

FCP de droit français

OBJECTIF VARIABLE FI

RAPPORT ANNUEL

au 31 décembre 2015

Société de Gestion : Lazard Frères Gestion SAS

Dépositaire : Caceis Bank France

Commissaire aux comptes : Deloitte & Associés

SOMMAIRE

1. Caractéristiques de l'OPC	3
2. Changements intéressant l'OPC	8
3. Rapport de gestion	9
4. Informations réglementaires	19
5. Certification du Commissaire aux Comptes	20
6. Comptes de l'exercice	22

I. CARACTERISTIQUES DE L'OPC

- **FORME JURIDIQUE**

Fonds Commun de Placement de droit français.

- **CLASSIFICATION**

Obligations et autres titres de créance libellés en euro.

- **MODALITES D'AFFECTATION DES SOMMES DISTRIBUABLES**

Les sommes distribuables sont constituées par :

1) le résultat net augmenté du report à nouveau et majoré ou diminué du solde de régularisation des revenus.

Le résultat net de l'exercice est égal au montant des intérêts, arrérages, dividendes, primes et lots, jetons de présence ainsi que tous produits relatifs aux titres constituant le portefeuille du Fonds majoré du produit des sommes momentanément disponibles et diminué des frais de gestion et de la charge des emprunts.

2) les plus-values réalisées, nettes de frais, diminuées des moins-values réalisées, nettes de frais constatées au cours de l'exercice, augmentées des plus-values nettes de même nature constatées au cours d'exercices antérieurs n'ayant pas fait l'objet d'une distribution ou d'une capitalisation et diminuées ou augmentées du compte de régularisation des plus-values.

Les sommes distribuables sont intégralement capitalisées à l'exception de celles qui font l'objet d'une distribution obligatoire en vertu de la loi.

- **OBJECTIF DE GESTION**

L'objectif de gestion vise à atteindre à sur une durée de placement recommandée de 12 mois une performance nette de frais supérieure à Euribor 3 mois coupons nets réinvestis.

- **INDICATEUR DE REFERENCE**

EURIBOR 3 mois.

L'indice Euribor 3 mois (Euro Interbank Offered Rate) correspond au taux moyen des transactions interbancaires à échéance 3 mois publié par la Banque Centrale Européenne à partir de cotations fournies quotidiennement par un échantillon de banques de la zone euro.

- **STRATEGIE D'INVESTISSEMENT**

Le FCP vise à atteindre une performance nette de frais supérieure à Euribor 3 mois par une gestion du risque de taux et du risque de crédit en investissant sur des titres émis par des entreprises ou des institutions financières qui apportent un supplément de rendement par rapport aux taux sans risque.

La stratégie de gestion repose sur la détention d'obligation à taux variables de toutes maturités et de tous rangs de subordination. La maturité moyenne du portefeuille reflétera les investissements réalisés sur ces différents types d'obligations. Ainsi, cette maturité moyenne, tenant compte des clauses spécifiques à chacun des titres évoluera entre 0 et 5 ans. Le gérant mène sa propre analyse crédit dans la sélection des titres à l'acquisition et en cours de vie. Il ne s'appuie pas exclusivement sur les notations fournies par les agences de notation et met en place une analyse du risque de crédit et les procédures nécessaires pour prendre ses décisions à l'achat ou en cas de dégradation de ces titres, afin de décider de les céder ou les conserver. Ces dettes doivent être notées investment grade par une des agences de notation ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion. Toutefois en cas de dégradation éventuelle de la notation des dettes en portefeuille en deçà d'investment grade ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion, le gérant pourra conserver, dans l'intérêt des porteurs, ces titres à hauteur de 15% maximum de l'actif net.

La sensibilité au risque de taux est limitée par la mise en place de couverture pour les obligations à taux fixe et à taux variable, de par la nature des obligations à taux révisable qui leur confère une faible sensibilité aux variations de taux. Le risque crédit est le principal support de performance et de risque. Ce risque concentré sur l'univers des institutions financières, et particulièrement sur les émetteurs bancaires, fait l'objet d'une gestion rigoureuse reposant

sur l'analyse financière interne des émetteurs en portefeuille. De manière plus marginale la gestion de la courbe des taux de zéro à un an sera intégrée dans la gestion des actifs sous-jacents.

Les informations relatives à la fourchette de sensibilité à l'intérieur de laquelle le Fonds est géré figurent dans le tableau ci-dessous :

Fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt à l'intérieur de laquelle le FCP est géré	Zone géographique des émetteurs des titres ou sous-jacents des produits de titrisation	Fourchette d'exposition correspondant à cette zone
0 à 1	Zone Europe Autres Zones géographiques	90% - 100% 0% - 10%

1. Stratégies utilisées

Les investissements portent uniquement sur des titres émis en Euro, notés dans la catégorie investissement grade par une des agences de notation ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion.

La gestion du risque de taux vise à protéger les porteurs de parts d'une perte en capital résultant de tensions des rendements actuariels et/ou de participer au gain en capital résultant de la détention des taux actuariels. L'exposition au risque de taux est limitée, la sensibilité étant gérée dans une sensibilité de 0 à 1.

La mesure utilisée, la sensibilité, permet de connaître à tout moment l'impact d'une variation de taux d'intérêt sur le capital du FCP. Cette mesure sera pilotée conformément aux anticipations macroéconomiques du gérant.

Le FCP s'efforcera de tirer parti du supplément de rémunération qu'offrent les obligations à taux variables émises par des entités privées comparativement aux titres de créances négociables et aux créances dites « sans risque » que sont les bons du trésor émis par les Etats. Par une évaluation du supplément de rémunération compte tenu de la faculté de remboursement de l'émetteur, le FCP s'exposera au risque possible de défauts de paiement d'un ou plusieurs émetteurs. Le comportement de ce supplément de rémunération peut être indépendant de l'évolution des rendements actuariels. Une évaluation propre de cet écart est réalisée et pilotée en fonction de critères fondamentaux relatifs aux émissions de même nature présentes dans le marché.

2. Actifs (hors dérivés intégrés)

Titres de créance et instruments du marché monétaire :

Obligations et titres de créance négociables libellés en Euro émis par des entreprises, des institutions financières et par des Etats souverains à hauteur de 100% maximum de l'actif net.

OPC :

OPCVM ou FIA monétaires, monétaires court terme ou obligataires de droit français à hauteur de 10% maximum de l'actif net s'ils investissent eux-mêmes moins de 10% de leur actif dans d'autres OPC.

Ces OPC peuvent être gérés par la société de gestion.

3. Instruments dérivés

- Nature des marchés d'intervention :

- réglementés
- organisés
- de gré à gré

- Risques sur lesquels gérant désire intervenir :

- action
- taux
- change
- crédit
- autres risques

- Nature des interventions, l'ensemble des opérations devant être limité à la réalisation de l'objectif de gestion :

- couverture
- exposition
- arbitrage
- autre nature

- Nature des instruments utilisés :

- futures :
 - sur actions et indices actions
 - sur taux
 - de change
- options :
 - sur actions et indices actions
 - sur taux
 - de change
- swaps :
 - swaps d'actions
 - swaps de taux
 - swaps de change
- change à terme
- dérivés de crédit (les CDS sont limités à 20% de l'actif)

- Stratégie d'utilisation des dérivés pour atteindre l'objectif de gestion :

- couverture partielle ou générale du portefeuille, de certains risques, titres.
- reconstitution d'une exposition synthétique à des actifs, à des risques.
- augmentation de l'exposition au marché sans effet de levier.
- maximum autorisé et recherché
- autre stratégie

4. Titres intégrant des dérivés

Néant.

5. Dépôts :

Les opérations de dépôt pourront être utilisées dans la gestion du FCP dans la limite de 10% de son actif.

6. Emprunts d'espèces :

Le FCP peut faire appel aux emprunts d'espèces dans son fonctionnement dans la limite de 10% de son actif pour répondre à un besoin ponctuel de liquidités.

7. Opérations d'acquisitions et cessions temporaires de titres :

- Nature des opérations utilisées :

- prises et mises en pension par référence au code monétaire et financier ;
- prêts et emprunts de titres par référence au code monétaire et financier ;
- autre nature (à préciser)

- Nature des interventions, l'ensemble des opérations devant être limitées à la réalisation de l'objectif de gestion :

- gestion de la trésorerie
- optimisation des revenus du FCP
- contribution éventuelle à l'effet de levier du FCP
- autre nature

- Rémunération : des informations complémentaires figurent à la rubrique frais et commissions.

8. Information sur les garanties financières :

Dans le cadre d'opérations d'acquisition et cession temporaires de titres et d'opérations sur dérivés négociés de gré à gré, et conformément à la position AMF 2013-06, le FCP peut recevoir à titre de collatéral des titres (tel que notamment des obligations ou titres émis(es) ou garanti(e)s par un Etat ou émis par des organismes de financement internationaux et des obligations ou titres émis par des émetteurs privés de bonne qualité), ou des espèces.

Le collatéral espèces reçu est réinvesti conformément aux règles applicables.

L'ensemble de ces actifs devra être émis par des émetteurs de haute qualité, liquides, peu volatils, diversifiés et qui ne sont pas une entité de la contrepartie ou de son groupe.

Des décotes peuvent être appliquées au collatéral reçu ; elles prennent en compte notamment la qualité de crédit, la volatilité des prix des titres

9. PROFIL DE RISQUE

Votre argent sera principalement investi dans des instruments financiers sélectionnés par la société de gestion. Ces instruments connaîtront les évolutions et aléas des marchés.

Risque de perte en capital : Il se peut que le FCP n'atteigne pas son objectif de performance.

Aucune garantie ou protection du capital n'est attachée à ce FCP. L'investisseur est donc averti que son capital peut ne pas lui être restitué.

Risque de crédit : En dépit de règles de gestion strictes, un émetteur peut être amené à faire défaut, ce qui impacterait significativement la performance du FCP. Même dans le cas où aucun émetteur ne fait défaut, la volatilité des marges de crédit sur les marchés peut conduire la performance à être négative pendant une période non définie et peut entraîner une baisse de la valeur liquidative du FCP.

Risque de taux : La hausse des taux peut impacter négativement la performance pendant une période non définie. Ce mouvement peut entraîner une baisse de la valeur liquidative.

Risque sur instruments dérivés : Le Fonds peut s'exposer sous forme synthétique à des instruments de taux jusqu'à une fois son actif net. L'utilisation des produits dérivés sur marchés organisés et de gré à gré peut exposer à une forte variation à la hausse ou à la baisse de la valeur liquidative à travers les sous-jacents qui réagissent fortement aux fluctuations des marchés.

Risque de contrepartie : Il s'agit du risque lié à l'utilisation par ce FCP d'instruments financiers à terme, de gré à gré, et/ou au recours à des opérations d'acquisition et de cession temporaires de titres. Ces opérations conclues avec une ou plusieurs contreparties éligibles, exposent potentiellement le FCP à un risque de défaillance de l'une de ces contreparties pouvant la conduire à un défaut de paiement.

Risque de liquidité : Il s'agit de la difficulté ou de l'impossibilité de réaliser la cession de titres détenus en portefeuille en temps opportun et au prix de valorisation du portefeuille, en raison de la taille réduite du marché ou de l'absence de volume sur le marché où sont habituellement négociés ces titres

10. GARANTIE OU PROTECTION

Néant.

11. SOUSCRIPTEURS CONCERNES ET PROFIL DE L'INVESTISSEUR TYPE

- Tous les souscripteurs

L'investisseur cherche une rémunération supérieure à l'Euribor 3 mois afin de valoriser à moyen terme ses investissements.

