FCP de droit français

OBJECTIF VARIABLE FI

RAPPORT ANNUEL

au 30 décembre 2016

Société de Gestion : Lazard Frères Gestion SAS

Dépositaire : Caceis Bank France

Commissaire aux comptes : Deloitte & Associés

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

SOMMAIRE

1. Caractéristiques de l'OPC 3

2. Changements intéressant l'OPC 4

3. Rapport de gestion 5

4. Informations réglementaires 19

5. Certification du Commissaire aux Comptes 21

6. Comptes de l'exercice 24

Informations Clés pour l'Investisseur

Ce document fournit des informations essentielles aux investisseurs de ce Fonds. Il ne s'agit pas d'un document promotionnel. Les informations qu'il contient vous sont fournies conformément à une obligation légale, afin de vous aider à comprendre en quoi consiste un investissement dans ce Fonds et quels risques y sont associés. Il vous est conseillé de le lire pour décider en connaissance de cause d'investir ou non.

Objectif Variable Fi (FCP)
Code ISIN FR0007055066
Cet OPCVM est géré par Lazard Frères Gestion SAS

Objectif et politique d'investissement

- **Classification de l'OPCVM** : Obligations et autres titres de créance libellés en euro.

- **Objectif de gestion** : L'objectif de gestion vise à atteindre, sur une durée de placement recommandée de 12 mois minimum, une performance nette de frais supérieure à l'Euribor 3 mois.

- **Politique d'investissement** : La réalisation de cet objectif passe par une gestion d'obligations principalement à taux variables de toute maturité et de tout rang de subordination. La sensibilité au risque de crédit sera limitée du fait de la nature des investissements. Le risque de crédit est le principal vecteur de performance et de risque. La fourchette de sensibilité à l'intérieur de laquelle le fonds est géré est de 0 à 1. 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.

  Le portefeuille est composé :

  - ✓ d'obligations et titres de créance négociables libellées en euro, émis par des entreprises, des institutions financières et par des Etats souverains. Ces dettes doivent être notées au minimum BBB- 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.
  - ✓ à hauteur de 10% maximum de l'actif net en OPCVM ou FIA monétaires, monétaires court terme ou obligataires de droit français s'ils investissent eux-mêmes moins de 10% de leur actif dans d'autres OPC.

  Le FCP peut utiliser des futures sur taux, des swaps de taux, des options sur taux et des dérivés de crédit (les CDS étant limités à 20% maximum de l'actif), négociés sur des marchés réglementés, organisés et/ou de gré à gré pour couvrir, exposer, dans la limite d'une fois l'actif net, ou arbitrer, le portefeuille au risque de taux.

  Les sommes distribuables sont intégralement capitalisées.

- **Faculté de rachat** : Les demandes de rachat sont centralisées avant 11h00 chaque jour d'évaluation de la valeur liquidative auprès de Caceis Bank France S.A. Elles sont exécutées sur la base de la prochaine valeur liquidative calculée quotidiennement.

- **Durée de placement recommandée** : Cet FCP pourrait ne pas convenir aux investisseurs qui prévoient de retirer leurs apports dans un délai de 1 an.

Profil de risque et de rendement

A risque plus faible, rendement potentiellement plus faible — A risque plus élevé, rendement potentiellement plus faible

1	2	**3**	4	5	6	7

Explication de l'indicateur et ses principales limites :

L'exposition au risque de taux explique le classement du FCP dans cette catégorie.
Les données historiques utilisées pourraient ne pas donner une indication fiable du profil de risque futur du FCP.

Rien ne garantit que la catégorie affichée demeure inchangée, et le classement est susceptible d'évoluer dans le temps.

La catégorie la plus basse n'est pas synonyme d'investissement sans risque.

Le capital n'est pas garanti.

Risques importants non pris en compte dans l'indicateur :

Risque de crédit : il représente le risque éventuel de dégradation de la signature d'un émetteur ou celui de sa défaillance qui induira une baisse du cours du titre et donc de la valeur liquidative du FCP.

L'impact des techniques telles que des produits dérivés est le risque d'amplification des pertes du fait du recours à ce type d'instrument financier.

Les autres risques sont mentionnés dans le prospectus. La survenance de l'un de ces risques peut avoir un impact significatif sur la valeur liquidative de votre FCP.

2. CHANGEMENTS INTERESSANT L'OPC

Néant.

3. RAPPORT DE GESTION

EVOLUTION ET PERFORMANCE

Au cours de cet exercice, l'actif net d'**OBJECTIF VARIABLE FI** a connu l'évolution suivante :
de € 78 660 487,17 le 31 décembre 2015, il est passé à € 60 600 424,75 le 30 décembre 2016.

Le nombre de parts en circulation au 30/12/2016 est de 47 973,373.

La valeur liquidative de € 1 259,24 le 31/12/2015, est passée à € 1 263,20 le 30/12/2016, ce qui correspond à une évolution de 0,31%.

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

La performance de l'indice sur la période est de : -0,27%.

Information relative aux mouvements du portefeuille sur la période :

À l'achat :

Isin	Libellé	Montant Net €
FR0010941815	FCP Objectif Monet.euro-B-(3d)	6 208 421,72
XS1280367761	Deut.bank Tv 15-25ag17t	1 997 576,11
XS1379128215	Bfcm 1/4% Emtn 16-14jn19a	1 994 320,00
FR0013155868	Carrefour Bq.tv Emtn16-20ap21t	1 300 000,00
BE6282030194	Argenta Sp.bk 37/8% 16-24my26a	1 095 490,00

À la vente :

Isin	Libellé	Montant Net €
FR0010941815	FCP Objectif Monet.euro-B-(3d)	6 208 293,69
XS0342289575	Barclays Bk 6% Emtn 08-23ja18a	2 232 479,67
ES0414950776	Caja Madrid 35/8% 09-05oc16a	1 554 889,26
XS0956253636	Abn Amro Bk Tv Emtn13-01ag16t	1 501 723,33
XS1046276504	Santand.int13/8%emtn14-25mr17a	1 222 818,58

ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

Introduction

En 2016, la croissance mondiale a légèrement ralenti. D'après les estimations du FMI, elle s'est établie à +3,1%, après +3,2% en 2015. Ce ralentissement s'explique par celui des pays avancés, en raison principalement de la déception sur la croissance américaine au premier semestre. Néanmoins, les améliorations sur le marché du travail, la bonne tenue de la confiance et le niveau toujours bas des taux d'intérêt soutiennent les perspectives économiques de ces pays. S'agissant des économies émergentes, la croissance s'est stabilisée, essentiellement grâce à la normalisation progressive de la situation macroéconomique en Russie. De manière générale, l'inflation est demeurée modeste et inférieure aux objectifs spécifiques fixés dans les grandes économies avancées, bien qu'elle ait accéléré en fin d'année, grâce à la dissipation progressive des effets de la baisse passée des cours de l'énergie. L'année écoulée a également été marquée par deux évènements politiques inattendus : le vote britannique en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne et la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles américaines. Le rejet par référendum de la réforme sur la constitution en Italie avait largement été anticipé. L'économie mondiale et les marchés financiers ont bien absorbé ces chocs. Pour autant, une grande incertitude demeure sur la nature des nouvelles relations commerciales et financières du Royaume-Uni avec l'Union Européenne et sur ce que fera le nouveau président américain. Globalement, les politiques monétaires des banques centrales sont restées très accommodantes. La Réserve Fédérale (Fed) a été très prudente. Elle n'a remonté son taux directeur qu'une seule fois cette année. À la

recherche d'outils supplémentaires pour atteindre leurs objectifs d'inflation, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) ont exploré de nouvelles mesures de relance : un programme d'achat d'obligations d'entreprises pour la BCE, un passage à des taux directeurs négatifs et un contrôle de la pente de la courbe des rendements pour la BoJ. Sur cette toile de fond, le premier semestre a été favorable aux marchés obligataires et le second aux marchés actions.

Croissance du PIB en volume (%)	**2014**	**2015**	**2016 (e)**	**2017 (e)**
Monde	3,4	3,2	3,1	3,4
Pays avancés	1,9	2,1	1,6	1,9
Pays émergents	4,6	4,1	4,1	4,5
Zone euro	1,1	2,0	1,7	1,6
Etats-Unis	2,4	2,6	1,6	2,3
Japon	0,0	1,2	0,9	0,8
Chine	7,3	6,9	6,7	6,5
Inde*	7,2	7,6	6,6	7,2
Brésil	0,1	-3,8	-3,5	0,2
Russie	0,7	-3,7	-0,6	1,1

Perspectives économiques du FMI mises à jour en janvier 2017
* Pour l'Inde, les données et les prévisions sont présentées sur la base de l'exercice budgétaire

Sur les marchés actions, l'indice MSCI World All Country en dollars a progressé de 5,6% en 2016. Cette évolution masque des performances contrastées entre les zones : +9,5% pour l'indice S&P 500 en dollars, +1,5% pour l'Eurostoxx en euros, -1,9% pour le Topix en yen et +8,6% pour l'indice MSCI des pays émergents en dollars, le tout hors dividendes. L'année 2016 s'est ouverte sur un épisode de turbulences. Jusque mi-février, les craintes se sont portées sur la Chine, le repli des cours du pétrole, la croissance américaine et l'exposition des banques au secteur de l'énergie, alors que leurs bénéfices, surtout en Europe, ont commencé à subir des pressions croissantes quand les taux directeurs, déjà négatifs, ont été encore abaissés. L'arrivée de meilleures statistiques économiques, la remontée du pétrole et des banques centrales très accommodantes ont ensuite permis un rebond. Puis la période a été relativement calme jusqu'en juin 2016, quand les marchés ont été ballotés par les sondages liés au référendum du 23 juin sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union Européenne.

