,17	

- INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA RELATIVA AL RÉGIMEN FISCAL DEL CUPÓN**

DESCOMPOSICIÓN DEL CUPÓN, PARTICIPACIÓN R

	NETO GLOBAL	DIVISA	NETO UNITARIO	DIVISA
Ingresos sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	695 059,73	EUR	4,99	EUR
Acciones con derecho a exención sujetas a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria				
Otros ingresos sin derecho a exención sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	4 178,72	EUR	0,03	EUR
Ingresos no declarables y no imponibles				
Importe de las sumas distribuidas sobre las plusvalías y minusvalías				
TOTAL	699 238,45	EUR	5,02	EUR

DESCOMPOSICIÓN DEL CUPÓN, PARTICIPACIÓN ID

	NETO GLOBAL	DIVISA	NETO UNITARIO	DIVISA
Ingresos sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	589 998,48	EUR	4 090,99	EUR
Acciones con derecho a exención sujetas a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria				
Otros ingresos sin derecho a exención sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	112 238,44	EUR	778,25	EUR
Ingresos no declarables y no imponibles				
Importe de las sumas distribuidas sobre las plusvalías y minusvalías				
TOTAL	702 236,92	EUR	4 869,24	EUR