Le montant qu'il est raisonnable d'investir par chaque investisseur dans ce FCP dépend de sa situation personnelle. Pour le déterminer, il doit tenir compte de son patrimoine personnel, de ses besoins, mais également de son souhait de prendre des risques limités ou au contraire, de privilégier un investissement prudent.

Il lui est également fortement recommandé de diversifier suffisamment ses investissements afin de ne pas les exposer uniquement aux risques de ce FCP.

Informations relatives aux investisseurs américains :

Le FCP n'est pas enregistré en tant que véhicule d'investissement aux Etats-Unis et ses parts ne sont pas et ne seront pas enregistrées au sens du *Securities Act* de 1933 et, ainsi, elles ne peuvent pas être proposées ou vendues aux Etats-Unis à des *Restricted Persons*, telles que définies ci-après.

Les *Restricted Persons* correspondent à (i) toute personne ou entité située sur le territoire des Etats-Unis (y compris les résidents américains), (ii) toute société ou toute autre entité relevant de la législation des Etats-Unis ou de l'un de ses Etats, (iii) tout personnel militaire des Etats-Unis ou tout personnel lié à un département ou une agence du gouvernement américain situé en dehors du territoire des Etats-Unis, ou (iv) toute autre personne qui serait considérée comme une U.S. Person au sens de la Regulation S issue du *Securities Act* de 1933, tel que modifié.

• FATCA :

En application des dispositions du Foreign Account Tax Compliance Act (« FATCA ») applicables à compter du 1er juillet 2014, dès lors que le FCP investit directement ou indirectement dans des actifs américains, les revenus tirés de ces investissements sont susceptibles d'être soumis à une retenue à la source de 30%.

Afin d'éviter le paiement de la retenue à la source de 30%, la France et les Etats-Unis ont conclu un accord intergouvernemental aux termes duquel les institutions financières non américaines (« foreign financial institutions ») s'engagent à mettre en place une procédure d'identification des investisseurs directs ou indirects ayant la qualité de contribuables américains et à transmettre certaines informations sur ces investisseurs à l'administration fiscale française, laquelle les communiquera à l'autorité fiscale américaine (« Internal Revenue Service »).

Le FCP, en sa qualité de foreign financial institution, s'engage à se conformer à FATCA et à prendre toute mesure relevant de l'accord intergouvernemental précité.

Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans cet OPCVM dépend de la situation personnelle de l'investisseur. Pour le déterminer, il doit tenir compte de son patrimoine personnel, de ses besoins actuels et de la durée de placement recommandée, mais également de sa capacité à prendre des risques, ou, au contraire, à privilégier un investissement prudent.

Durée de placement recommandée : 12 mois minimum.

2. CHANGEMENTS INTERESSANT L'OPC

Mutation du FCP

Le Président de la société de gestion Lazard Frères Gestion S.A.S. a décidé les modifications suivantes pour le FCP **OBJECTIF VARIABLE FI** (Code ISIN : FR0007055066).

1) Changement d'acteurs :

- Changement de dépositaire : cette fonction sera assurée par Caceis Bank France, en lieu et place de Lazard Frères Banque.
- Changement de délégataire de la gestion comptable : cette fonction sera assurée par Caceis Fund Administration, en lieu et place de Lazard Frères Gestion.

L'établissement en charge de la réception des ordres de souscription et de rachat sera Caceis Bank France.

2) Changements apportés au prospectus :

- Mise en place du Swing Pricing (ajustement maximum : 2%) ;
- Recours désormais possible aux CDS (Dérivés de crédit) ;
- Modification des dates de règlement des souscriptions et des rachats : J+2 (S + R) en lieu et place de J+1 (S + R) ;
- Modification du barème des commissions de mouvement : Néant.

Date effet : 23 novembre 2015.

3. RAPPORT DE GESTION

EVOLUTION ET PERFORMANCE

Au cours de cet exercice, l'actif net du FCP OBJECTIF VARIABLE FI a connu l'évolution suivante : de 87 440 255,72€ le 31 décembre 2014, il est passé à 78 660 487,17€ le 31 décembre 2015.

Le nombre de parts en circulation au 31/12/2015 est de 62 466,343.

La valeur liquidative de 1 255,87€ le 31/12/2014, est passée à 1 259,24€ le 31/12/2015, ce qui correspond à une évolution de 0,27%.

La performance passée ne préjuge pas des résultats futurs de l'OPC et n'est pas constante dans le temps.

ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

Introduction

La croissance mondiale est restée modeste en 2015 et inégale entre les zones. La baisse des cours du pétrole n'aura pas eu l'effet escompté pour les pays développés mais la lente reprise s'est poursuivie. En revanche, la croissance a ralenti pour la cinquième année consécutive dans les pays émergents qui ont affiché des divergences importantes, en partie liées aux incidences différentes de la correction des prix des matières premières sur les pays qui en exportent et les pays qui en importent. L'année écoulée aura également été marquée par une poursuite de la transition en Chine, une recrudescence du risque politique et la divergence des politiques monétaires entre les grandes banques centrales de la planète, avec des conséquences importantes sur les devises. Aux Etats-Unis, après sept ans de taux inchangés, la solidité de la croissance et les progrès accomplis sur le front de l'emploi ont permis à la Réserve Fédérale (Fed) de remonter la fourchette cible de son taux directeur de 25 points de base à 0,25%-0,50%. En zone euro, la reprise a continué malgré les développements liés à la Grèce qui a finalement trouvé un accord avec ses créanciers pour un nouveau plan d'aide. La Banque centrale européenne (BCE) a adopté une série de mesures visant à relancer l'inflation, dont un programme d'achat d'actifs de grande ampleur qui lui permet notamment d'acquérir des obligations publiques. Au Japon, la croissance est restée morose malgré un fort rebond au premier trimestre. En Chine, le rééquilibrage de l'économie a donné lieu à un ralentissement de la croissance cette année, poussant les autorités à assouplir davantage leur politique monétaire et budgétaire. La banque centrale a également modifié le mécanisme de fixation du yuan et indiqué qu'elle piloterait dorénavant son évolution fasse à un panier composé des devises de ses principaux partenaires commerciaux. Dans les autres pays émergents, la croissance a résisté en Inde mais le Brésil et la Russie sont entrés en récession.

Croissance du PIB en volume (%)	2014	2015 (e)	2016 (e)
Monde	3,4	3,1	3,4
Pays avancés	1,8	1,9	2,1
Pays émergents	4,6	4,0	4,3
Zone euro	0,9	1,5	1,7
Etats-Unis	2,4	2,5	2,6
Japon	0,0	0,6	1,0
Allemagne	1,6	1,5	1,7
France	0,2	1,1	1,3
Italie	-0,4	0,8	1,3
Espagne	1,4	3,2	2,7
Royaume-Uni	2,9	2,2	2,2
Chine	7,3	6,9	6,3
Inde	7,3	7,3	7,5
Brésil	0,1	-3,8	-3,5
Russie	0,6	-3,7	-1,0

Source : perspectives économiques du FMI mises à jour en janvier 2016

Dans ce contexte, les marchés d'actions ont connu des épisodes de forte volatilité et ont évolué en ordre dispersé : +9,9% sur le Topix en yen, +8,0% sur l'Eurostoxx en euros, -0,7% sur le S&P 500 en dollars et -17,0% sur l'indice MSCI des pays émergents libellés en dollars qui recule de 8,0% en devise locale.

Au premier trimestre, la combinaison d'une amélioration des perspectives de croissance pour la zone euro et de l'annonce d'un programme d'achats d'actifs par la BCE a déclenché une forte hausse des actions européennes. Le bras de fer entre la Grèce et ses créanciers a fini par peser sur le sentiment des investisseurs au deuxième trimestre mais les marchés se sont rétablis en juillet quand la résolution de la crise est devenue probable. Les inquiétudes autour de la croissance chinoise après la modification par la banque centrale de son régime de change, le 11 août, ont précipité une forte chute des marchés. Le discours prudent de la Fed sur la situation de l'économie mondiale et le scandale Volkswagen en ont entraîné une autre en septembre. L'anticipation de nouvelles mesures de soutien par la BCE après sa réunion du 22 octobre a permis un rebond remarquable. Il s'est toutefois essouffé après que le nouveau paquet de mesures annoncé par Mario Draghi lors de sa conférence de presse du 3 décembre a déçu les attentes très élevées des investisseurs, alors que le prix du pétrole continuait de baisser très rapidement.

Les rendements des obligations d'Etat des pays sans risque finissent en légère hausse sur l'année, ce qui masque des épisodes de tensions et de baisses importants. Le taux à 10 ans sur les emprunts d'Etat allemands a augmenté de 9 points de base pour se situer à 0,63% fin septembre alors que le taux à 10 ans des emprunts d'Etat américains a augmenté de 10 points de base pour atteindre 2,27% fin décembre.

Les marges de crédit des pays périphériques par rapport à l'Allemagne se sont resserrées en Italie (-38pbs), au Portugal (-26pbs) et en Grèce (-155pbs) alors qu'elles se sont légèrement écartées en Espagne (+7pbs).

Les marges de crédit des obligations privées de bonne qualité se sont écartées de 42pbs contre les obligations d'Etat pour atteindre 136pbs. Celles des obligations à haut rendement se sont écartées de 126pbs à 535pbs d'après les indices Merrill Lynch.

Les divergences de politiques monétaires entre la Fed, qui a remonté ses taux d'intérêt, et la BCE, qui a intensifié sa relance, se sont traduites par une dépréciation de l'euro de 10,2% face au dollar. L'euro s'est également déprécié de 9,8% face au yen.

Les pressions baissières sur la monnaie unique ont entraîné une vague d'assouplissement monétaire dans les pays nordiques comme le Danemark. La Banque nationale suisse a abandonné son cours plancher de 1,20 franc suisse pour un euro le 15 janvier.

Les prix du pétrole sont remontés au printemps, après les plus bas atteints en janvier, puis ils ont baissé rapidement à l'été du fait de la résistance de l'offre aux Etats-Unis et dans les pays de l'OPEP ainsi que des perspectives de hausse de la production en Iran. Ils sont remontés brièvement au-dessus de 50 USD le baril en octobre avant de chuter de nouveau à partir du mois de novembre pour atteindre 36 USD le baril, une baisse de 20 USD par rapport au niveau de fin décembre 2014 (-36%).

Etats-Unis

La croissance américaine a été affectée en début d'année par des facteurs temporaires, en particulier un hiver rigoureux et des grèves dans les ports de l'Ouest. Après un fort rebond au T2 2015, elle s'est modérée à +2,0% en rythme trimestriel annualisé au T3 2015, en raison notamment d'un moindre stockage des entreprises et du commerce extérieur.

L'indice ISM du secteur non-manufacturier s'est maintenu sur un niveau élevé tout au long de l'année pour s'établir à 55,3 en décembre (-1,2 point sur un an). En revanche, l'indice du secteur manufacturier a nettement reculé pour atteindre 48,2 en décembre (-6,9 points sur un an), en lien avec les retombées de la baisse des cours du pétrole, l'appréciation du dollar et la normalisation des stocks.

Le marché du travail est resté dynamique avec 212 000 créations d'emplois par le secteur privé en moyenne sur l'année, un peu moins qu'en 2014. Dans ce contexte, le marché du travail a continué de se tendre et les salaires ont progressé un peu plus rapidement : entre décembre 2014 et décembre 2015, le taux de chômage est passé de 5,6% à 5,0% et le salaire horaire dans le secteur privé a accéléré de +1,8% sur un an à +2,5% sur un an.