La victoire du vote en faveur du Brexit a déclenché un deuxième épisode de turbulences car les investisseurs anticipaient un maintien, donné favori par les bookmakers à l'approche du scrutin. Mais la volatilité n'a finalement été que de courte durée et les marchés actions ont vite effacé la baisse liée au Brexit, dans un contexte de révision en hausse des prévisions de résultats des entreprises. En fin d'année, les victoires de Donald Trump aux élections américaines du 8 novembre et du non au référendum sur la constitution en Italie, le 4 décembre, n'ont pas déclenché la tempête que l'on aurait pu craindre. Le plan de relance envisagé par le nouveau président américain a même propulsé le S&P 500 sur de nouveaux sommets, les investisseurs pariant sur un regain de croissance et une amélioration des bénéfices des sociétés aux Etats-Unis. Les marchés actions de la zone euro avaient largement anticipé l'issue du référendum italien. Libérés de cette échéance politique, ils ont salué les nouvelles annonces de la BCE pour finir sur leur plus haut niveau de l'année en décembre 2016.

Sur les marchés obligataires, les taux à 10 ans des obligations des Etats allemands et américains ont baissé jusqu'à l'été pour toucher un point bas à respectivement -0,19% et 1,36% début juillet 2016. Les signaux rassurants sur la conjoncture ont ensuite permis une remontée. Celle-ci s'est accentuée après la victoire de Donald Trump car l'éventualité d'une relance budgétaire et le rebond du pétrole ont poussé un peu plus haut les anticipations d'inflation. Au final, le taux à 10 ans allemand est passé de 0,63% à 0,21% sur un an et celui de son homologue américain de 2,27% à 2,44%. Les marges de crédit des pays périphériques par rapport à l'Allemagne se sont fortement écartées au Portugal (+167 pb), en raison de l'incertitude politique, et dans une moindre mesure en Italie (+64 pb) et en France (+12 pb). Elles ont été à peu près stables en Espagne (+3 pb) et se sont nettement resserrées en Grèce (-76 pb). D'après les indices Merrill Lynch, les marges de crédit des obligations privées de bonne qualité par rapport aux

obligations d'Etat se sont resserrées de 21 points de base. Celles des obligations à haut rendement de 157 points de base, à respectivement 115 et 378 points de base.

Sur le marché des changes, l'euro s'est déprécié de 3,2% face au dollar et de 5,9% face au yen. En revanche, il s'est apprécié de 15,8% contre la livre sterling.

Sur le marché du pétrole, les prix ont baissé rapidement jusque mi-janvier 2016, du fait de la résistance de l'offre aux Etats-Unis et dans les pays de l'OPEP. La perspective d'une hausse de la production en Iran a aussi joué. Ils se sont ensuite redressés avec les espoirs d'un accord entre les grands producteurs de pétrole et les ruptures d'approvisionnement sur plusieurs marchés. Le 28 septembre, les membres de l'OPEP sont parvenus à un accord de principe sur une réduction de la production. Celui-ci a été entériné le 30 novembre. Sur un an, le prix du baril de Brent a augmenté de 55% pour se situer à 55 dollars fin décembre 2016.

Etats-Unis
La croissance américaine a ralenti au premier semestre 2016, en partie du fait de la baisse des investissements dans le secteur pétrolier, d'un moindre stockage et de la faiblesse des exportations. Elle s'est nettement redressée au T3 2016 pour atteindre +3,5% en rythme annualisé (+1,7% sur un an), après +1,4% au T2 2016.

L'indice ISM du secteur manufacturier a connu une phase de dégradation à l'été pour toucher un point bas à 49,4 en août. Il s'est ensuite vivement redressé jusqu'à atteindre 54,7 en décembre 2016, contre 48,0 en décembre 2015. L'évolution de l'ISM non-manufacturier a été plus chaotique. Sur un an, il est passé de 55,8 à 57,2.

Le marché du travail est resté dynamique, mis à part un trou d'air sur l'emploi en mai 2016, mais moins que l'année dernière, l'économie s'approchant du plein emploi. En moyenne, 164 500 emplois ont été créés par le secteur privé en 2016, après 265 000 en 2015. Le taux de chômage est passé de 5,0% à 4,7% entre décembre 2015 et décembre 2016. La croissance sur un an du salaire horaire dans le secteur privé a continué d'accélérer progressivement, passant de +2,6% à +2,9%.

La consommation des ménages est restée bonne. Elle a bénéficié d'un coup de fouet au deuxième trimestre 2016, quand les ménages ont utilisé une partie des gains de pouvoir d'achat liés à la baisse du pétrole, jusque-là épargnés, mais a ensuite subi un contrecoup au troisième trimestre. En glissement sur un an, elle a augmenté de 2,8%. Le taux d'épargne est passé de 6,1% à 5,5% du revenu disponible.

La reprise dans le secteur de la construction s'est poursuivie. En décembre 2016, les mises en chantier ont augmenté de 5,7% sur un an et les permis de construire de 0,8% sur un an. L'indice NAHB de confiance des constructeurs de maisons s'est nettement amélioré pour atteindre son plus haut niveau dans ce cycle en décembre 2016. Le glissement annuel des prix de l'immobilier, mesurés par l'indice S&P Case Shiller, est resté quasiment stable sur l'année (+5,1% en octobre 2016).

Dans le secteur résidentiel, les ventes de maisons neuves ont été dynamiques cette année. En novembre 2016, elles ont progressé de 16,5% sur un an. Au cours de la même période, les ventes de logements dans l'ancien ont augmenté de 5,6%.

Les commandes de biens d'investissement hors défense et aviation ont baissé de 4,0% sur un an en novembre 2016, pénalisées en partie par le repli des commandes dans les secteurs miniers et pétroliers. Mais elles se sont redressées en fin d'année.

Le déficit commercial est resté à peu près stable. Il a atteint 45,2 mds de dollars en novembre 2016.

L'inflation globale a nettement accéléré, passant de +0,7% à +2,1% sur un an entre décembre 2015 et décembre 2016. Hors énergie et alimentation, elle a été à peu près stable et se situait à +2,2% en décembre 2016.

Dans ce contexte, à l'issue de sa réunion des 13 et 14 décembre 2016, la Fed a remonté son taux directeur de 25 points de base dans la fourchette de 0,50%-0,75%.

Zone euro
La reprise dans la zone euro s'est poursuivie cette année. Après un premier trimestre très fort, la croissance a ralenti par contrecoup au T2 2016 et a été quasiment stable au T3 2016, où le PIB a augmenté de 1,4% en rythme annualisé (+1,7% sur un an). Le climat des affaires a bien résisté aux incertitudes politiques et s'est même amélioré à partir de

l'automne 2016. L'indice PMI composite a atteint son plus haut niveau de l'année en décembre 2016, à 54,4, revenant ainsi proche du niveau de 54,3 qui prévalait en décembre 2015.

Le taux de chômage a poursuivi sa baisse. Il est passé de 10,4% en décembre 2015 à 9,8% en novembre 2016. Il retrouve ainsi son niveau d'avant la crise de la zone euro.

L'inflation dans l'ensemble de la zone s'est redressée pour atteindre +1,1% sur un an en décembre 2016, contre +0,2% en décembre 2015. Hors énergie et alimentation, elle est restée à peu près stable et se situait à +0,9% sur un an en fin d'année.

En Allemagne, la croissance a été très forte au premier trimestre 2016 mais elle a ensuite ralenti pour atteindre +0,8% en rythme annualisé au T3 2016 (+1,7% sur un an). L'indice PMI composite s'est maintenu sur un niveau correct tout au long de l'année. En décembre 2016, il s'est établi à 55,2 (-0,3 point sur un an).

En France, après un bon premier trimestre, le PIB a diminué de 0,5% en rythme annualisé au T2 2016, avant de rebondir de 1,0% au T3 2016 (+1,0% sur un an). Le climat des affaires s'est nettement amélioré à partir de l'été 2016. L'indice PMI composite a gagné trois points sur un an pour atteindre 53,1 en décembre 2016. Le taux de chômage a clairement diminué, passant de 10,2% en décembre 2015 à 9,5% en novembre 2016, d'après les données d'Eurostat.

En Italie, la croissance est restée relativement faible. Le PIB a progressé de 1,0% en rythme annualisé au T3 2016 (+1,0% sur un an). Le 4 décembre, les italiens ont rejeté à une large majorité (59,1%) la réforme constitutionnelle voulue par Matteo Renzi, qui a démissionné dans la foulée.

En Espagne, la dynamique de rattrapage s'est à peine essoufflée et la croissance s'est établie à +2,8% au T3 2016 (+3,2% sur un an). Les élections parlementaires espagnoles du 26 juin n'avaient pas permis de dégager une majorité de gouvernement. Le 29 octobre, le parlement a finalement accordé sa confiance à Mariano Rajoy, leader du Parti Populaire, qui a formé un gouvernement de minorité.

Le 10 mars 2016, la BCE a annoncé une réduction des taux de refinancement et de la facilité de prêt marginal de 5 points de base chacun, à respectivement 0,00% et 0,25%. Le taux de dépôt a lui été abaissé de 10 points de base à -0,40%. Elle a également porté le montant des achats mensuels effectués dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme* – APP) de 60 milliards d'euros à 80 milliards d'euros jusque fin mars 2017. Les obligations d'entreprises non-financières bien notées ont été ajoutées à la liste des actifs éligibles à l'APP et une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées a été programmée. Le 8 décembre 2016, la BCE a annoncé qu'à partir d'avril 2017, les achats d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire. Pour faciliter la mise en œuvre de l'APP, certaines modalités ont été assouplies : la maturité des titres éligibles au programme d'achats de titres du secteur public a été réduite de deux ans à un an, et les achats de titres du secteur public assortis d'un rendement inférieur au taux de dépôt ont été autorisés.

Japon

La croissance japonaise a été dynamique au premier trimestre 2016 puis elle a progressivement ralenti pour atteindre +1,3% en rythme annualisé au T3 2016 (+1,1% sur un an). Le climat des affaires a été morose jusqu'à l'automne 2016 avant de s'améliorer. L'indice PMI composite a augmenté de 52,2 à 52,8 entre décembre 2015 et décembre 2016.

Le marché du travail est resté tendu et la croissance des salaires modérée. Le taux de chômage s'est établi à 3,1% en novembre 2016. L'inflation est passée de +0,2% sur un an à +0,5% sur un an au global et de +1,3% à +0,2% hors énergie et produits alimentaires frais, la mesure préférée de la banque centrale.

Le gouvernement a annoncé, en juin 2016, un report de deux ans et demi, à octobre 2019, de la hausse prévue de la TVA. En août, il a également annoncé un plan de soutien budgétaire de 1,5% du PIB pour l'exercice 2016-2017.

La BoJ a institué, le 29 janvier 2016, un taux d'intérêt négatif de 0,1% sur une partie des réserves excédentaires marginales des banques. Le 21 septembre, elle a introduit un objectif de contrôle de la pente de la courbe des rendements, passant par le maintien du taux à 10 ans sur des niveaux proches de zéro, et s'est engagée à dépasser son objectif d'inflation (2%).

Chine
La croissance chinoise a été stable sur les trois premiers trimestres de 2016, à +6,7% sur un an, et a légèrement accéléré au quatrième trimestre, à +6,8%. En 2016, elle s'est établie à +6,7%, après +6,9% en 2015, au milieu de la fourchette de 6,5% -7,0% que le gouvernement visait.

Le climat des affaires s'est progressivement amélioré sur les douze derniers mois. En décembre 2016, l'indice PMI composite a atteint 53,5 contre 49,4 il y a un an.

La consommation des ménages est restée solide. Les ventes au détail ont augmenté de 10,4% en 2016, après +10,7% en 2015, soutenues en partie par les ventes de voitures (+15,1% en 2016 d'après l'Association chinoise des constructeurs automobiles).

L'investissement a ralenti (+8,1% en 2016 après +10,0% en 2015), principalement dans le secteur manufacturier (+4,2% en 2016 après +8,1% en 2015). L'investissement en infrastructure est resté fort (+17,4% en 2016) et il s'est redressé dans le secteur de l'immobilier (+6,9% en 2016 après +2,5% en 2015).

La forte hausse des ventes de logements (+22,4% en volume en 2016) a favorisé une flambée des prix de l'immobilier (+18,7% sur un an en novembre 2016), surtout dans les grandes villes. En conséquence, plusieurs municipalités ont annoncé des mesures de restrictions à la demande.

Les pressions déflationnistes se sont affaiblies. L'indice des prix à la production dans l'industrie a augmenté de 5,5% sur un an en décembre 2016 après quatre ans de déflation.

La banque centrale chinoise a abaissé de 50 points de base le coefficient des réserves obligatoires des grandes banques, le 29 février 2016, le ramenant à 17,00%.

POLITIQUE DE GESTION

Janvier 2016
En janvier, les taux des emprunts d'Etat de référence ont vécu au rythme des déclarations des banques centrales, des marchés asiatiques et des évolutions des prix des matières premières, en particulier du pétrole. La baisse des taux s'accentue après la réunion de la BCE. Le discours de Mario Draghi lors de la conférence de presse du 21 janvier laisse peu d'ambiguïtés quant à la volonté de la BCE d'agir pour atteindre son objectif. Une nouvelle baisse des taux est envisagée dès mars et il est rappelé que l'action de la BCE n'a pas de limites. Par ailleurs, en toute fin de mois, la BOJ contre toute attente fait passer le taux de certains types de dépôt en territoire négatif pour la première fois et se tient prête à faire plus si nécessaire. Cette annonce vient s'ajouter à la prudence dont ont fait preuve également la BoE et la Fed. La courbe des taux d'Etat allemand s'aplatit fortement sur le mois dans un mouvement de « bull flattening », avec une forte baisse des rendements de 30 bps sur le 10 ans à 0,32%, de 27 bps sur le 5 ans à -0,31% et de 14 bps sur le 2 ans à -0,49%. Les spreads des souverains périphériques s'écartent sur le mois, en particulier pour le Portugal qui voit le spread de sa dette de maturité 10 ans s'écarter de 67 bps.
Aux doutes qui affectent l'ensemble des marchés (Chine, pétrole) s'ajoutent les problématiques spécifiques à certains émetteurs tels que Renault, Areva, Casino et sa holding Rallye. Le crédit se déprécie sur le mois dans un contexte de forte volatilité. La marge contre Etat s'écarte de 6 bps pour le crédit financier et de 16 bps pour le crédit non-financier à respectivement 102 et 152 bps (indices Merrill Lynch).
Les conditions du mois de janvier - forte volatilité, aversion au risque et début de période de publications - pèsent sur le marché primaire euro, en particulier pour le segment des Corporate.
Le marché primaire (hors Covered Bonds) traditionnellement très actif en janvier, ne totalise que 24 Mds € d'émissions brutes de dettes financières et 7 Mds € de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de - 8 Mds € pour les financières et - 7 Mds € pour les dettes corporate. Le contraste avec le marché primaire dollar est remarquable : Ab InBev réalise avec succès une émission multi-tranches pour un montant de 46 Mds $ dans le cadre de l'acquisition de SABMiller.

La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M passe de 82 à 98 bps reflétant à structure inchangée, la forte dépréciation du crédit en janvier. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2.6 années. Le portefeuille est investi à 58% en dettes senior, 30% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 6% sous format « covered bond ».

Février 2016
En février, les marchés ont joué aux montagnes russes en alternant séances de "flight to quality" et séances de rebond dans un contexte d'aversion au risque alimenté par les craintes liées à la faiblesse de la croissance mondiale, l'évolution des prix du pétrole et les pressions déflationnistes qui en résultent. La courbe des taux d'Etat allemands s'aplatit sur le mois dans un mouvement de "bull flattening ", avec une forte baisse des rendements de 22 bps sur le 10 ans et de 9 bps sur le 5 ans à 0,11% et -0,41% respectivement, et de 8 bps sur le 2 ans à -0,57%. Les taux 2 ans et 5 ans terminent le mois sur un nouveau plus bas historique. A contrario, les incertitudes sur le respect des règles budgétaires et la résurgence de craintes quant à la solidité du secteur bancaire pèsent sur les spreads des souverains périphériques avec un écartement de spread compris entre 10 et 30 bps.
Le crédit financier se déprécie sur le mois. La marge contre Etat s'écarte de 16 bps pour le crédit financier Senior à 122 bps (indice Merrill Lynch).
Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 21 Mds € d'émissions brutes de dettes financières selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de 7 Mds €. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 48 Mds€ en brut / 2 Mds€ en net pour les dettes financières.

La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M passe de 98 à 122 bps reflétant à structure inchangée, la forte dépréciation du crédit en février. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2,6 années. Le portefeuille est investi à 58% en dettes senior, 32% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 6% sous format « covered bond ».

Mars 2016
Le mois de mars s'est déroulé en deux temps : un premier temps de rally fort avec un point haut quelques jours après l'annonce par la BCE de l'augmentation de 60 à 80 Mds€ et l'élargissement de son plan d'achat d'actifs sur les dettes d'entreprises. Puis, un second temps de "consolidation" dans un marché languissant, marqué par la réouverture active du marché primaire et la désormais traditionnelle et saisonnière fin de trimestre durant laquelle les banques teneuses de marché sont malheureusement peu actives.
Les taux souverains s'inscrivent en hausse sur la première partie du mois, soutenus par les annonces de la BCE et la remontée graduelle du prix du pétrole. Inversement de tendance en milieu de mois, la prudence exprimée par la Fed et la révision du nombre prévisionnel de hausses de taux directeurs (2 vs 4 dans le communiqué de décembre) pèsent sur les taux américains et par effet de contagion, sur les taux souverains de la zone euro.

Dans ce contexte, la courbe des taux d'Etats allemands s'aplatit sur le mois dans un mouvement de "bear flattening ", avec une hausse des rendements de 4 bps sur le 10 ans à 0.15%, de 8 bps sur le 5 ans et sur le 2 ans à -0,33% et -0,49% respectivement.
Ce mouvement s'est accompagné d'un resserrement des spreads des dettes souveraines périphériques compris entre 8 et 24 bps pour les maturités 10 ans, malgré un regain de tension en fin de mois, en particulier pour l'Espagne qui doit faire face aux inquiétudes liées à l'absence de formation d'un nouveau gouvernement.
Le crédit s'apprécie fortement sur le mois, en particulier le crédit non-financier (effet CSPP de la BCE). La marge contre Etat se resserre de 19 bps pour le crédit financier Senior à 107 bps, de 29 bps pour les financières subordonnées à 269 bps et de 29 bps pour le crédit non-financier à 151 bps (indices Merrill Lynch).
Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 31 Mds € d'émissions brutes de dettes financières selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -0,3 Mds € pour les financières. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 83 Mds€ en brut et 5 Mds€ en net pour les dettes financières.