La consommation des ménages est restée bonne mais elle n'a pas bénéficié pleinement des gains de pouvoir d'achat liée à la baisse des cours du pétrole, une partie de ces gains ayant été épargnés. Elle a augmenté de 2,5% sur un an en novembre alors que le taux d'épargne a remonté de 0,5 point pour atteindre 5,5% du revenu disponible en novembre.

Le secteur de la construction a connu un passage à vide en début d'année du fait du mauvais temps avant de se reprendre. Les permis de construire et les mises en chantier ont progressé de respectivement 14,4% sur un an et de 6,4% sur un an en décembre alors que la confiance des constructeurs de maisons a continué de se redresser pour s'établir sur un niveau proche des plus hauts de ce cycle en janvier.

Dans le secteur résidentiel, le rythme de progression des ventes de maisons neuves s'est ralenti mais elles restent en hausse de +9,1% sur douze mois novembre. Les ventes dans l'ancien ont progressé de +7,7% sur un an malgré les perturbations de fin d'année liées à un changement de réglementation qui allonge la durée des transactions.

Les commandes de biens d'investissement hors défense et aviation ont reculé de 1,2% sur un an en novembre. Le recul est toutefois moins marqué hors commandes liées au secteur minier et pétrolier (-0,3% sur un an) qui ont quasiment diminué de moitié (-45,6% sur un an) du fait de la baisse des cours du pétrole et du prix des autres matières premières.

Le déficit commercial a été perturbé par les grèves dans les ports de l'Ouest en début d'année mais il est à peu près stable sur l'année. Il était de 42,4mds USD en novembre.

L'inflation globale a ralenti au cours des douze derniers mois sous l'effet du recul des prix de l'énergie alors que l'inflation sous-jacente a progressivement accéléré. La première atteignait +0,5% sur un an en novembre alors que la seconde est passée de +1,7% sur un an en décembre 2014 à +2,0% sur un an en novembre.

Zone euro

En zone euro, la croissance a ralenti à partir du T2 2015 pour atteindre +1,2% en rythme annualisé au T3 2015, alors que les enquêtes laissaient attendre une croissance proche de 2,0%. L'indice PMI composite se situait toutefois à 54,3 en décembre (+2,9 points sur un an), un niveau qui est cohérent avec une ré-accélération de l'activité.

En France, la croissance vigoureuse du T1 2015 a été suivie d'une stabilisation au T2 2015 et d'un rebond de +1,4% du PIB en rythme annualisé au T3 2015. Sur un an, l'indice PMI composite a gagné 0,4 point pour atteindre 50,1 en décembre 2015. Le taux de chômage reste élevé mais il a baissé de 10,5% à 10,1% entre décembre 2014 et novembre 2015 d'après les données d'Eurostat.

En Allemagne, après un rebond au T2 2015, la croissance s'est modérée à +1,3% en rythme annualisé au T3 2015. L'indice PMI composite a touché un point bas au printemps puis il s'est redressé progressivement pour atteindre 55,5 en décembre (+3,5 points sur un an). Le taux de chômage restait bas à 4,5% en novembre, soit le plus faible niveau en Europe.

L'Italie est sortie de récession au T1 2015 et le PIB a progressé de +0,8% en rythme annualisé au T3 2015. L'indice PMI composite a connu une très forte progression sur les douze derniers mois (+6,6 points) pour se situer à 56,0 en décembre. A 11,1% en novembre, le taux de chômage demeure élevé mais il a baissé de plus d'un point par rapport à son niveau de décembre 2014.

En Espagne, la croissance est restée forte (+3,2% en rythme annualisé au T3 2015), les enquêtes PMI se sont stabilisées sur des niveaux élevés et le taux de chômage a poursuivi sa baisse. En revanche, les élections régionales en Catalogne se sont soldées par une victoire des partis indépendantistes qui ont obtenu la majorité absolue au parlement et le résultat des élections législatives n'a pas permis de former un gouvernement.

En Grèce, le risque politique a fortement augmenté fin décembre 2014 après que le parlement a échoué dans l'élection d'un nouveau président de la République, entraînant la dissolution du parlement et l'annonce d'élections législatives anticipées qui ont vu l'arrivée au pouvoir du parti radical de gauche Syriza. Après plusieurs semaines de négociations, la fermeture des banques grecques pendant trois semaines et la mise en place de contrôles de capitaux, la Grèce et ses créanciers ont finalement trouvé un accord sur un troisième plan d'aide.

La BCE a annoncé, en janvier, un programme d'achats mensuels de 60mds EUR d'actifs. Outre les covered bonds et ABS, elle acquiert sur le marché secondaire depuis le mois de mars des obligations émises par les institutions de la zone euro et les Etats. A l'issue de sa réunion de décembre, elle a décidé d'inclure dans les actifs éligibles à son programme les titres émis par les administrations régionales et locales. La BCE a également annoncé une baisse du taux de dépôt de 10 points de base à -0,30% et un allongement de six mois de la durée du programme d'achats d'actifs, qui devrait donc se poursuivre au moins jusqu'à fin mars 2017.

L'inflation globale en zone euro est restée faible du fait du recul des prix de l'énergie. Après plusieurs mois d'évolution négative en début d'année, elle s'est redressée pour atteindre +0,2% sur un an en décembre. L'inflation sous-jacente a quant à elle légèrement accéléré pour se situer à +0,9% sur un an en décembre.

Japon

Après un solide rebond au premier trimestre, le PIB japonais a diminué au T2 2015 avant de rebondir de +1,0% en rythme annualisé au T3 2015.

L'indice PMI du secteur manufacturier a touché un point bas au printemps mais la confiance des chefs d'entreprises s'est ensuite redressée progressivement jusqu'à atteindre 52,6 en décembre (+0,6 point sur un an).

Les indicateurs mensuels disponibles pour la consommation privée sont demeurés faibles dans l'ensemble. L'indice synthétique calculé par le bureau du Conseil des ministres du Japon a diminué de 1,0% sur un an au mois de novembre.

La balance commerciale en valeur (en yen) est revenue en excédent en fin d'année, reflétant à la fois une baisse des importations (-8,7% en 2015) et une progression des exportations (+3,5% en 2015).

L'inflation a ralenti pour atteindre +0,3% sur un an en décembre 2015. L'inflation sous-jacente s'est modérée jusqu'à l'été puis elle est remontée pour atteindre +0,9% sur un an en décembre.

Chine

Le rééquilibrage de l'économie chinoise a donné lieu à un ralentissement de la croissance à +6,9% cette année après +7,3% en 2014, l'accélération dans le secteur tertiaire n'ayant pas permis de compenser le ralentissement dans le secteur secondaire.

L'investissement a ralenti à +10,0% en 2015 (+15,7% en 2014) sur la base des données mensuelles, en raison du ralentissement de l'investissement dans le secteur de l'immobilier qui a augmenté de 1,0% cette année (+10,5% en 2014). L'investissement en infrastructure a en revanche mieux tenu avec une progression de 17,3% sur l'année (+20,3% en 2014).

Les ventes au détail ont bien résisté et progressent de 10,6% en 2015 après +10,9% en 2014.

L'excédent commercial a atteint le niveau record de 594mds USD cette année, ce qui reflète une baisse des exportations de 2,8% en 2015 (+6,1% en 2014) et un recul de 14,1% des importations (+0,4% en 2014).

La banque centrale a abaissé son taux directeur de 125 points de base sur les douze derniers mois en cinq mouvements. Cela a déclenché une forte hausse des marchés d'actions à partir du mois de novembre qui a été suivie d'une chute entre la mi-juin et la mi-juillet. Le coefficient des réserves obligatoires a également été abaissé de 250 points de base en quatre fois.

La politique de change a été modifiée à deux reprises. Le 11 août, la banque centrale a indiqué que le yuan continuerait de s'échanger contre le dollar dans une bande de fluctuation de +/- 2% mais que la parité centrale autour de laquelle cette bande est calculée évoluerait en fonction du cours de la veille, et non plus par rapport à un cours prédéterminé. A la mi-décembre, quelques semaines après que le FMI a entériné l'entrée du yuan dans son panier des DTS, les autorités ont annoncé qu'elles piloteraient désormais l'évolution de leur monnaie face à un panier de devises et non plus face au seul dollar.

POLITIQUE DE GESTION

Janvier 2015

Janvier est marqué par une importante volatilité. Entre la poursuite de la baisse du prix du baril de pétrole, le choc des marchés à la suite de l'abandon du peg entre le Franc Suisse et l'Euro à 1,20, l'annonce par la BCE de son plan de QE de €60mds / mois pendant 19 mois (de mars 2015 à septembre 2016), les attaques sur la Couronne danoise (DKK) et l'élection de Syriza à la tête du gouvernement grec et un nouvel embrasement en Ukraine, les surprises, positives et négatives, sont finalement assez nombreuses.

La première réunion des gouverneurs de la BCE a donc mis fin au suspense avec l'annonce d'un programme d'achat mensuel de titres souverains de 60mds€ à compter du mois de mars. L'essentiel (80%) sera à la charge des Banques Centrales Nationales sur les titres de leurs Etats respectifs, sans mutualisation du risque, le reste (20%) à la charge de la BCE. Cette perspective avait entraîné l'abandon brutal par la BNS (Banque Nationale Suisse) de la défense du cours-plancher EUR/CHF de 1,20, entraînant immédiatement leur devise à un cours de parité. La banque du Danemark, qui s'efforce elle aussi de maintenir l'arrimage de sa monnaie à l'euro, a dû pour ce faire baisser ses taux

directeurs par 3 fois en janvier, ramenant son principal taux à -0,50%, soit 55 points de base de baisse cumulée. En zone euro, l'indice Eonia est remonté vers 0% en fin de mois, se stabilisant vers -0,02% à -0,03%. Mais cette situation, liée à une relative contraction des excédents de liquidités, ne masque pas le fait que les anticipations (taux forwards appréhendés par la courbe de swaps) le situent vers -0,8% à partir du 6 mois et autour de -0,10% entre le 1 et le 2 ans. Le taux Euribor 3M finit janvier à 0,054%, en baisse de 2 bp, le taux Euribor 1 an passe dans le même temps de 0,32 à 0,27%.

Les marges des dettes financières ont connu des comportements variables durant le mois de janvier. Les Lower Tier 2 se resserrent de 8bps à 224bps (contre Etat) et les dettes Senior s'écartent de 13bps pour terminer à 80bps selon les indices SUSI de JP Morgan.

La structure du portefeuille est inchangée. Au 30 janvier, l'encours du fonds est de 90M€. La marge estimée contre Euribor 3M est de 64pb. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La durée crédit correspondante est de 2,7 années. Le portefeuille est investi à 58% en dettes senior, 28% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond". Les liquidités représentent 6% du fonds.

Février 2015

Après un début de mois légèrement tendu du fait des discussions sur l'éventuelle prolongation du plan d'aide octroyé à la Grèce et arrivant à échéance fin février, les européens parviennent à un accord prolongeant ce soutien de 4 mois supplémentaires, permettant ainsi aux actifs risqués de reprendre leur marche en avant. La courbe des taux d'Etat allemands se pentifie en février avec une hausse des rendements de 3bps sur le 10 ans à 0,33% et une baisse de 4bps sur le 5 ans et 2 ans à respectivement -0,09% et -0,23%. Alors que les souverains périphériques font l'expérience d'une volatilité certaine liée aux événements grecs, les marges contre Etat allemand se resserrent fortement sur le mois dans la perspective du lancement par la BCE de son programme d'achats, avec une baisse plus marquée de 84bps pour le Portugal et de 30bps pour l'Italie à respectivement 147 et 100bps (maturité 10 ans). Par ailleurs, S&P abaisse d'un cran la note de la Grèce de B à B- et maintient la mise sous surveillance négative.

Le crédit IG reste solide sur fond de stabilisation des prix du pétrole et de dissipation des inquiétudes concernant la Grèce et s'apprécie sur le mois avec une surperformance des dettes sous format hybride. La marge contre Etat se resserre de 6bps pour le crédit financier senior à 73bps et de 7bps pour le crédit non financier à 86bps (indices Merrill Lynch).

Les résultats des banques furent l'occasion d'apprécier la poursuite du mouvement de renforcement des bilans et des ratios de fonds propres avec des objectifs relevés à la hausse en matière de solvabilité. Le grand débat sur le "Total Loss Absorbing Capital" (ou TLAC) est développé par l'ensemble des banques avec des stratégies en la matière très différentes selon les acteurs.

Le marché primaire reste très dynamique malgré la période de publications. Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 17mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 37mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de - 17mds€ pour les financières et 26mds€ pour les dettes corporate. Depuis le début d'année, le volume d'émissions de dettes financières atteint 60mds€ en brut et -6mds€ en net. Le volume d'émissions de dettes corporate est de 59mds€ en brut et 30mds€ en net.

Au 27 février, l'encours du fonds est de 92M€. La marge estimée contre Euribor 3M est de 56pb. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La durée crédit correspondante est de 2,7 années. Le portefeuille est investi à 60% en dettes senior, 27% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond". Les liquidités représentent 5% du fonds.

Mars 2015

Mars est marqué par le démarrage du programme d'achats d'actifs de la BCE et par une forte appréciation des emprunts d'Etat de référence avec notamment un 30 ans allemand en baisse de 39bps terminant le mois sur un plus bas historique à 0,61%.

La courbe des taux d'Etat allemand s'aplatit fortement dans un mouvement de "bull flattening", avec une baisse de 15bps pour le Bund 10 ans à 0,18% alors que le Bobl 5 ans et le Schatz 2 ans terminent sur des niveaux quasi inchangés à -0,10% et -0,25% respectivement.

Les négociations, qualifiées de "constructive" par la Commission européenne, se poursuivent avec la Grèce, sans qu'un accord semble imminent. L'absence d'accord pèse sur les spreads des dettes périphériques et apporte de la volatilité sur ce compartiment. Les spreads pour les dettes de maturité 10 ans s'écartent de 2 et 4bps pour le Portugal et l'Irlande et de 6 et 10bps pour l'Italie et l'Espagne. Par ailleurs, S&P relève sa perspective pour le Portugal de stable à positive.

L'important volume d'émissions sur le crédit Investment Grade durant le 1er trimestre (186mds€ selon Barclays, le trimestre le plus animé à égalité avec les T1 de 2007 et 2009) conduit à une certaine indigestion, d'où des performances en spreads et total return plutôt négatives en mars sur l'ensemble du crédit IG.

Le volume d'émissions du secteur financier reste stable par rapport au T1 2014 alors que celui du crédit non financier augmente de 37% avec une hausse de la part des émissions hybrides et des émetteurs internationaux (américains principalement).

En mars, le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 23mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 38mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -12mds€ pour les financières et 26mds€ pour les dettes corporate.

Le crédit se déprécie sur le mois. La marge contre Etat s'écarte de 7bps pour le crédit financier senior à 80bps et de 9bps pour le crédit non financier à 93bps (indices Merrill Lynch).

L'Allemagne a publié un projet de loi proposant de subordonner la dette Senior Unsecured aux autres passifs pari passu tels que les émissions structurées, les dépôts de la clientèle ainsi que les dérivés. Ce projet doit permettre de rendre aisément "bailinable" la dette Senior classique si besoin, facilitera l'atteinte de ratios TLAC ("Total Loss Absorbing Capital") de 20-25% pour les banques et va réduire les pressions à l'émission de dettes de type Tier 2 notamment. Nous pensons que la plupart des autres pays européens vont adopter une loi similaire à l'exception du Royaume-Uni et de la Suisse, pays dans lesquels les banques sont structurées en holdings ('holdcos') et filiales opérationnelles ('opcos').

Au 31 mars, l'encours du fonds est de 93M€. La marge estimée contre Euribor 3M est de 58pb. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,7 années. Le portefeuille est investi à 59% en dettes senior, 28% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond". Les liquidités représentent 5% du fonds.

Avril 2015

Les marchés obligataires connaissent un regain de volatilité avec une correction soudaine des rendements d'Etat de référence les derniers jours du mois. La courbe des taux d'Etats allemands se pentifie fortement dans un mouvement de "bear steepening", avec une hausse de 19bps pour le 10 ans et de 10bps pour le 5 ans à 0,37% et 0,01% respectivement, alors que le 2 ans termine sur un niveau quasi-inchangé à -0,22%. La cristallisation des inquiétudes autour de la Grèce continue d'alimenter l'écartement des spreads des dettes périphériques et en particulier, pour le Portugal dont le spread 10 ans s'écarte sur le mois de 22bps.

Le crédit s'apprécie comparativement aux emprunts d'Etat. Les marchés se tiennent plutôt bien mais restent assez illiquides malgré un marché primaire actif. La marge contre Etat se resserre de 3bps pour le crédit financier senior à 79bps et de 2bps pour le crédit non financier à 92bps (indices Merrill Lynch). Néanmoins, la tension des rendements d'Etat de référence ne permet pas au crédit IG, d'afficher des performances positives.

Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 15mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 24mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -9mds€ pour les financières et 15mds€ pour les dettes corporate.

Du côté des résultats des banques durant leur 1er trimestre d'activité, la faiblesse de la croissance des revenus est frappante. A l'exception des établissements tirant une partie de leurs revenus en USD (évolution du taux de change favorable) et/ou des activités de marchés (trimestre particulièrement animé en volume d'émissions), les banques peinent à compenser le tassement de leurs marges par les volumes. Pour certaines, seuls les gains de trading (non-récurrents) permettent de maintenir des revenus stables ou en légère croissance. En revanche, les objectifs de ratios de capitalisation sont de nouveau revus toujours plus à la hausse.

Au 30 avril, l'encours du fonds est de 94M€. La marge estimée contre Euribor 3M est de 60pbs. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,6 années. Le portefeuille est investi à 60% en dettes senior, 28% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond". Les liquidités représentent 4% du fonds.

Mai 2015

Mai reste marqué par une forte volatilité sur les marchés obligataires avec la poursuite du mouvement de "sell-off" jusqu'en milieu de mois. A partir de mi-mai, inversement de tendance lié en partie aux déclarations de la BCE concernant une accélération de son programme d'achats en mai et juin afin de réduire les achats d'actifs durant la l'été, période historiquement plus calme avec une liquidité réduite. La courbe des taux d'Etats allemands se pentifie fortement, toujours dans un mouvement de "bear steepening", avec une hausse de 12bps pour le 10 ans à 0,49%, alors que le 5 ans et le 2 ans clôturent sur des niveaux quasi-inchangés à 0% et -0,22% respectivement. L'absence d'accord entre la Grèce et ses créanciers continue d'alimenter les incertitudes et de peser sur les spreads des dettes périphériques mais de manière plus modéré. Les spreads des dettes périphériques continuent de s'écarter avec des baisses comprises entre 12bps et 34bps pour les maturités 10 ans.

Le crédit Investment grade se déprécie sur le mois. Le marché primaire reste actif, animé par des émetteurs de bonne qualité – majoritairement américains, sur des maturités intermédiaires. La marge contre Etat s'écarte de 1bp pour le crédit financier senior à 80bps et de 2bps pour le crédit non financier à 94bps (indices Merrill Lynch).

Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 23mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 23mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de 8mds€ pour les financières et 12mds€ pour les dettes corporate.

Au 29 mai, l'encours du fonds est de 95M€. La structure du portefeuille est inchangée. La marge estimée contre Euribor 3M est de 58bps. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,6 années. Le portefeuille est investi à 59% en dettes senior, 28% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond".

Juin 2015

Juin se caractérise par un contexte de très forte volatilité des Taux avec une brutale remontée des Taux, passés de 0,48% à 1,04% en une semaine sur le 10 ans allemand avant de revenir à 0,76% fin juin. La courbe des taux d'Etats allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 28bps sur le 10 ans et de 8bps sur le 5 ans à 0,76% et 0,08% respectivement et une stabilité sur le 2 ans à -0,22%. La liquidité tous segments confondus est de plus en plus faible à l'approche de la fin de semestre et en raison du peu de désir des investisseurs de s'engager du fait des incertitudes entourant les négociations sur la Grèce. Le dossier grec accentua par conséquent la volatilité, au gré des rumeurs d'accord, puis démenties. Le Premier Ministre grec a finalement décidé de faire appel au vote des citoyens par référendum sur l'intérêt d'accepter ou non les propositions des créanciers.

Le crédit se déprécie fortement sur le mois. La marge contre Etat s'écarte de 22bps et pour le crédit financier senior à 100bps et de 18bps pour le crédit non financier à 112bps (indices Merrill Lynch).

Le marché primaire est beaucoup moins actif en raison de la forte volatilité incitant certains émetteurs à reporter leurs émissions et totalise (hors Covered Bonds) 16mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 8mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -6mds€ pour les financières et -11mds€ pour les dettes corporate.

Au 30 juin, l'encours du fonds est de 94M€. La marge estimée contre Euribor 3M passe de 58 à 77bps. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,5 années. La structure du portefeuille est inchangée. Le portefeuille est investi à 62% en dettes senior, 28% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond".

Juillet 2015

Volatilité et nervosité caractérisent le mois de juillet. Entre les incertitudes autour du dossier grec malgré l'accord de principe entre la Grèce et ses créanciers et le vote des premières réformes par le Parlement grec, la chute des cours du baril de pétrole et la forte baisse des indices actions chinois, les taux restent sur une tendance baissière, en particulier pour les maturités longues. La courbe des taux d'Etats allemands s'aplatit durant le mois, avec une baisse des rendements de 12bps sur le 10 ans et de 3bps sur le 5 ans à 0,64% et 0,05% respectivement et une stabilité sur le 2 ans à -0,23%. La crise grecque engendre un écartement des spreads de crédit sur la première quinzaine de juillet. Néanmoins, les marchés inversent la tendance au fur et à mesure que les négociations avancent et que le spectre d'un "Grexit" s'éloigne, avec un resserrement de spread plus important que l'écartement initial. Le crédit s'apprécie sur le mois. La marge contre Etat se resserre de 7bps pour le crédit financier senior à 97bps et de 4bps pour le crédit non financier à 109bps (indices Merrill Lynch). L'accalmie sur le front grec durant la seconde quinzaine de juillet permet un retour des émissions primaires. Cependant, les conditions de marchés ne sont pas complètement normalisées, contraignant les émetteurs à consentir des primes élevées ou à ajuster leurs projets à l'appétit des investisseurs. Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 14mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 8mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -12mds€ pour les financières et -3mds€ pour les dettes corporate.

Au 31 juillet, l'encours du fonds est de 91M€. La marge estimée contre Euribor 3M passe de 77 à 70bps. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,5 années. La structure du portefeuille est inchangée. Le portefeuille est investi à 61% en dettes senior, 29% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond".