La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M passe de 122 à 95 bps reflétant à structure inchangée, la forte appréciation du crédit en mars. 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, 29% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 5% sous format « covered bond ».

Avril 2016
Après un début plutôt hésitant, le marché du Crédit est reparti de l'avant à partir du milieu du mois, une fois de plus aidé par "l'effet Draghi " qui a apporté des précisions sur les modalités de son nouveau plan d'achat d'obligations d'entreprises dont le lancement est prévu d'ici fin juin. Les dettes Senior des assureurs pourront faire partie de ce plan. Par sympathie, les dettes subordonnées des assureurs ont bénéficié du « repricing » des dettes Senior tandis que les dettes hybrides bancaires ont été soutenues par le rebond des marchés actions, plus notamment des actions bancaires. Les spreads du crédit High Yield se resserrent également fortement.
Au-delà de cet effet technique, l'appétit des investisseurs demeure modéré : les incertitudes sur la croissance US ou chinoise, sur l'état du cycle du crédit aux US, le Brexit ou les prochaines réélections en Espagne, l'échec de l'accord entre les membres de l'OPEP tout autant de sujets qui n'incitent pas à investir les importantes liquidités dont sont

pourvus les investisseurs actuellement. La remontée du pétrole en avril reste au cœur de l'évolution des taux souverains. Dans ce contexte, la courbe des taux d'Etats allemands se pentifie sur le mois dans un mouvement de "bear steepening ", avec une hausse des rendements de 12 bps sur le 10 ans et de 4 bps sur le 5 ans à 0,27% et -0,29% respectivement, et le 2 ans reste quasi-inchangé à -0,48%. Les dettes périphériques connaissent un regain de tension avec un écartement des spreads alimenté par un possible non-respect des objectifs de déficit budgétaire en Grèce, en Espagne et au Portugal. A cela s'ajoutent pour le Portugal, les craintes sur sa notation qui a été revue et confirmée fin avril par DBRS, dernière agence à noter le pays en IG ; la dégradation en catégorie HY rendrait la dette inéligible au rachat par la BCE.
Le Crédit financier poursuit son appréciation avec des performances positives sur quasiment tous les compartiments, exceptés les Subordonnées financières AT1. La marge contre Etat se resserre de 8 bps pour le crédit financier Senior à 99 bps, de 22 bps pour les financières subordonnées à 247 bps (indices Merrill Lynch).
En dépit de la période de publication, le marché primaire reste assez dynamique avec des livres d'ordres, sursouscrits, qui permettent aux émetteurs IG de sortir sans devoir concéder de primes d'émissions significatives.
Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 31 Mds € d'émissions brutes de dettes financières selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de 5 Mds € pour les financières. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 115 Mds€ en brut / 12 Mds€ en net pour les dettes financières.
La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M passe de 95 à 83 bps reflétant à structure quasi-inchangée, la forte appréciation du crédit en avril. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2.6 années. Le portefeuille est investi à 64% en dettes senior, 28% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 5% sous format « covered bond ».

Mai 2016
La courbe des taux d'États allemands s'est aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 13 bps sur le 10 ans et de 9 bps sur le 5 ans à 0,14% et -0,38% respectivement et une baisse sur le 2 ans à -0,51%. Les dettes françaises, espagnoles et italiennes évoluent de façon similaire à la dette allemande.
Comme en avril, après un début de mois hésitant, le marché du Crédit repart de l'avant à partir du milieu du mois pour finir proche des niveaux de fin avril. Le rebond des actions bancaires a permis aux dettes financières les plus subordonnées de poursuivre leur rebond. Les propos de Danièle Nouy, lors d'une conférence à Madrid sur un éventuel Bâle IV et la non-augmentation des exigences de fonds propres des banques, furent appréciés par les marchés. La marge contre Etat demeure stable pour le crédit financier Senior et subordonné à respectivement 100 bps et 246 bps (indices Merrill Lynch).
Concernant le crédit financier, les stress-tests actuellement réalisés par la BCE et dont les résultats seront publiés durant l'été commencent à produire leurs effets sur les banques : un certain nombre d'institutions a constitué des provisions supplémentaires durant le 1er trimestre et d'autres s'engagent dans des levées de fonds sur les marchés actions : un certain nombre d'institutions a constitué des provisions supplémentaires durant le 1er trimestre et d'autres s'engagent dans des levées de fonds sur les marchés actions. Après Vincenza (€1,5 Mds), Veneto Banca (€1 Md) et bientôt Banco Popolare (€1 Md) en Italie, Banco Popular Espanol a annoncé une augmentation de capital de €2,5 Mds tandis que le PDG d'Unicredit a remis sa démission sur fond de rumeurs de cessions d'actifs et de levées de fonds propres pour €5 Mds, décisions qui seront prises par son successeur à la tête de la 1ère banque italienne.

Le marché primaire Investment Grade (hors Covered Bonds) totalise 30 Mds € d'émissions brutes de dettes financières selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de 3 Mds € pour les financières. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 148 Mds€ en brut / 18 Mds€ en net pour les dettes financières.

La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M passe est stable à 82 bps. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est de 2.6 années. Le portefeuille est investi à 65% en dettes senior, 27% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 5% sous format « covered bond ». Devant l'incertitude quant au résultat du référendum au Royaume Uni et l'impact sur les marchés d'un éventuelle sortie de l'Union Européenne, nous allégeons de 3% l'exposition aux banques anglaises qui représente désormais 11% du portefeuille. Cet allègement concerne principalement les dettes au format LT2.

Juin 2016
Juin, un mois compliqué pour les investisseurs. Sur la période pré-referendum, le risque d'un Brexit cristallise l'attention des investisseurs avec des marchés qui évoluent au rythme des sondages dans un contexte incertain et volatil. Ce contexte perturbé contraint les banques centrales à rester très prudentes. Aux Etats-Unis, la Fed est restée attentiste face à ce risque, sans afficher de craintes particulières sur la vigueur de la croissance américaine. Par ailleurs, Mario Draghi réaffirme son inquiétude sur le risque de voir l'économie européenne durablement dégradée, notamment du fait de la lenteur des réformes structurelles, ce qui confirme le fait que la BCE est loin d'envisager un durcissement de sa politique monétaire et restera durablement présente. La BCE a également démarré son

programme d'achats d'obligations d'entreprises Investment Grade (CSPP). A fin juin, le montant de ses achats dans le cadre du programme CSPP s'élève à 6,4 Mds€ dont 241 M€ sur le marché primaire.
L'onde de choc du Brexit provoquée par le vote des britanniques en faveur du Brexit entraîne un fort mouvement de "fly to quality " sur les marchés de taux avec notamment le passage en territoire négatif du Bund 10 ans qui enregistre un plus bas historique à -0,16%. Très vite, ces premiers mouvements se sont partiellement corrigés. Néanmoins, les questions et inquiétudes que suscite le résultat du referendum sont nombreuses, dans tous les domaines et partout en Europe, à commencer par le Royaume-Uni et les réponses à ce labyrinthe juridique et économique sont peu nombreuses. La courbe des taux d'Etats allemands s'aplatit fortement sur le mois dans un mouvement de "bull flatening", avec une baisse des rendements de 27 bps sur le 10 ans et de 19 bps sur le 5 ans à -0,13% et -0,57% respectivement, et – 15 bps sur le 2 ans à -0,66%. En Espagne, les élections législatives fin juin entraîne une déception pour les partis les plus extrêmes et de manière concomitante, une détente des rendements espagnols qui passent en dessous des rendements italiens – Espagne 10 ans : 1,16%, Italie 10 ans : 1,25%.
Bonne résistance du crédit non financier IG comparativement au crédit financier IG qui se déprécie sur le mois. La marge contre Etat s'écarte de 1 bp pour le crédit non-financier à 122 bps, de 13 bps pour le crédit financier Senior à 115 bps et de 37 bps pour les financières subordonnées à 297 bps (indices Merrill Lynch).
Malgré le referendum britannique qui a pratiquement bloqué l'activité en milieu de mois, le marché primaire reste assez dynamique sur le mois, avec notamment la quintuple tranche d'Air Liquide dans le cadre du rachat Airgas et la présence des émetteurs américains. Le marché primaire (hors Covered Bonds) totalise 8 Mds € d'émissions brutes. Le volume d'émissions net de remboursement est de -9 Mds € pour les financières. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 162 Mds€ en brut / 15 Mds€ en net.
La marge estimée du portefeuille contre Euribor 3M augmente légèrement à 86 bps. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. La duration crédit correspondante est stable à 2.6 années. Le portefeuille est investi à 66% en dettes senior, 28% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 3% sous format « covered bond ».