Août 2015

A l'instar du mois de juillet, août est plus agité que de coutume, impacté par les inquiétudes concernant la Chine et les perspectives de croissance qui l'emportent sur la résolution du cas grec. Malgré une forte volatilité sur les marchés actions, devises et matières premières, les taux de référence connaissent des mouvements de moindre amplitude comparativement aux autres classes d'actifs et terminent le mois en hausse, dans un contexte moins anxiogène. La courbe des taux d'Etats allemands se pentifie durant le mois, avec une hausse des rendements de 16bps sur le 10 ans et de 8bps sur le 5 ans à 0,80% et 0,13% respectivement et de 3bps pour le 2 ans à -0,20%. Après avoir été fortement sous pression durant le mois d'août, les spreads des souverains périphériques se resserrent fortement fin août mais sans revenir sur leurs niveaux de début de mois. Comme prévu, l'activité du marché primaire est négligeable sur le

mois. La faiblesse des volumes est liée principalement à la période estivale. Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 6mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 5mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -12mds€ pour les financières et -3mds€ pour les dettes corporate.

Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint 175mds€ en brut / -27mds€ en net pour les dettes financières et 168mds€ en brut / 75mds€ en net pour les dettes corporate.

Le crédit financier est stable alors que le crédit non-financier se déprécie sur le mois. La marge contre Etat est stable à 98bps pour le crédit financier Senior tandis qu'elle s'écarte de 6bps pour le crédit non-financier à 116bps (indices Merrill Lynch).

L'encours du fonds reste stable en août proche de 90M€. La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M augmente légèrement de 70 à 74bps reflétant les tensions sur le marché du crédit. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,5 années. La structure du portefeuille reste inchangée. Le portefeuille est investi à 61% en dettes senior, 29% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond".

Septembre 2015

Après un été agité, septembre a aussi connu son lot d'instabilité qui est venu ébranler la confiance des investisseurs. Aux craintes sur les émergents se sont ajoutées des craintes plus globales sur la croissance mondiale, révisée à la baisse. Face au statu quo de la Fed, les taux souverains, quasi-stables depuis le début du mois, réagissent violemment à la baisse et terminent le mois au plus bas. La courbe des taux d'Etats allemands s'aplatit durant le mois, avec une baisse des rendements de 21bps sur le 10 ans et de 14bps sur le 5 ans à 0,59% et -0,01% respectivement et de 5bps pour le 2 ans à -0,25%.

Côté périphérique, le risque séparatiste en Espagne s'est traduit par un écartement de spread du 10 ans espagnol jusqu'aux élections régionales anticipées en Catalogne. Alors que les résultats des élections en Catalogne pouvaient engendrer davantage de pression sur la dette espagnole, le spread du 10 ans espagnol se resserre et revient sur son niveau de début de mois. Par ailleurs, le Portugal voit sa notation relevée d'un cran par S&P, de BB à BB+ avec une perspective stable.

Le crédit se déprécie fortement sur le mois. Les multiples risques idiosyncratiques (VW, Glencore, Abengoa...) pèsent sur le crédit, le tout dans un contexte de liquidité assez limitée.

La marge contre Etat s'écarte de 13bps pour le crédit financier Senior à 112bps et de 28bps pour le crédit non-financier à 145bps (indices Merrill Lynch).

Le marché primaire est très dynamique sur la première quinzaine et ralentit à partir de la seconde en raison de conditions de marché particulières. La qualité des émetteurs reste élevée et le durcissement du marché contraint les émetteurs à consentir des primes significatives.

Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 27mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 27mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -4mds€ pour les financières et + 16mds€ pour les dettes corporate.

La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M augmente fortement de 74 à 96bps reflétant les tensions sur le marché du crédit. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,6 années. La structure du portefeuille reste inchangée. Le portefeuille est investi à 62% en dettes senior, 29% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 8% sous format "covered bond". La performance du fonds a été pénalisée par la forte dépréciation du crédit.

Octobre 2015

Il semble bien qu'une digue a cédé, ou plus exactement un plancher, sous les coups répétés des publications de taux d'inflation négatifs, ou du moins décevants. Ce plancher, c'est celui que Mario Draghi avait désigné lors de la conférence de presse qu'il avait animée en septembre 2014 à l'occasion de la dernière baisse de taux directeurs pratiquée par la BCE. Rappelons que les baisses décidées pour le taux refi à 0,05% et pour le taux marginal de dépôt à -0,20% avaient été déclarées comme étant les dernières... jusqu'à la conférence du 22 octobre dernier. Ce jour-là, Le ton particulièrement « dovish » adopté, et surtout l'annonce que toutes les possibilités sont examinées « sans tabou » pour favoriser le retour de l'inflation, ont été lus par le marché comme un signal de nouvelle baisse possible des taux directeurs. La courbe des taux d'Etats allemands s'aplatit très légèrement sur le mois, avec une baisse des rendements de 7bps sur le 10 ans et sur les 5 ans à 0,52% et -0,08% respectivement et de 6bps pour le 2 ans à -0,31%.

En très net contraste avec septembre, le marché du crédit réalise en octobre, une performance solide liée à l'amélioration du sentiment des investisseurs, la baisse du risque idiosyncratique et la perspective d'un stimulus supplémentaire de la BCE. Le crédit non-financier s'apprécie fortement sur le mois. La marge contre Etat s'écarte de 14bps pour le crédit non-financier à 131bps (indices Merrill Lynch). Fortement impacté depuis mi-septembre, le

marché primaire ré-ouvre progressivement et retrouve des conditions plus normales (volumes en hausse, carnets d'ordres élevés et moindre impact sur le marché secondaire). En outre, Daimler ré-ouvre le marché pour les constructeurs automobiles européens, fermé depuis plusieurs semaines suite au scandale Volkswagen.

Le marché primaire totalise 14mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de +8mds€ pour les dettes corporate. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint 209mds€ en brut / 100mds€ en net pour les dettes corporate.

La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M baisse de 96 à 85bps reflétant à portefeuille inchangée, l'appréciation du crédit. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La durée crédit correspondante est de 2,7 années. La structure du portefeuille reste inchangée. Le portefeuille est investi à 62% en dettes senior, 30% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 6% sous format « covered bond ».

Novembre 2015

Prudence caractérise novembre. Après des performances solides en octobre, le crédit poursuit son appréciation mais de manière plus modérée, sur fond d'anticipation de stimulus supplémentaire de la BCE. Malgré le doute qui subsiste encore sur les leviers utilisés (baisse du taux de dépôt, augmentation / durée/ composition du QE), la confiance quant à la capacité de la BCE à délivrer s'est traduite par un mouvement de détente des rendements européens.

Au cours de la période, les taux euribor ont poursuivi et accéléré leur glissement, de sorte que le 6 mois, mais également le 9 mois à partir du 27 novembre, sont devenus négatifs. La courbe des taux d'Etats obligataires allemands se pentifie sur le mois, avec une baisse des rendements de 4bps sur le 10 ans à 0,47% et de 10bps sur le 5 ans et sur le 2 ans à -0,18% et -0,41% respectivement. Le mouvement de détente des rendements est bien plus marqué pour les souverains périphériques qui semblent bénéficier davantage des anticipations d'action de la BCE. Par ailleurs, la disparition de l'instabilité politique au Portugal - formation d'un nouveau gouvernement et les engagements du futur premier ministre concernant le respect des règles budgétaires fixées par l'UE, renforce le mouvement de resserrement de spread, en baisse de 17bps sur le mois (maturité 10 ans).

Le crédit non-financier s'apprécie sur le mois. La marge contre Etat se resserre de 2bps pour le crédit non-financier à 131bps (indices Merrill Lynch).

Après un mois d'octobre assez timide, la fin de la période de publication engendre un regain de dynamisme du marché primaire (volumes en hausse, carnets d'ordre élevés). Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé sur novembre 22mds€ d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -5mds€. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint 244mds€ en brut et -38mds€ en net.

La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M continue de baisser passant de 85 à 81bps reflétant, à structure inchangée, l'appréciation du crédit. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La durée crédit correspondante est de 2,7 années. La structure du portefeuille évolue à la marge. Le portefeuille est investi à 61% en dettes senior, 33% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 6% sous format « covered bond ».

Décembre 2015

En décembre, les banques centrales ont focalisé l'attention des investisseurs. Les mesures annoncées par la BCE en début de mois déçoivent les marchés, avec une baisse de 10bps du taux de sa facilité de dépôt (vs 20bps attendus) et un allongement de 6 mois de son plan d'achats d'actifs, porté à 1 500mds€ au total. Le marché attendait davantage, avec notamment une augmentation du rythme mensuel d'achats, potentiellement porté à 70 ou 80mds€ (contre 60mds€ actuellement). La déception s'est traduite par un mouvement excessif de tension sur les taux allemands. La courbe des taux d'Etats allemands se pentifie sur le mois dans un mouvement de "bear steepening", avec une hausse des rendements de 16bps sur le 10 ans et de 14bps sur le 5 ans à 0,63% et -0,04% respectivement, et de 7bps sur le 2 ans à -0,34%. Cette tension s'est accompagnée d'un écartement de spread pour les souverains périphériques. Le mouvement est davantage marqué pour l'Espagne suite à l'absence de majorité à l'issue des élections espagnoles de mi-décembre avec un spread en hausse de 10bps sur le mois (maturité 10 ans). En milieu de mois, la Fed relève ses taux directeurs, pour la première fois depuis 2006, de 25bps (Fed Funds 0,25-0,50%) et précise que le resserrement à venir sera "progressif" en fonction de l'évolution de l'inflation mais pas nécessairement linéaire et mécanique.

A cela s'ajoutent des craintes macroéconomiques (Chine, Brésil), sectorielles (pétrole/commodities) et risques idiosyncratiques (Abengoa).

Pour conclure une année volatile et un mois compliqué, la Banque du Portugal a décidé de transférer des dettes Senior institutionnelles de Novo Banco vers la "Bad bank" BES, créant un cas de "bail-in" sur de la dette Senior, ce qui a entraîné une perte de 80% sur ces titres. Elle crée ainsi un précédent en ne plaçant pas sur un pied d'égalité tous les créanciers Senior. Nous ne détenons pas de dettes Novo Banco.

Par ailleurs, la France opte, pour la mise en œuvre dans le droit national du "bail-in", pour la création d'une nouvelle classe de dette Senior bancaire "Tier 3" permettant d'absorber les pertes en liquidation après les titres subordonnés et avant les dettes Senior existantes. Les prospectus de ces nouveaux titres devront explicitement mentionner leur rattachement à ce rang dans la hiérarchie des créanciers. A contrario de l'Allemagne, l'approche française repose donc

sur les émissions nouvelles et sur un principe d'option. Les dettes Senior existantes ne sont donc pas rétrogradées dans la hiérarchie.

Le crédit se déprécie sur le mois dans un contexte de forte volatilité et de liquidité réduite. La marge contre Etat s'écarte de 1bp pour le crédit financier Senior à 97bps et de 4bps pour le crédit non-financier à 136bps (indices Merrill Lynch).

Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 9mds€ d'émissions brutes de dettes financières et 2mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -33mds€ pour les financières et -0,4mds€ pour les dettes corporate. En 2015, le volume d'émissions atteint 258mds€ en brut / -65mds€ en net pour les dettes financières et 238mds€ en brut / 120mds€ en net pour les dettes corporate.

La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M est quasi stable à 82bps reflétant à structure inchangée, une stabilité du crédit. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,6 années. La structure du portefeuille évolue à la marge. Le portefeuille est investi à 61% en dettes senior, 30% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 6% sous format « covered bond ».

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Information relative aux mouvements du portefeuille sur la période :

À l'achat :

Isin	Libellé	Montant Net €
FR0011291657	FCP Obj.court Terme Euro C-3d	22 208 410,78
XS1246144650	Intesa Sanp.tv Emtn 15-15jn20t	2 296 596,00
XS0550466469	Credit Ag. 3,9%(emtn)10-19ap21a	1 780 222,60
XS1242968979	Nordea Bk Tv (emtn) 15-05jn20t	1 494 298,38
XS1174814415	Ald Intl 3/4%emtn 15-26ja18a	1 397 102,00

À la vente :

Isin	Libellé	Montant Net €
FR0011291657	FCP Obj.court Terme Euro C-3d	26 475 792,25
XS0717735400	Lloyds Bk 117/8% Emtn 11-16de21a	2 433 047,95
XS0615801742	Mediobanca 45/8% Emtn 11-11oc16a	2 171 565,75
XS0996758701	Nordea Bank Tv Emtn 13-25no16t	2 004 836,89
XS0250338844	Ing Groep Nv Tv(s6) 06-11ap16t	2 001 517,89

4. INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

• PROCEDURE DE SELECTION ET D'EVALUATION DES INTERMEDIAIRES ET CONTREPARTIES

Les intermédiaires utilisés par la société de gestion sont sélectionnés sur la base de différents critères d'évaluation, parmi lesquels figurent la recherche, la qualité d'exécution et de dépouillement des ordres, l'offre de services. Le "Comité Broker" de la société de gestion valide toute mise à jour dans la liste des intermédiaires habilités. Chaque pôle de gestion (taux et actions) rend compte au minimum deux fois par an au Comité Broker de l'évaluation de la prestation de ces différents intermédiaires et de la répartition des volumes d'opérations traités.

• EXERCICE DES DROITS DE VOTE

L'exercice des droits de vote attachés à la qualité d'actionnaire est assuré librement, en toute indépendance. À réception des informations et documents des émetteurs, de leur mandataire ou du dépositaire, le gestionnaire donne pouvoir au président de la société, utilise le vote par correspondance ou participe aux assemblées, selon la position qu'il a adoptée en considération de l'intérêt des porteurs. Conformément à l'article 322-76 du Règlement Général de l'AMF, Lazard Frères Gestion établit un rapport dans les 4 mois suivant l'arrêté annuel de ses comptes des conditions dans lesquelles elle a exercé ses droits de vote. Ce rapport peut être consulté au siège sur simple demande.

• COMMUNICATION DES CRITERES ENVIRONNEMENTAUX, SOCIAUX ET DE QUALITE DE GOUVERNANCE (ESG)

La prise en considération de critères extra-financiers est au cœur de notre philosophie d'investissement actions ISR (Investissement Socialement Responsable). La philosophie même de notre gestion ISR repose sur une conviction forte : la performance économique de l'entreprise n'est durable que s'il y a prise en compte de certains facteurs extra-financiers. La valorisation du "capital humain" et la prévention de l'ensemble des risques environnementaux sont une assurance de la pérennité de la performance économique.

La qualité de la gouvernance d'entreprise est analysée pour toutes les sociétés dont les actions sont détenues par des OPC gérés par Lazard Frères Gestion, même s'il ne s'agit pas de portefeuilles développant spécifiquement une gestion ISR. Dans ce cadre, le Fond Commun de Placement OBJECTIF VARIABLE FI géré par Lazard Frères Gestion prend en compte les critères de qualité de gouvernance, sans que ceux-ci ne soient nécessairement associés simultanément à des critères sociaux ou environnementaux.

L'information concernant les critères ESG est consultable sur le site internet : www.lazardfreresgestion.fr

• METHODE DE CALCUL DU RISQUE GLOBAL

L'OPC utilise la méthode du calcul de l'engagement pour calculer le risque global de l'OPC sur les contrats financiers.

• AUTRES INFORMATIONS

Le prospectus complet du FCP et les derniers documents annuels et périodiques sont adressés dans un délai d'une semaine sur simple demande écrite du porteur auprès de :

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

www.lazardfreresgestion.fr

OBJECTIF VARIABLE FI.

Fonds Commun de Placement

Société de Gestion : Lazard Frères Gestion SAS

25, rue de Courcelles
75008 Paris

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES SUR LES COMPTES ANNUELS

Exercice clos le 31 décembre 2015

En exécution de la mission qui nous a été confiée par la société de gestion, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2015, sur :

- le contrôle des comptes annuels du Fonds Commun de Placement OBJECTIF VARIABLE FI. établis en euros, tels qu'ils sont joints au présent rapport,
- la justification de nos appréciations,
- les vérifications et informations spécifiques prévues par la loi.

Les comptes annuels ont été arrêtés par la société de gestion. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

1. OPINION SUR LES COMPTES ANNUELS

Nous avons effectué notre audit selon les normes d'exercice professionnel applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à vérifier, par sondages ou au moyen d'autres méthodes de sélection, les éléments justifiant des montants et informations figurant dans les comptes annuels. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis, les estimations significatives retenues et la présentation d'ensemble des comptes. Nous estimons que les éléments que nous avons collectés sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Nous certifions que les comptes annuels sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de l'OPC à la fin de cet exercice.

OBJECTIF VARIABLE FI.

2. JUSTIFICATION DES APPRECIATIONS

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous vous informons que les appréciations auxquelles nous avons procédé ont notamment porté sur le respect des principes et méthodes comptables applicables aux OPC.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes annuels, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion exprimée dans la première partie de ce rapport.

3. VERIFICATIONS ET INFORMATIONS SPECIFIQUES

Nous avons également procédé, conformément aux normes d'exercice professionnel applicables en France, aux vérifications spécifiques prévues par la loi.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la sincérité et la concordance avec les comptes annuels des informations données dans le rapport de gestion de la société de gestion et dans les documents adressés aux porteurs de parts sur la situation financière et les comptes annuels.

Neuilly-sur-Seine, le 12 avril 2016

Le Commissaire aux Comptes

Deloitte & Associés



Olivier GALIENNE

6. COMPTES ANNUELS

• BILAN en EUR

ACTIF

	31/12/2015	31/12/2014
Immobilisations nettes		
Dépôts		
Instruments financiers	77 097 355,97	89 242 262,61
Actions et valeurs assimilées		
Négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Obligations et valeurs assimilées	75 935 995,40	83 837 854,12
Négociées sur un marché réglementé ou assimilé	75 935 995,40	83 837 854,12
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Titres de créances	701 622,70	700 502,01
Négociés sur un marché réglementé ou assimilé	701 622,70	700 502,01
Titres de créances négociables	701 622,70	700 502,01
Autres titres de créances		
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé		
Organismes de placement collectif	449 052,87	4 493 886,48
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays	449 052,87	
Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'UE		
Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations cotés		
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations non cotés		
Autres organismes non européens		
Opérations temporaires sur titres		
Créances représentatives de titres reçus en pension		
Créances représentatives de titres prêtés		
Titres empruntés		
Titres donnés en pension		
Autres opérations temporaires		
Instruments financiers à terme	10 685,00	210 020,00
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	10 685,00	210 020,00
Autres opérations		
Autres instruments financiers		
Créances	11 967,48	553,92
Opérations de change à terme de devises		
Autres	11 967,48	553,92
Comptes financiers	1 662 235,70	
Liquidités	1 662 235,70	
Total de l'actif	78 771 559,15	89 242 816,53

PASSIF

	31/12/2015	31/12/2014
Capitaux propres		
Capital	77 715 890,41	86 228 730,72
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)		
Report à nouveau (a)		
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a, b)	-340 936,42	-407 036,49
Résultat de l'exercice (a, b)	1 285 533,18	1 618 561,49
Total des capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)	78 660 487,17	87 440 255,72
Instruments financiers	10 685,00	210 020,00
Opérations de cession sur instruments financiers		
Opérations temporaires sur titres		
Dettes représentatives de titres donnés en pension		
Dettes représentatives de titres empruntés		
Autres opérations temporaires		
Instruments financiers à terme	10 685,00	210 020,00
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	10 685,00	210 020,00
Autres opérations		
Dettes	100 386,98	228 042,81
Opérations de change à terme de devises		
Autres	100 386,98	228 042,81
Comptes financiers		1 364 498,00
Concours bancaires courants		1 364 498,00
Emprunts		
Total du passif	78 771 559,15	89 242 816,53

(a) Y compris comptes de régularisation

(b) Diminués des acomptes versés au titre de l'exercice

- **HORS BILAN en EUR**

	31/12/2015	31/12/2014
Opérations de couverture		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Contrats futures		
Vente 130 euroschatz 03/15		14 442 350,00
Vente 226 Medterme 03/15		29 443 280,00
XEUR FGBM BOBL H6	22 475 240,00	
XEUR FGBS SCHATZ H6	9 478 350,00	
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		
Autres opérations		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		

• **COMPTE DE RÉSULTAT en EUR**

	31/12/2015	31/12/2014
Produits sur opérations financières		
Produits sur dépôts et sur comptes financiers		
Produits sur actions et valeurs assimilées	5 433,74	
Produits sur obligations et valeurs assimilées	1 706 424,40	2 116 332,83
Produits sur titres de créances	-62,42	1 120,27
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Produits sur instruments financiers à terme		
Autres produits financiers		
Total (1)	1 711 795,72	2 117 453,10
Charges sur opérations financières		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Charges sur instruments financiers à terme		
Charges sur dettes financières		
Autres charges financières		
Total (2)		
Résultat sur opérations financières (1 - 2)	1 711 795,72	2 117 453,10
Autres produits (3)		
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	272 732,38	444 171,77
Résultat net de l'exercice (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	1 439 063,34	1 673 281,33
Régularisation des revenus de l'exercice (5)	-153 530,16	-54 719,84
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)		
Résultat (1 - 2 + 3 - 4 + 5 + 6)	1 285 533,18	1 618 561,49

REGLES ET METHODES COMPTABLES

Les comptes annuels sont présentés sous la forme prévue par le Règlement ANC 2014-01 abrogeant le Règlement CRC 2003-02 modifié.

Les principes généraux de la comptabilité s'appliquent :

- image fidèle, comparabilité, continuité de l'activité,
- régularité, sincérité,
- prudence,
- permanence des méthodes d'un exercice à l'autre.

Le mode de comptabilisation retenu pour l'enregistrement des produits des titres à revenu fixe est celui des intérêts encaissés.

Les entrées et les cessions de titres sont comptabilisées frais exclus.
La devise de référence de la comptabilité du portefeuille est en EURO.
La durée de l'exercice est de 12 mois.

Règles d'évaluation des actifs

Les instruments financiers sont enregistrés en comptabilité selon la méthode des coûts historiques et inscrits au bilan à leur valeur actuelle qui est déterminée par la dernière valeur de marché connue ou à défaut d'existence de marché par tous moyens externes ou par recours à des modèles financiers.

Les différences entre les valeurs actuelles utilisées lors du calcul de la valeur liquidative et les coûts historiques des valeurs mobilières à leur entrée en portefeuille sont enregistrées dans des comptes « différences d'estimation ».

Les valeurs qui ne sont pas dans la devise du portefeuille sont évaluées conformément au principe énoncé ci-dessous, puis converties dans la devise du portefeuille suivant le cours des devises au jour de l'évaluation.

Dépôts :

Les dépôts d'une durée de vie résiduelle inférieure ou égale à 3 mois sont valorisés selon la méthode linéaire.