Juillet 2016
Contrairement aux attentes de la plupart, le mois de juillet a vu les marchés absorber le choc du "Brexit" de façon très positive puisque les actifs, en particulier les plus risqués ont réalisé leur meilleur mois de l'année. L'explication provient avant tout du "positionnement" des investisseurs, sous-investis ou sous-pondérés avant le 23 juin, et grâce aux différents messages envoyés par les banques centrales ainsi qu'à l'influence bénéfique des programmes d'achat des banques centrales, dont celui d'obligations "Corporates IG" de la BCE dont les montants acquis chaque semaine ont dépassé les attentes. Le montant des achats par la BCE dans le cadre du programme CSPP s'élève à 6,8 Mds€ pour le mois de juillet.
Dans ce contexte, la courbe des taux d'Etats allemands s'aplatit légèrement sur le mois dans un mouvement de "bear flattening", avec une hausse des rendements de 1 bp sur le 10 ans et de 4 bps sur le 5 ans à -0,12% et -0,53% respectivement, et 3 bps sur le 2 ans à -0,63%.
Fin juillet, la Commission européenne renonce à sanctionner l'Espagne et le Portugal pour leurs "dérapages" budgétaires de 2013 à 2015 mais exige plus d'austérité. Les souverains périphériques s'apprécient sur le mois avec un resserrement de spread compris entre 8 et 16 bps.
Côté banques centrales, la Banque d'Angleterre déçoit les attentes en décidant de passer son tour en juillet, de même que la Banque du Japon qui repousse à septembre d'éventuelles mesures plus importantes. La Fed confirme la lecture des marchés, mais reste prudente et attendra au plus tôt septembre, voire décembre, pour éventuellement passer à l'acte…
La publication des résultats des stress-tests sur les banques européennes n'apporte pas de surprise majeure, mais la BCE confirme la séparation du Pilier 2 entre un Pilier 2R pour "Requirements" et un Pilier 2G pour "Guidance". Seul le Pilier 2R devra être respecté en permanence par les banques afin de conserver de la flexibilité sur le paiement des dividendes, coupons sur les AT1 et bonus. Pas de "bail-in" non plus pour Monte dei Paschi mais une augmentation de capital de 5 Mds€ et la cession via le secteur privé de 28 Mds€ de créances douteuses.
Le crédit s'apprécie fortement sur le mois. La marge contre Etat se resserre de 24 bps pour le crédit non-financier à 98 bps, de 17 bps pour le crédit financier Senior à 98 bps et de 41 bps pour les financières subordonnées à 256 bps (indices Merrill Lynch).
En dépit de la période de publication des résultats, le marché primaire reste actif sur le mois.
Le marché primaire IG (hors Covered Bonds) totalise 15 Mds € d'émissions brutes de dettes financières et 13 Mds € de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -1 Md € pour les financières et 7 Mds € pour les dettes corporate. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 177 Mds€ en brut / 14 Mds€ en net pour les dettes financières et 178 Mds€ en brut / 90 Mds€ en net pour les dettes corporate.

La marge estimée du portefeuille contre euribor 3 mois s'est notablement resserrée, à 78 bps en fin de mois. La sensibilité taux est en revanche inchangée et proche de 0. L'exposition au dettes senior s'est quelque peu réduite, à 64%, du fait de ventes de titres réalisées pour répondre à un besoin de trésorerie. Parallèlement, l'exposition aux dettes subordonnées LT2 progresse, à 30 % tandis que le poids des covered bonds est stable à 3%. Les ventes réalisées ont porté sur des titres courts (moins de 1 an), la duration crédit n'est pas significativement affectée et reste à 2,6 années.

Août 2016

En août, les marchés financiers sont restés bien orientés, aidés par l'annonce surprise d'un ensemble de mesures d'assouplissement par la BoE et en particulier une relance des achats mensuels d'actifs de £70 Mds (£60 Mds sur 6 mois et de £10 Mds sur les obligations Corporates IG sur 18 mois). A cela s'ajoute la remontée du cours du baril de pétrole qui s'est inscrit au-dessus de $45 sur fond d'anticipation d'un accord de gel de production entre les producteurs du cartel de l'OPEP, à la suite des déclarations du ministre saoudien de l'énergie. Les pays de l'OPEP doivent se retrouver lors d'une réunion informelle fin septembre en marge d'un forum international sur l'Energie. Ceci s'est traduit par une tension des taux d'Etats allemands dans un mouvement de "bear steepening", avec une hausse des rendements de 6 bps sur le 10 ans et de 3 bps sur le 5 ans à -0,06% et -0,50% respectivement, et de 1 bp sur le 2 ans à -0,62%.

La BCE poursuit son programme d'achats d'obligations « Corporate IG ». Le montant des achats par la BCE dans le cadre du programme CSPP s'élève à 6,7 Mds€ pour le mois d'août.

A l'exception du Portugal, les spreads des souverains périphériques se resserrent sur le mois. La mise en garde de l'agence de notation DBRS sur l'état des finances publiques du Portugal pèse sur les spreads portugais qui terminent le mois à l'écartement (spread 10 ans portugais : + 6 bps à 308 bps correspondant à un rendement actuariel de 3,01%).

Le crédit s'apprécie sur le mois. La marge contre Etat se resserre de 3 bps pour le crédit non-financier à 95 bps, de 12 bps pour le crédit financier Senior à 87 bps et de 19 bps pour les financières subordonnées à 240 bps (indices Merrill Lynch). L'activité du marché primaire est, quant à elle, restée réduite du fait de la période estivale qui est traditionnellement calme en terme d'émissions.

Le marché primaire IG (hors Covered Bonds) totalise 7 Mds € d'émissions brutes de dettes financières selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de 1 Md € pour les financières. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 185 Mds€ en brut / 16 Mds€ en net pour les dettes financières.

La marge estimée du portefeuille contre euribor 3 mois se resserre à 72 bp fin août contre 78 bps fin juillet. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. L'allocation est inchangée. Le portefeuille est investi à 64% en dettes senior, 30% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 3% sous format « covered bond ». La duration crédit correspondante est stable à 2,6 années.

Septembre 2016

Septembre, une rentrée compliquée pour les marchés financiers et marquée par des recalages importants de la part des investisseurs sur les futures stratégies des banques centrales.

Début septembre, la BCE choisit de ne faire aucune annonce avec un maintien du niveau des taux directeurs, du taux de dépôt et du montant mensuel des achats à 80 Mds € par mois ainsi qu'un maintien de l'échéance du programme à mars 2017 mais sur fond de réflexion concernant les modalités de mise en œuvre de la politique d'achats d'actifs. Par ailleurs, le montant des achats par la BCE dans le cadre du programme CSPP s'élève à 9,8 Mds€ pour le mois de septembre.

A l'instar de la BCE, la Fed opte pour le statu quo mais ne renonce pas à un resserrement d'ici la fin de l'année. Au Japon, le changement de stratégie de la BoJ consistant dorénavant à cibler la courbe des taux (différentiel de rendements entre maturité longue et courte) contribuera indirectement à limiter de manière durable le potentiel haussier des taux avec la volonté de maintenir le taux 10 ans proche de 0%. Alors que le début de mois est marqué par une tension des taux, toutes ces annonces entrainent les taux souverains à la baisse et ce, malgré la forte remontée du pétrole avec l'accord trouvé entre les membres du cartel de l'OPEP pour réduire leur production.

La courbe des taux d'Etat allemands se pentifie légèrement (mouvement de "bull steepening"), avec une baisse des rendements de 5 bps sur le 10 ans et de 8 bps sur le 5 ans à -0,12% et -0,58% respectivement, et de 7 bps sur le 2 ans à -0,69%.

Les spreads des souverains périphériques évoluent de manière hétérogène sur le mois. Malgré le risque qui pèse sur l'Espagne (absence de gouvernement), le spread 10 ans se resserre de 8 bps. A contrario, les risques qui pèsent sur l'Italie (référendum sur la réforme constitutionnelle) et en particulier sur le Portugal (soutenabilité de la dette et absence d'accord sur le contenu du budget 2017) entrainent un écartement des spreads 10 ans, de 9 bps et de 33 bps à 130 bps et 341 bps respectivement.

Entre prudence et volatilité, le crédit évolue au rythme des annonces des banques centrales. Fin septembre, les craintes sur Deutsche Bank se propagent à l'ensemble du secteur bancaire et renforcent le mouvement d'aversion au risque.
Le crédit se déprécie sur le mois. La marge contre Etat s'écarte de 5 bps pour le crédit non-financier à 101 bps, de 11 bps pour le crédit financier Senior à 97 bps et de 12 bps pour les financières subordonnées à 257 bps (indices Merrill Lynch).
Le marché primaire reste actif malgré un environnement de marché plus compliqué à partir de mi-septembre. Le contexte favorable de début de mois permet à certains émetteurs tels que Sanofi et Henkel d'émettre avec des rendements négatifs sur des maturités respectives de 2 et 3 ans. Ce contexte favorable permet également la réouverture du compartiment des dettes hybrides avec Telefonica et EnBw. Sur la seconde partie du mois, l'activité est plus inégale avec un effet d'attentisme et le retour des primes qui traduit un comportement plus sélectif des investisseurs. Néanmoins, Total réalise avec succès son émission hybride (double tranche) en fin de mois, pour un montant de 2,5 Mds€.
Le marché primaire IG (hors Covered Bonds) totalise 17 Mds € d'émissions brutes de dettes financières et 30 Mds € de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -3 Md€ pour les financières et 17 Mds € pour les dettes corporate. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 206 Mds€ en brut / 17 Mds€ en net pour les dettes financières et 220 Mds€ en brut / 116 Mds€ en net pour les dettes corporate.
La marge estimée du portefeuille contre euribor 3 mois s'écarte légèrement à 76 bps à fin septembre contre 68 bps fin août. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. L'allocation est inchangée. Le portefeuille est investi à 64% en dettes senior, 28% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 3% sous format « covered bond ». La duration crédit correspondante est stable à 2., années.