Actions, obligations et autres valeurs négociées sur un marché réglementé ou assimilé :

Pour le calcul de la valeur liquidative, les actions et autres valeurs négociées sur un marché réglementé ou assimilé sont évaluées sur la base du dernier cours de bourse du jour.

Les obligations et valeurs assimilées sont évaluées au cours de clôture communiqués par différents prestataires de services financiers. Les intérêts courus des obligations et valeurs assimilées sont calculés jusqu'à la date de la valeur liquidative.

Actions, obligations et autres valeurs non négociées sur un marché réglementé ou assimilé :

Les valeurs non négociées sur un marché réglementé sont évaluées sous la responsabilité de la société de gestion en utilisant des méthodes fondées sur la valeur patrimoniale et le rendement, en prenant en considération les prix retenus lors de transactions significatives récentes.

Titres de créances négociables :

Les Titres de Créances Négociables et assimilés qui ne font pas l'objet de transactions significatives sont évalués de façon actuarielle sur la base d'un taux de référence défini ci-dessous, majoré le cas échéant d'un écart représentatif des caractéristiques intrinsèques de l'émetteur :

TCN dont l'échéance est inférieure ou égale à 1 an : Taux interbancaire offert en euros (Euribor) ;

TCN dont l'échéance est supérieure à 1 an : Taux des Bons du Trésor à intérêts Annuels Normalisés (BTAN) ou taux de l'OAT (Obligations Assimilables du Trésor) de maturité proche pour les durées les plus longues.

Les Titres de Créances Négociables d'une durée de vie résiduelle inférieure ou égale à 3 mois pourront être évalués selon la méthode linéaire.

Les Bons du Trésor sont valorisés au taux du marché communiqué quotidiennement par la Banque de France.

OPC détenus :

Les parts ou actions d'OPC seront valorisées à la dernière valeur liquidative connue.

Opérations temporaires sur titres :

Les titres reçus en pension sont inscrits à l'actif dans la rubrique « créances représentatives des titres reçus en pension » pour le montant prévu dans le contrat, majoré des intérêts courus à recevoir.

Les titres donnés en pension sont inscrits en portefeuille acheteur pour leur valeur actuelle. La dette représentative des titres donnés en pension est inscrite en portefeuille vendeur à la valeur fixée au contrat majorée des intérêts courus à payer.

Les titres prêtés sont valorisés à leur valeur actuelle et sont inscrits à l'actif dans la rubrique « créances représentatives de titres prêtés » à la valeur actuelle majorée des intérêts courus à recevoir.

Les titres empruntés sont inscrits à l'actif dans la rubrique « titres empruntés » pour le montant prévu dans le contrat, et au passif dans la rubrique « dettes représentatives de titres empruntés » pour le montant prévu dans le contrat majoré des intérêts courus à payer.

Instruments financiers à terme :

Instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé ou assimilé :

Les instruments financiers à terme négociés sur les marchés réglementés sont valorisés au cours de compensation du jour.

Instruments financiers à terme non négociés sur un marché réglementé ou assimilé :

Les swaps :

Les contrats d'échange de taux d'intérêt et/ou de devises sont valorisés à leur valeur de marché en fonction du prix calculé par actualisation des flux d'intérêts futurs aux taux d'intérêts et/ou de devises de marché. Ce prix est corrigé du risque de signature.

Les swaps d'indice sont évalués de façon actuarielle sur la base d'un taux de référence fourni par la contrepartie.

Les autres swaps sont évalués à leur valeur de marché ou à une valeur estimée selon les modalités arrêtées par la société de gestion.

Engagements Hors Bilan :

Les contrats à terme ferme sont portés pour leur valeur de marché en engagements hors bilan au cours utilisé dans le portefeuille.

Les opérations à terme conditionnelles sont traduites en équivalent sous-jacent.

Les engagements sur contrats d'échange sont présentés à leur valeur nominale, ou en l'absence de valeur nominale pour un montant équivalent.

Frais de gestion

Les frais de gestion sont calculés à chaque valorisation sur l'actif net.

Ces frais sont imputés au compte de résultat de l'OPC.

Les frais de gestion sont intégralement versés à la société de gestion qui prend en charge l'ensemble des frais de fonctionnement des OPC.

Les frais de gestion n'incluent pas les frais de transaction.
Le taux appliqué sur la base de l'actif net hors OPCVM est de 0,25% TTC.

Les frais de gestion variables sont calculés selon la méthode suivante :
-20% de la surperformance au-delà de l'Euribor 3 mois. Le plafond annuel des frais de gestion (partie fixe + partie variable) est fixé à 0,45%.

Affectation des sommes distribuables

Définition des sommes distribuables :

Les sommes distribuables sont constituées par :

Le résultat :

Le résultat net de l'exercice est égal au montant des intérêts, arrérages, primes et lots, dividendes, jetons de présence et tous autres produits relatifs aux titres constituant le portefeuille, majorés du produit des sommes momentanément disponibles et diminué du montant des frais de gestion et de la charge des emprunts.
Il est augmenté du report à nouveau et majoré ou diminué du solde du compte de régularisation des revenus.

Les Plus et Moins-values :

Les plus-values réalisées, nettes de frais, diminuées des moins-values réalisées, nettes de frais, constatées au cours de l'exercice, augmentées des plus-values nettes de même nature constatées au cours d'exercices antérieurs n'ayant pas fait l'objet d'une distribution ou d'une capitalisation et diminuées ou augmentées du solde du compte de régularisation des plus-values.

Modalités d'affectation des sommes distribuables :

Sommes Distribuables	Parts C
Affectation du résultat net	Capitalisation
Affectation des plus ou moins-values nettes réalisées	Capitalisation

• **EVOLUTION DE L'ACTIF NET en EUR**

	31/12/2015	31/12/2014
Actif net en début d'exercice	87 440 255,72	87 852 675,24
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'OPC)	26 928 006,29	33 373 876,49
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-35 893 597,27	-35 119 811,24
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	513 978,04	960 018,91
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-272 975,30	-137 880,71
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	416 970,00	3 250,00
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-1 002 855,00	-1 261 540,00
Frais de transactions	-10 583,39	-12 610,91
Différences de change		
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-1 097 110,26	662 146,61
Différence d'estimation exercice N	1 946 982,21	3 044 092,47
Différence d'estimation exercice N-1	-3 044 092,47	-2 381 945,86
Variations de la différence d'estimation des instruments financiers à terme	199 335,00	-553 150,00
Différence d'estimation exercice N	-10 685,00	-210 020,00
Différence d'estimation exercice N-1	210 020,00	-343 130,00
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes		
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat		
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	1 439 063,34	1 673 281,33
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes		
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat		
Autres éléments		
Actif net en fin d'exercice	78 660 487,17	87 440 255,72

• **VENTILATION PAR NATURE JURIDIQUE OU ECONOMIQUE DES INSTRUMENTS FINANCIERS**

	Montant	%
Actif		
Obligations et valeurs assimilées		
Obligations à taux fixe négociées sur un marché réglementé ou assimilé	50 180 962,88	63,79
Obligations à taux. VAR / REV négociées sur un marché réglementé ou assimilé	25 755 032,52	32,74
TOTAL Obligations et valeurs assimilées	75 935 995,40	96,54
Titres de créances		
Bons du Trésor	701 622,70	0,89
TOTAL Titres de créances	701 622,70	0,89
Passif		
Opérations de cession sur instruments financiers		
TOTAL Opérations de cession sur instruments financiers		
Hors-bilan		
Opérations de couverture		
Taux	31 953 590,00	40,62
TOTAL Opérations de couverture	31 953 590,00	40,62
Autres opérations		
TOTAL Autres opérations		

• **VENTILATION PAR NATURE DE TAUX DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN**

	Taux fixe	%	Taux variable	%	Taux révisable	%	Autres	%
Actif								
Dépôts								
Obligations et valeurs assimilées	50 180 962,88	63,79			25 755 032,52	32,74		
Titres de créances	701 622,70	0,89						
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers							1 662 235,70	2,11
Passif								
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers								
Hors-bilan								
Opérations de couverture	31 953 590,00	40,62						
Autres opérations								

• **VENTILATION PAR MATURITE RESIDUELLE DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN**

	< 3 mois	%]3 mois - 1 an]	%]1 - 3 ans]	%]3 - 5 ans]	%	> 5 ans	%
Actif										
Dépôts										
Obligations et valeurs assimilées	4 978 787,21	6,33	6 065 072,44	7,71	26 399 912,78	33,56	22 505 319,74	28,61	15 986 903,23	20,32
Titres de créances			701 622,70	0,89						
Opérations temporaires sur titres										
Comptes financiers	1 662 235,70	2,11								
Passif										
Opérations temporaires sur titres										
Comptes financiers										
Hors-bilan										
Opérations de couverture					9 478 350,00	12,05	22 475 240,00	28,57		
Autres opérations										

Les positions à terme de taux sont présentées en fonction de l'échéance du sous-jacent.

• **VENTILATION PAR DEVISE DE COTATION OU D'EVALUATION DES POSTES D'ACTIF, DE PASSIF ET DE HORS-BILAN**

							Autres devises	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Actif								
Dépôts								
Actions et valeurs assimilées								
Obligations et valeurs assimilées								
Titres de créances								
OPC								
Opérations temporaires sur titres								
Créances								
Comptes financiers								
Passif								
Opérations de cession sur instruments financiers								
Opérations temporaires sur titres								
Dettes								
Comptes financiers								
Hors-bilan								
Opérations de couverture								
Autres opérations								

- **CRÉANCES ET DETTES : VENTILATION PAR NATURE**

	Nature de débit/crédit	31/12/2015
Créances	Souscriptions à recevoir	11 332,98
	Coupons et dividendes en espèces	634,50
Total des créances		11 967,48
Dettes	Rachats à payer	10 072,32
	Frais de gestion	32 625,08
	Frais de gestion variable	57 689,58
Total des dettes		100 386,98

- **NOMBRE DE TITRES ÉMIS OU RACHETÉS**

	En parts	En montant
Parts souscrites durant l'exercice	21 389,200	26 928 006,29
Parts rachetées durant l'exercice	-28 547,857	-35 893 597,27
Solde net des souscriptions/rachats	-7 158,657	-8 965 590,98

- **COMMISSIONS DE SOUSCRIPTION ET/OU RACHAT**

	En montant
Total des commissions acquises	
Commissions de souscription acquises	
Commissions de rachat acquises	

- **FRAIS DE GESTION**

	31/12/2015
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	215 042,80
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,24
Frais de gestion variables	57 689,58
Rétrocessions des frais de gestion	

- **ENGAGEMENTS RECUS ET DONNÉS**

Garanties reçues par l'OPC

Néant.

Autres engagements reçus et/ou donnés

Néant.

- **VALEUR ACTUELLE DES TITRES FAISANT L'OBJET D'UNE ACQUISITION TEMPORAIRE**

	31/12/2015
Titres pris en pension livrée	
Titres empruntés	

- **VALEUR ACTUELLE DES TITRES CONSTITUTIFS DE DÉPOTS DE GARANTIE**

	31/12/2015
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	701 622,70
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	

- **INSTRUMENTS FINANCIERS DU GROUPE DÉTENUS EN PORTEFEUILLE**

	Code Isin	Libellés	31/12/2015
Actions			
Obligations			
TCN			
OPC			449 052,87
Instruments financiers à terme	FR0011291657	OBJECTIF CT TERME EURO C	449 052,87

• **TABLEAU D'AFFECTION DE LA QUOTE-PART DES SOMMES DISTRIBUABLES AFFÉRENTE AU RÉSULTAT**

	31/12/2015	31/12/2014
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau		
Résultat	I 285 533,18	I 618 561,49
Total	I 285 533,18	I 618 561,49
Affectation		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	I 285 533,18	I 618 561,49
Total	I 285 533,18	I 618 561,49

• **TABLEAU D'AFFECTION DE LA QUOTE-PART DES SOMMES DISTRIBUABLES AFFÉRENTE AUX PLUS ET MOINS-VALUES NETTES**

	31/12/2015	31/12/2014
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées		
Plus et moins-values nettes de l'exercice	-340 936,42	-407 036,49
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice		
Total	-340 936,42	-407 036,49
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	-340 936,42	-407 036,49
Total	-340 936,42	-407 036,49

- **TABLEAU DES RÉSULTATS ET AUTRES ÉLÉMENTS CARACTÉRISTIQUES DE L'ENTITÉ AU COURS DES CINQ DERNIERS EXERCICES**

	30/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Actif net Global en EUR	95 648 825,92	64 056 955,30	87 852 675,24	87 440 255,72	78 660 487,17
Actif net en EUR	95 648 825,92	64 056 955,30	87 852 675,24	87 440 255,72	78 660 487,17
Nombre de titres	90 517,000	54 061,000	70 992,000	69 625,000	62 466,343
Valeur liquidative unitaire en EUR	1 056,69	1 184,90	1 237,50	1 255,87	1 259,24
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR			-37,83	-5,85	-5,45
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	20,83	20,65	-18,72	23,24	20,57

• **INVENTAIRE en EUR**

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
Obligations et valeurs assimilées				
Obligations et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé				
ALLEMAGNE				
COMMERBANK AG 3.625% 07/17	EUR	1 300 000	1 389 477,47	1,77
TOTAL ALLEMAGNE			1 389 477,47	1,77
AUTRICHE				
BACA 2 5/8 01/30/18	EUR	400 000	423 400,82	0,54
ERSTE GROUP BANK 1.875% 13/05/2019	EUR	1 300 000	1 365 807,81	1,73
TOTAL AUTRICHE			1 789 208,63	2,27
BELGIQUE				
CCBGBB 2.25% 26/09/18	EUR	1 300 000	1 367 169,72	1,74
SOLV E3R+0.82% 01-12-17	EUR	400 000	402 062,71	0,51
TOTAL BELGIQUE			1 769 232,43	2,25
DANEMARK				
DANSKE BANK 3.875% 10/23	EUR	1 000 000	1 075 806,31	1,37
J E3R+0.35% 23-03-18 EMTN	EUR	1 300 000	1 297 789,28	1,65
N E3R+0.55% 10-09-19 EMTN	EUR	1 000 000	999 993,44	1,27
TOTAL DANEMARK			3 373 589,03	4,29
ESPAGNE				
BANCO POPULAR ESPANOL 3.5% 11/09/2017	EUR	1 000 000	1 066 322,90	1,36
BBVA SENIOR FINANCE SA 2.375% 22/01/2019	EUR	700 000	755 547,68	0,96
BBVA SENIOR FINANCE 3.75% 17/01/2018	EUR	1 800 000	1 989 840,82	2,53
CABKSM TF/TV 11/14/23	EUR	500 000	527 036,91	0,67
CABKSM 3 1/4 01/22/16	EUR	1 000 000	1 032 486,30	1,31
CAJA MADRID 3.625% 05/10/16	EUR	1 500 000	1 552 075,53	1,97
CAJA RONDA CADIZ ALMERIA 5.5% 23/03/16	EUR	700 000	738 408,08	0,94
SANTAN 0.9 02/18/20	EUR	1 300 000	1 294 780,59	1,65
SANTAN 1 3/8 03/25/17	EUR	1 200 000	1 229 081,44	1,56
STDER ISSU E3R 23/03/17 *EUR	EUR	1 700 000	1 697 626,61	2,16
TOTAL ESPAGNE			11 883 206,86	15,11
FINLANDE				
P E3R+0.28% 11-03-20 EMTN	EUR	1 000 000	990 231,81	1,26
SAMPO OYJ 4.25% 27/02/17	EUR	1 000 000	1 082 068,77	1,37
TOTAL FINLANDE			2 072 300,58	2,63
FRANCE				
ALD 0.75% 26-01-18 EMTN	EUR	1 400 000	1 411 029,89	1,80
BNP 2.875% 20/03/2026	EUR	700 000	733 256,02	0,93
BPCE 2.75% 08-07-26	EUR	1 000 000	1 028 499,73	1,31
C E3R+0.72% 30-07-19 EMTN	EUR	2 000 000	2 009 200,61	2,56
CAFP 0 03/21/18	EUR	950 000	954 864,40	1,21
CAPG E3R+0.85% 02-07-18	EUR	300 000	302 280,75	0,38
CARR B E3R+0.5% 20-03-20	EUR	600 000	594 271,75	0,76
CARREFOUR BQ TV 04/16	EUR	1 000 000	1 003 798,13	1,28
CR.AGRICOLE 5.971% 01/02/2018	EUR	1 000 000	1 166 573,10	1,48
CREDIT AGRICOLE 3.9% 2021 EMTN	EUR	1 500 000	1 719 647,21	2,20

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
DGFP E3R 04/18/16	EUR	500 000	501 107,00	0,64
LA BANQUE POSTALE 23/04/2026	EUR	600 000	624 900,07	0,79
R E3R+0.58% 16-07-18 EMTN	EUR	1 000 000	996 534,75	1,27
RCI B 0.625% 04-03-20 EMTN	EUR	1 000 000	986 302,49	1,25
S E3R+0.3% 22-03-19 EMTN	EUR	1 300 000	1 301 710,44	1,65
SOCI GENE 2.5% 16-09-26	EUR	1 000 000	994 941,97	1,26
SOCRAM 2.125% 23/02/2016	EUR	600 000	612 565,36	0,78
TOTAL FRANCE			16 941 483,67	21,55
IRLANDE				
BKIR 1.875% 05/13/2017	EUR	1 000 000	1 035 651,39	1,32
TOTAL IRLANDE			1 035 651,39	1,32
ITALIE				
BANCA POP MILANO 4% 22/01/16	EUR	1 000 000	1 039 546,99	1,32
BANCO POPOLARE SC 3.75% 28/01/2016	EUR	1 500 000	1 555 780,48	1,98
INTE E3R+1.05% 15-06-20 EMTN	EUR	2 300 000	2 314 025,02	2,94
ISPVIT 5.35 18/09/2018	EUR	400 000	447 233,22	0,57
POST VITA SPA 2.875% 30-05-19	EUR	1 000 000	1 061 131,42	1,35
SANPAOLO IMI E3R 20/02/18	EUR	888 000	875 770,96	1,11
UNICREDIT 4.875% 07/03/2017	EUR	1 000 000	1 093 991,80	1,39
UNICREDIT 5.75% 10/25	EUR	1 300 000	1 425 294,21	1,81
TOTAL ITALIE			9 812 774,10	12,47
NORVEGE				
DNBNO 3 09/26/23	EUR	300 000	315 026,61	0,40
TOTAL NORVEGE			315 026,61	0,40
PAYS-BAS				
ABN AMRO BANK NV E3R+0.8% 06-03-19 EMTN	EUR	1 500 000	1 517 016,83	1,92
ABNANV E3R 08/01/2016	EUR	1 500 000	1 505 085,33	1,91
ACHM HYP 0.875% 17-09-18 EMTN	EUR	700 000	707 545,85	0,90
ING BANK NV 3.5% 21/11/2023	EUR	833 000	885 556,70	1,13
LEAS COR 1.375% 24-09-18 EMTN	EUR	500 000	507 459,77	0,65
RABOBANK NED TV 03/19	EUR	1 000 000	1 007 212,92	1,28
VOLKSWAGEN INTL FIN 1% 10/16	EUR	500 000	501 974,95	0,64
TOTAL PAYS-BAS			6 631 852,35	8,43
ROYAUME UNI				
ABBEY NATIONAL TREASURY 2% 01/19	EUR	2 150 000	2 278 563,23	2,90
ABBEY 2.625% 16/07/2020	EUR	1 000 000	1 087 437,79	1,38
BARCLAYS BANK 6%2018 EMTN	EUR	2 000 000	2 331 462,19	2,96
CREDIT AGRICOLE LONDON 1.875% 18/10/2017	EUR	600 000	621 118,28	0,79
HSBC 3 3/8 01/10/24	EUR	1 800 000	1 950 763,81	2,48
NWIDE 4 1/8 03/20/23	EUR	1 500 000	1 641 475,70	2,09
ROYA BANK OF 1.625% 25-06-19	EUR	450 000	462 223,52	0,59
STAN CHAR PLC FLO 13-06-17	EUR	1 000 000	1 001 048,06	1,27
STANDARD CHARTERED 4% 21/10/25	EUR	1 800 000	1 838 746,82	2,34
U E3R+0.25% 05-09-16 EMTN	EUR	1 000 000	1 001 031,50	1,27
TOTAL ROYAUME UNI			14 213 870,90	18,07
SUEDE				
A E3R+0.55% 12-09-19 EMTN	EUR	1 000 000	988 469,72	1,26
N E3R+0.3% 05-06-20 EMTN	EUR	1 500 000	1 491 392,67	1,89

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
SHBASS TF/TV 01/15/2024	EUR	650 000	693 207,01	0,88
SKANDINAVISKA ENSKILDA 4% 12/09/2022	EUR	500 000	532 744,15	0,68
TOTAL SUEDE			3 705 813,55	4,71
SUISSE				
CREDIT SUISSE SA FLO 15-12-17	EUR	1 000 000	1 002 507,83	1,27
TOTAL SUISSE			1 002 507,83	1,27
TOTAL Obligations & val. ass. ng. sur mar. régl. ou ass.			75 935 995,40	96,54
TOTAL Obligations et valeurs assimilées			75 935 995,40	96,54
Organismes de placement collectif				
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays				
FRANCE				
OBJECTIF CT TERME EURO C	EUR	223	449 052,87	0,57
TOTAL FRANCE			449 052,87	0,57
TOTAL OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays			449 052,87	0,57
TOTAL Organismes de placement collectif			449 052,87	0,57
Titres mis en dépôt				
Titres de créances négociés sur un marché réglementé ou assimilé				
FRANCE TREAS BILL BTF ZCP 18/08/16	EUR	700 000	701 622,70	0,89
TOTAL Titres de créances négo. sur marchés régl. ou ass.			701 622,70	0,89
TOTAL Titres mis en dépôt			701 622,70	0,89
Instruments financiers à terme				
Engagements à terme ferme				
Engagements à terme ferme sur marché réglementé ou assimilé				
XEUR FGBM BOBL H6	EUR	-172	-5 160,00	-0,01
XEUR FGBS SCHATZ H6	EUR	-85	-5 525,00	0,00
TOTAL Engagements à terme fermes sur marché réglementé			-10 685,00	-0,01
TOTAL Engagements à terme fermes			-10 685,00	-0,01
TOTAL Instruments financiers à terme			-10 685,00	-0,01
Appel de marge				
Appels de marges C.A.Indo en euro	EUR	10 685	10 685,00	0,01
TOTAL Appel de marge			10 685,00	0,01
Créances			11 967,48	0,02
Dettes			-100 386,98	-0,13
Comptes financiers			1 662 235,70	2,11
Actif net			78 660 487,17	100,00

OBJECTIF VARIABLE FI	EUR	62 466,343	1 259,24	
-----------------------------	------------	-------------------	-----------------	--