Octobre 2016
En octobre, un ensemble de facteurs entraîne un violent ajustement haussier des rendements obligataires : bonne orientation du baril du pétrole sur la première quinzaine, publication de statistiques rassurantes aux Etats-Unis et en zone euro ainsi que l'atténuation du risque politique en Espagne et au Portugal. A cela s'ajoute, la résilience de la croissance britannique et la volonté de la BoE de prendre en compte la forte baisse du sterling et son impact sur l'inflation. Le taux allemand de maturité 10 ans repasse en territoire positif.
La courbe des taux d'Etats allemands se pentifie fortement (mouvement de "bear steepening"), avec une hausse des rendements de 28 bps sur le 10 ans et de 17 bps sur le 5 ans à 0,16% et -0,40% respectivement, et de 7 bps sur le 2 ans à -0,62%.
Les spreads des souverains périphériques s'écartent sur le mois avec une exception majeure pour le Portugal. La confirmation de la note BBB- du Portugal par l'agence de notation DBRS apaise les craintes de dégradation. Le spread 10 ans portugais se resserre de 27 bps sur le mois à 314 bps.
Le crédit s'apprécie sur le mois. La marge contre Etat se resserre de 5 bps pour le crédit non-financier à 101 bps, de 11 bps pour le crédit financier Senior à 97 bps et de 12 bps pour les financières subordonnées à 257 bps (indices Merrill Lynch). Néanmoins, la tension des rendements d'Etat de référence ne permet pas au crédit IG (Senior) d'afficher des performances positives. La détente des taux souverains du Portugal profite aux émetteurs portugais alors que les émetteurs britanniques subissent les discours anxiogènes sur un "hard Brexit" entretenant un climat de défiance.
Le marché primaire est extrêmement actif avec notamment le « jumbo deal » de Danone (émission multi-tranche) pour un montant de 6,2 Mds€ dans le cadre du financement de l'acquisition de WhiteWaves Foods.
Le marché primaire IG (hors Covered Bonds) totalise 19 Mds € d'émissions brutes de dettes financières et 28 Mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de 5 Mds€ pour les financières et de 16 Mds € pour les dettes corporate. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 225 Mds€ en brut / 22 Mds€ en net pour les dettes financières et 248 Mds€ en brut / 133 Mds€ en net pour les dettes corporate.

La marge estimée du portefeuille contre euribor 3 mois est stable à 71 bps. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. L'allocation évolue à la marge. Le portefeuille est investi à 68% en dettes senior, 27% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 3% sous format « covered bond ». La duration crédit correspondante est stable à 2,6 années.

Novembre 2016
En novembre, la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles américaines entraîne une forte remontée des taux américains. Dans le sillage des taux américains, les taux longs des souverains européens se tendent. Sur la seconde partie du mois, le mouvement est également entretenu par la remontée des cours du pétrole, et en

particulier, après l'accord des membres de l'OPEP pour réduire leur production, ainsi que sous l'effet d'une série d'indicateurs favorables.
La courbe des taux d'Etats allemands se pentifie fortement avec une hausse des rendements de 11 bps sur le 10 ans à 0,27% et une baisse de 3 bps sur le 5 ans et de 11 bps sur le 2 ans à -0,43% et -0,73% respectivement.
Le risque politique lié au referendum italien pèse sur les spreads italiens mais également, sur les spreads espagnols et portugais par effet de contagion. Les spreads des périphériques s'écartent sur le mois dans un contexte de forte volatilité avec une hausse comprise entre 20 et 25 bps pour les maturités 10 ans.
Le crédit se déprécie également sur le mois. La marge contre Etat s'écarte de 16 bps pour le crédit non financier à 115 bps, de 11 bps pour le crédit financier Senior à 105 bps et de 18 bps pour les financières subordonnées à 256 bps (indices Merrill Lynch).
Après un mois d'octobre extrêmement actif, l'activité primaire reste dynamique en novembre, en particulier sur le segment Corporate, avec une forte concentration des émetteurs notés dans la catégorie BBB et une présence des émetteurs américains toujours importante. Novembre, mois traditionnellement actif, n'a ainsi été que peu perturbé par les élections présidentielles américaines et l'ajustement haussier des taux qui a suivi.
Le marché primaire IG (hors Covered Bonds) totalise 12 Mds € d'émissions brutes de dettes financières et 27 Mds€ de dettes corporate (utilities + industriels) selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -12 Mds€ pour les financières et de 16 Mds € pour les dettes corporate. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 237 Mds€ en brut / 11 Mds€ en net pour les dettes financières et 276 Mds€ en brut / 150 Mds€ en net pour les dettes corporate.

La marge estimée du portefeuille contre euribor 3 mois remonte légèrement à 76 bps. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. L'allocation évolue à la marge. Le portefeuille est investi à 69% en dettes senior, 27% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 3% sous format « covered bond ». La duration crédit correspondante est stable à 2,5 années. Le fonds a été pénalisé par une effet crédit négatif.

Décembre 2016
Décembre entre incertitude, attentisme et volatilité. Plusieurs événements rythment le mois de décembre : le referendum en Italie, la réunion de politique monétaire de la BCE, la seconde négociation avec les membres hors OPEP pour la réduction de la production de pétrole et la réunion de la Fed avec la hausse attendue de 25 bps du taux directeur et le relèvement inattendu de ses attentes pour 2017.
Par ailleurs, Deutsche Bank et Credit Suisse finalisent un accord avec le DoJ pour 3,1 Mds$ et 2,5 Mds$ respectivement, auxquelles s'ajoutent des compensations financières pour leurs clients pour des montants de 4,1 Mds$ et 2,8 Mds$, ces derniers montants seront reversés durant les 5 prochaines années sous différentes formes (assistance aux clients, remises commerciales…).
Les marchés obligataires ont également dû digérer les différents rebondissements autour du sauvetage de la banque Montei dei Paschi. Cette dernière va être nationalisée après l'échec de la solution privée et l'augmentation des exigences du superviseur, la BCE, qui exige une augmentation de capital de 8,8 Mds€ et non plus 5 Mds€, ce qui a contraint le gouvernement à mettre la main à la poche. Les créanciers subordonnés participeront au « bail-in » mais les clients « Retail » devraient être indemnisés par l'État italien qui devra apporter le complément de capital manquant et détiendra probablement autour de 70% de la banque (le solde sera entre les mains des créanciers subordonnés).

Les taux européens auront connu un mois en dents de scie. La courbe des taux d'Etats allemands s'aplatit sur la partie 2/5 ans et se pentifie sur la partie 5/10 ans avec une baisse des rendements de 7 bps sur le 10 ans et de 10 bps sur le 5 ans à 0,21% et -0,53% respectivement et une baisse de 7 bps sur le 2 ans à -0,8%.
L'évolution est contrastée pour les souverains périphériques : les spreads se resserrent finalement sur le mois (recul des craintes concernant la dette grecque, formation d'un nouveau gouvernement en Italie et apaisement concernant le secteur bancaire italien) à l'exception du Portugal. Le Portugal pâtit de la décision de la BCE de ne pas augmenter sa limite de détention de dettes portugaises, ce qui pèse sur le spread.

Le crédit s'apprécie sur le mois à l'exception du crédit financier Senior qui est stable. La marge contre Etat se resserre de 1 bp pour le crédit non financier à 115 bps et de 13 bps pour les financières subordonnées à 243 bps alors qu'elle est inchangée pour le crédit financier Senior à 105 bps (indices Merrill Lynch).
En décembre, le marché primaire IG (hors Covered Bonds) totalise 5 Mds € d'émissions brutes de dettes financières selon Barclays. Le volume d'émissions net de remboursement est de -7 Mds€ pour les financières. Depuis le début de l'année, le volume d'émissions atteint 245 Mds€ en brut / 6 Mds€ en net pour les dettes financières.

La marge estimée du portefeuille contre euribor 3 mois baisse de 76 à 68 bps, traduisant un mouvement d'appréciation du crédit. La sensibilité taux est maintenue proche de 0. L'allocation évolue à la marge. Le portefeuille est investi à 69% en dettes senior, 27% en dettes subordonnées datées de type Lower Tier 2 et 2% sous format « covered bond ». La duration crédit correspondante est stable à 2.4 années.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation des instruments financiers – règlement SFTR – en devise de comptabilité de l'OPC (EUR)

Au cours de l'exercice, l'OPC n'a pas fait l'objet d'opérations relevant de la règlementation SFTR.

ESMA

- **TECHNIQUES DE GESTION EFFICACE DU PORTEFEUILLE ET INSTRUMENTS FINANCIERS DERIVES**

a) Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace du portefeuille et des instruments financiers dérivés

- Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace :
  - **Prêts de titres :**
  - **Emprunt de titres :**
  - **Prises en pensions :**
  - **Mises en pensions :**

- Exposition sous-jacentes atteintes au travers des instruments financiers dérivés : **22 318 250,00**
  - **Change à terme :**
  - **Future : 22 318 250,00**
  - **Options :**
  - **Swap :**

b) Identité de la/des contrepartie(s) aux techniques de gestion efficace du portefeuille et instruments financiers dérivés

Techniques de gestion efficace	Instruments financiers dérivés (*)

(*) Sauf les dérivés listés.

c) Garanties financières reçues par l'OPCVM afin de réduire le risque de contrepartie

Types d'instruments	Montant en devise du portefeuille
Techniques de gestion efficace . Dépôts à terme . Actions . Obligations . OPCVM . Espèces (**) **Total**	
Instruments financiers dérivés . Dépôts à terme . Actions . Obligations . OPCVM . Espèces **Total**	

(**) Le compte Espèces intègre également les liquidités résultant des opérations de mise en pension.

d) Revenus et frais opérationnels liés aux techniques de gestion efficace

Revenus et frais opérationnels	Montant en devise du portefeuille
. Revenus (***) . Autres revenus **Total des revenus** . Frais opérationnels directs . Frais opérationnels indirects . Autres frais **Total des frais**	

(***) Revenus perçus sur prêts et prises en pension.

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**

Lazard Frères Gestion S.A.S. exerce les droits de vote attachés aux titres détenus dans les OPC dont il assure la gestion selon le périmètre et les modalités précisées dans sa politique de vote. Ce document est notamment mis à disposition des souscripteurs sur simple demande auprès de la société de gestion.

- **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 OPCVM 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 CREDIT 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.

- **INFORMATION SUR LA POLITIQUE DE REMUNERATION DES OPCVM**

LFG a mis en place une politique de rémunération applicable au personnel de LFG détaillant les principes relatifs à la détermination et au versement des rémunérations.
La Politique est déterminée de manière à éviter les situations de conflits d'intérêts et les prises de risques inconsidérées ou incompatibles avec l'intérêt des clients de LFG.
Les mesures liées au paiement de la rémunération variable, qui doivent s'appliquer sur un exercice entier de performance et qui ne s'appliqueront qu'à partir de l'exercice 2017, seront publiées dans le rapport annuel début 2018.

- **AUTRES INFORMATIONS**

Le prospectus, les derniers documents annuels et périodiques ainsi que la composition de l'actif sont adressés dans un délai de huit jours ouvrés sur simple demande écrite auprès de :

Lazard Frères Gestion SAS
25, rue de Courcelles
75008 Paris.

Le prospectus est disponible sur le site www.lazardfreresgestion.fr

Désignation d'un point de contact :
Relations Extérieures – du lundi au vendredi de 9 h à 17 heures.
Tél. : 01.44.13.01.79
où des explications supplémentaires peuvent être obtenues si nécessaire.

5. CERTIFICATION DU COMMISSAIRE AUX COMPTES

Deloitte.

Deloitte & Associés
185, avenue Charles de Gaulle
92524 Neuilly-sur-Seine Cedex
France
Téléphone : + 33 (0) 1 40 88 28 00
Télécopieur : + 33 (0) 1 40 88 28 28
www.deloitte.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 30 décembre 2016

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 30 décembre 2016, 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.

Société anonyme au capital de 1 723 040 €
Société d'Expertise Comptable inscrite au Tableau de l'Ordre du Conseil Régional de Paris Ile-de-France
Société de Commissaires aux Comptes, membre de la Compagnie régionale de Versailles
572 028 041 RCS Nanterre
TVA : FR 02 572 028 041

Une entité du réseau Deloitte

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 2017

Le Commissaire aux Comptes

Deloitte & Associés

Olivier GALIENNE

6. COMPTES ANNUELS

- **BILAN** ***en EUR***

ACTIF

	30/12/2016	31/12/2015
Immobilisations nettes		
Dépôts		
Instruments financiers	**59 223 323,69**	**77 097 355,97**
Actions et valeurs assimilées		
Négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Obligations et valeurs assimilées	**59 090 573,69**	**75 935 995,40**
Négociées sur un marché réglementé ou assimilé	59 090 573,69	75 935 995,40
Non négociées sur un marché réglementé ou assimilé		
Titres de créances		**701 622,70**
Négociés sur un marché réglementé ou assimilé		701 622,70
Titres de créances négociables		701 622,70
Autres titres de créances		
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé		
Organismes de placement collectif		**449 052,87**
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	**132 750,00**	**10 685,00**
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	132 750,00	10 685,00
Autres opérations		
Autres instruments financiers		
Créances	**165 710,83**	**11 967,48**
Opérations de change à terme de devises		
Autres	**165 710,83**	**11 967,48**
Comptes financiers	**1 522 448,76**	**1 662 235,70**
Liquidités	**1 522 448,76**	**1 662 235,70**
Total de l'actif	**60 911 483,28**	**78 771 559,15**

PASSIF

	30/12/2016	31/12/2015
Capitaux propres		
Capital	**60 152 632,26**	**77 715 890,41**
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)		
Report à nouveau (a)		
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a, b)	**-604 162,21**	**-340 936,42**
Résultat de l'exercice (a, b)	**1 051 954,70**	**1 285 533,18**
Total des capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)	**60 600 424,75**	**78 660 487,17**
Instruments financiers	**132 750,00**	**10 685,00**
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	**132 750,00**	**10 685,00**
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	132 750,00	10 685,00
Autres opérations		
Dettes	**178 308,53**	**100 386,98**
Opérations de change à terme de devises		
Autres	**178 308,53**	**100 386,98**
Comptes financiers		
Concours bancaires courants		
Emprunts		
Total du passif	**60 911 483,28**	**78 771 559,15**

(a) Y compris comptes de régularisation
(b) Diminués des acomptes versés au titre de l'exercice

- **HORS BILAN** ***en EUR***

	30/12/2016	31/12/2015
Opérations de couverture		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Contrats futures		
XEUR FGBM BOB 0317	16 703 750,00	
XEUR FGBM BOBL H6		22 475 240,00
XEUR FGBS SCH 0317	5 614 500,00	
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***

	30/12/2016	31/12/2015
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	1 515 730,55	1 706 424,40
Produits sur titres de créances		-62,42
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Produits sur instruments financiers à terme		
Autres produits financiers		
Total (1)	**1 515 730,55**	**1 711 795,72**
Charges sur opérations financières		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Charges sur instruments financiers à terme		
Charges sur dettes financières	7,76	
Autres charges financières		
Total (2)	**7,76**	
Résultat sur opérations financières (1 - 2)	**1 515 722,79**	**1 711 795,72**
Autres produits (3)		
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	268 937,62	272 732,38
Résultat net de l'exercice (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	**1 246 785,17**	**1 439 063,34**
Régularisation des revenus de l'exercice (5)	-194 830,47	-153 530,16
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)		
Résultat (1 - 2 + 3 - 4 + 5 + 6)	**1 051 954,70**	**1 285 533,18**

ANNEXE COMPTABLE

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.

Swing Pricing

La société de gestion a mis en place un mécanisme d'ajustement ("swing pricing") de la valeur liquidative avec seuil de déclanchement depuis le 27 juillet 2015. Cette information est mise à la disposition des porteurs dans le prospectus du fonds, disponible au siège de la société de gestion, ainsi que sur son site internet.

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 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***

	30/12/2016	31/12/2015
Actif net en début d'exercice	**78 660 487,17**	**87 440 255,72**
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'OPC)	12 997 338,25	26 928 006,29
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-31 217 600,66	-35 893 597,27
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	215 267,32	513 978,04
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-273 115,99	-272 975,30
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	87 630,00	416 970,00
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-721 855,00	-1 002 855,00
Frais de transactions	-4 318,32	-10 583,39
Différences de change		
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-268 128,19	-1 097 110,26
Différence d'estimation exercice N	1 678 854,02	1 946 982,21
Différence d'estimation exercice N-1	-1 946 982,21	-3 044 092,47
Variations de la différence d'estimation des instruments financiers à terme	-122 065,00	199 335,00
Différence d'estimation exercice N	-132 750,00	-10 685,00
Différence d'estimation exercice N-1	10 685,00	210 020,00
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	1 246 785,17	1 439 063,34
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	**60 600 424,75**	**78 660 487,17**

• 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	36 527 583,75	60,28
Obligations à taux. VAR / REV négociées sur un marché réglementé ou assimilé	22 562 989,94	37,23
Obligations et valeurs assimilées		
TOTAL Obligations et valeurs assimilées	**59 090 573,69**	**97,51**
Titres de créances		
Titres de créances		
TOTAL Titres de créances		
Passif		
Opérations de cession sur instruments financiers		
Actions et valeurs assimilées		
TOTAL Opérations de cession sur instruments financiers		
Hors-bilan		
Opérations de couverture		
Actions		
Taux	22 318 250,00	36,83
TOTAL Opérations de couverture	**22 318 250,00**	**36,83**
Autres opérations		
Actions		
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	36 527 583,75	60,28			22 562 989,94	37,23		
Titres de créances								
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers							1 522 448,76	2,51
Passif								
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers								
Hors-bilan								
Opérations de couverture							22 318 250,00	36,83
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			5 917 250,18	9,76	26 849 520,77	44,31	13 851 092,89	22,86	12 472 709,85	20,58
Titres de créances										
Opérations temporaires sur titres										
Comptes financiers	1 522 448,76	2,51								
Passif										
Opérations temporaires sur titres										
Comptes financiers										
Hors-bilan										
Opérations de couverture					5 614 500,00	9,26	16 703 750,00	27,56		
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								
Comptes financiers								
Hors-bilan								
Opérations de couverture								
Autres opérations								

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

	Nature de débit/crédit	30/12/2016
Créances	Dépôts de garantie en espèces	165 290,70
	Coupons et dividendes en espèces	420,13
Total des créances		**165 710,83**
Dettes	Rachats à payer	25 264,80
	Frais de gestion	52 239,90
	Frais de gestion variable	100 803,83
Total des dettes		**178 308,53**

• NOMBRE DE TITRES ÉMIS OU RACHETÉS

	En parts	En montant
Parts souscrites durant l'exercice	10 319,988	12 997 338,25
Parts rachetées durant l'exercice	-24 812,958	-31 217 600,66
Solde net des souscriptions/rachats	-14 492,970	-18 220 262,41

• COMMISSIONS DE SOUSCRIPTION ET/OU RACHAT

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

• FRAIS DE GESTION

	30/12/2016
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	168 133,79
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,25
Frais de gestion variables	100 803,83
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**

	30/12/2016
Titres pris en pension livrée	
Titres empruntés	

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

	30/12/2016
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	

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

	Code Isin	Libellés	30/12/2016
Actions			
Obligations			
TCN			
OPC			
Instruments financiers à terme			

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

	30/12/2016	31/12/2015
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau		
Résultat	1 051 954,70	1 285 533,18
Total	**1 051 954,70**	**1 285 533,18**
Affectation		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	1 051 954,70	1 285 533,18
Total	**1 051 954,70**	**1 285 533,18**

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

	30/12/2016	31/12/2015
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées		
Plus et moins-values nettes de l'exercice	-604 162,21	-340 936,42
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice		
Total	**-604 162,21**	**-340 936,42**
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	-604 162,21	-340 936,42
Total	**-604 162,21**	**-340 936,42**

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

	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/12/2016
Actif net Global en EUR	**64 056 955,30**	**87 852 675,24**	**87 440 255,72**	**78 660 487,17**	**60 600 424,75**
Actif net en EUR	64 056 955,30	87 852 675,24	87 440 255,72	78 660 487,17	60 600 424,75
Nombre de titres	54 061,000	70 992,000	69 625,000	62 466,343	47 973,373
Valeur liquidative unitaire en EUR	1 184,90	1 237,50	1 255,87	1 259,24	1 263,20
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR		-37,83	-5,85	-5,45	-12,59
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	20,65	-18,72	23,24	20,57	21,92

- **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	1 347 981,40	2,22
TOTAL ALLEMAGNE			**1 347 981,40**	**2,22**
AUTRICHE				
BACA 2 5/8 01/30/18	EUR	400 000	420 057,41	0,69
ERSTE GROUP BANK 1.875% 13/05/2019	EUR	1 300 000	1 372 958,49	2,27
TOTAL AUTRICHE			**1 793 015,90**	**2,96**
BELGIQUE				
ARGE SPAA 3.875% 24-05-26	EUR	1 100 000	1 177 891,90	1,94
CCBGBB 2.25% 26/09/18	EUR	1 300 000	1 359 296,56	2,25
KBC GR 1.0% 26-04-21 EMTN	EUR	200 000	206 732,82	0,34
SOLV E3R+0.82% 01-12-17	EUR	400 000	402 189,53	0,66
TOTAL BELGIQUE			**3 146 110,81**	**5,19**
DANEMARK				
DANSKE BANK 3.875% 10/23	EUR	1 000 000	1 069 930,96	1,77
J E3R+0.35% 23-03-18 EMTN	EUR	1 300 000	1 302 353,90	2,15
N E3R+0.55% 10-09-19 EMTN	EUR	1 000 000	1 006 871,78	1,66
TOTAL DANEMARK			**3 379 156,64**	**5,58**
ESPAGNE				
BANCO POPULAR ESPANOL 3.5% 11/09/2017	EUR	1 000 000	1 036 091,51	1,71
BBVA SENIOR FINANCE SA 2.375% 22/01/2019	EUR	700 000	749 515,95	1,24
BBVA SENIOR FINANCE 3.75% 17/01/2018	EUR	1 800 000	1 936 846,03	3,19
CABKSM TF/TV 11/14/23	EUR	500 000	531 014,66	0,88
SANT CONS FIN 0.9% 18-02-20	EUR	1 300 000	1 331 289,51	2,20
TELEFONICA EMISIONES SAU 0.318% 17-10-20	EUR	1 000 000	996 119,56	1,64
TOTAL ESPAGNE			**6 580 877,22**	**10,86**
FINLANDE				
P E3R+0.28% 11-03-20 EMTN	EUR	1 000 000	1 002 800,00	1,65
TOTAL FINLANDE			**1 002 800,00**	**1,65**
FRANCE				
ALD 0.75% 26-01-18 EMTN	EUR	1 400 000	1 421 166,16	2,35
BFCM 0 1/4 06/14/19	EUR	2 000 000	2 015 220,82	3,32
BNP 2.875% 20/03/2026	EUR	700 000	746 160,59	1,23
BPCE 2.75% 08-07-26	EUR	1 000 000	1 051 096,30	1,73
C E3R+0.68% 20-04-21 EMTN	EUR	1 300 000	1 312 085,67	2,17
C E3R+0.72% 30-07-19 EMTN	EUR	2 000 000	2 008 990,67	3,32
CAFP 0 03/21/18	EUR	950 000	955 166,09	1,58
CAPG E3R+0.85% 02-07-18	EUR	300 000	302 335,43	0,50
CARR B E3R+0.5% 20-03-20	EUR	600 000	601 735,75	0,99
CREDIT AGICOLE 3.9% 2021 EMTN	EUR	1 500 000	1 758 065,96	2,90
LA BANQUE POSTALE 23/04/2026	EUR	600 000	631 453,40	1,04
R E3R+0.58% 16-07-18 EMTN	EUR	1 000 000	1 005 550,31	1,66
RCI B 0.625% 04-03-20 EMTN	EUR	1 000 000	1 014 702,60	1,67

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
SANOFI E3R+0.3% 22-03-19 EMTN	EUR	1 300 000	1 302 821,00	2,15
SG 1.0% 01-04-22 EMTN	EUR	500 000	502 538,08	0,83
SOCI GENE 2.5% 16-09-26	EUR	1 000 000	1 033 945,75	1,71
TOTAL FRANCE			**17 663 034,58**	**29,15**
ITALIE				
INTE E3R+1.05% 15-06-20 EMTN	EUR	2 300 000	2 311 217,99	3,81
ISPVIT 5.35 18/09/2018	EUR	400 000	439 065,42	0,72
POST VITA SPA 2.875% 30-05-19	EUR	1 000 000	1 058 661,23	1,75
SANPAOLO IMI E3R 20/02/18	EUR	888 000	882 416,80	1,46
UNICREDIT 5.75% 10/25	EUR	1 300 000	1 391 188,23	2,30
TOTAL ITALIE			**6 082 549,67**	**10,04**
NORVEGE				
DNBNO 3 09/26/23	EUR	300 000	315 152,10	0,52
SANT CONS BAN 0.25% 30-09-19	EUR	500 000	501 413,77	0,83
TOTAL NORVEGE			**816 565,87**	**1,35**
PAYS-BAS				
ABN AMRO BANK NV E3R+0.8% 06-03-19 EMTN	EUR	1 500 000	1 521 028,17	2,51
ACHM HYP 0.875% 17-09-18 EMTN	EUR	700 000	712 431,33	1,18
ING BANK NV 3.5% 21/11/2023	EUR	833 000	882 174,73	1,46
LEAS COR 1.375% 24-09-18 EMTN	EUR	500 000	513 397,40	0,85
LPTY I 04/08/20	EUR	700 000	717 400,08	1,18
RABOBANK NED TV 03/19	EUR	1 000 000	1 007 992,33	1,66
TOTAL PAYS-BAS			**5 354 424,04**	**8,84**
ROYAUME UNI				
ABBEY NATIONAL TREASURY 2% 01/19	EUR	1 500 000	1 588 438,36	2,62
ABBEY 2.625% 16/07/2020	EUR	1 000 000	1 093 437,95	1,80
D E3R+0.37% 25-08-17 EMTN	EUR	2 000 000	1 992 963,50	3,30
HSBC 3 3/8 01/10/24	EUR	800 000	864 795,61	1,43
NWIDE 4 1/8 03/20/23	EUR	500 000	536 015,48	0,88
ROYA BANK OF 1.625% 25-06-19	EUR	450 000	464 583,58	0,77
STAN CHAR PLC FLO 13-06-17	EUR	135 000	135 133,52	0,22
STANDARD CHARTERED 4% 21/10/25	EUR	1 000 000	1 044 489,59	1,72
TOTAL ROYAUME UNI			**7 719 857,59**	**12,74**
SUEDE				
A E3R+0.55% 12-09-19 EMTN	EUR	1 000 000	1 000 941,78	1,65
N E3R+0.3% 05-06-20 EMTN	EUR	1 500 000	1 505 505,00	2,48
SHBASS TF/TV 01/15/2024	EUR	650 000	694 862,47	1,15
TOTAL SUEDE			**3 201 309,25**	**5,28**
SUISSE				
CREDIT SUISSE SA FLO 15-12-17	EUR	1 000 000	1 002 890,72	1,65
TOTAL SUISSE			**1 002 890,72**	**1,65**
TOTAL Obligations & val. ass. ng. sur mar. régl. ou ass.			**59 090 573,69**	**97,51**
TOTAL Obligations et valeurs assimilées			**59 090 573,69**	**97,51**
Instruments financiers à terme				
Engagements à terme ferme				
Engagements à terme ferme sur marché réglementé ou assimilé				
XEUR FGBM BOB 0317	EUR	-125	-127 500,00	-0,21

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
XEUR FGBS SCH 0317	EUR	-50	-5 250,00	-0,01
TOTAL Engagements à terme fermes sur marché réglementé			**-132 750,00**	**-0,22**
TOTAL Engagements à terme fermes			**-132 750,00**	**-0,22**
TOTAL Instruments financiers à terme			**-132 750,00**	**-0,22**
Appel de marge				
Appels de marges C.A.Indo en euro	EUR	132 750	132 750,00	0,22
TOTAL Appel de marge			**132 750,00**	**0,22**
Créances			**165 710,83**	**0,27**
Dettes			**-178 308,53**	**-0,29**
Comptes financiers			**1 522 448,76**	**2,51**
Actif net			**60 600 424,75**	**100,00**

OBJECTIF VARIABLE FI	**EUR**	**47 973,373**	**1 263,20**	