

FIC de derecho francés

OBJECTIF CREDIT FI

INFORME ANUAL

al 31 de marzo de 2016

Sociedad de Gestión: Lazard Frères Gestion

Sociedad Depositaria: Caceis Bank France S.A.

Auditor: Deloitte & Associés

ÍNDICE

1.	Características de la IIC	3
2.	Cambios concernientes a la IIC	8
3.	Informe de gestión	9
4.	Información reglamentaria	26
5.	Certificación del auditor	27
6.	Cuentas del ejercicio	29

1. CARACTERÍSTICAS DE LA IIC

- **FORMA JURÍDICA**

Fondo de inversión colectiva (FIC) de derecho francés.

- **CLASIFICACIÓN**

Renta fija y otros instrumentos de deuda internacionales.

- **APLICACIÓN DE LAS SUMAS DISTRIBUIBLES**

Los importes distribuibles están constituidos por:

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

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

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

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

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

Participaciones “G”: las cuantías distribuibles son iguales al resultado neto definido anteriormente, más o menos el saldo de los ajustes por periodificación de las rentas de la categoría de las participaciones “G” aferentes al ejercicio cerrado y del traslado a cuenta nueva.

El resultado neto se distribuye en su totalidad, y la sociedad gestora decide cada año la aplicación de las ganancias netas de capital realizadas.

- **OBJETIVO DE GESTIÓN**

El objetivo de gestión es lograr, en el plazo mínimo de tres años, una rentabilidad neta de gastos superior a la del índice Eonia + 2,70% para las participaciones C y G, Eonia + 2,30% para la participación I, Eonia + 2% para la participación R y Eonia + 2,25% para la participación DH.

- **INDICADOR DE REFERENCIA**

El índice EONIA capitalizado (EURO OVERNIGHT INDEX AVERAGE) corresponde al índice medio del tipo del euro a un día. Lo calcula el Banco Central Europeo (BCE) y representa el tipo sin riesgo de zona Euro.

- **ESTRATEGIA DE INVERSIÓN**

1. Estrategias utilizadas

El objetivo de gestión es lograr, en el plazo mínimo recomendado de tres años, una rentabilidad neta de gastos superior a la del índice Eonia + 2,70% para las participaciones C y G, Eonia + 2,30% para la participación I, Eonia + 2% para la participación R y Eonia + 2,25% para la participación DH.

Para alcanzar ese objetivo de gestión, la estrategia se basa en una gestión activa de la cartera, que se invierte fundamentalmente en títulos de deuda subordinada (un tipo de deuda más arriesgado que la deuda senior/garantizada), o todo título de deuda no considerado como acciones ordinarias, emitidos por entidades financieras europeas. El proceso de gestión combina un enfoque *top-down* (enfoque de asignación estratégica y geográfica que toma en cuenta el entorno macroeconómico y sectorial) y *bottom-up* (enfoque de selección de soportes de inversión sobre una base fundamental tras un análisis de la calidad del crédito de los emisores y las características de los títulos), lo cual permite

integrar el contexto regulador en el cual se inscribe esta clase de activo. La sensibilidad a los tipos se gestiona dentro de un rango de 0 a 8. El Fondo sólo invierte en obligaciones o títulos de emisores que tengan su domicilio social en un país miembro de la OCDE y/o en emisiones o títulos cotizados en una bolsa de uno de estos países. El Fondo sólo invierte en obligaciones denominadas en euros, dólares estadounidenses o libras esterlinas.

Para construir su cartera, el gestor procede a su propio análisis de obligaciones o títulos que no se consideran acciones ordinarias. Se basa asimismo en las calificaciones otorgadas por las agencias, pero sin basarse exclusiva y mecánicamente en estas.

El Fondo podrá invertir en cualquier tipo de emisor cuyo domicilio social se sitúe en un país miembro de la OCDE y/o en emisiones o títulos cotizados en una bolsa de uno de estos países. El Fondo no podrá invertir en obligaciones emitidas por países incluidos en la lista negra del GAFI.

El Grupo de Acción Financiera (GAFI) es un organismo intergubernamental cuyo objetivo es formular y promover políticas contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo tanto a escala nacional como internacional.

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

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

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

2. Activos (excluidos los derivados integrados)

Renta variable:

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

Instrumentos de deuda e instrumentos del mercado monetario:

Para construir su cartera, el gestor procede a su propio análisis de obligaciones o títulos que no se consideran acciones ordinarias. Se basa asimismo en las calificaciones otorgadas por las agencias, pero sin basarse exclusiva y mecánicamente en estas.

Hasta un máximo del 100% del patrimonio neto en obligaciones o títulos, no considerados acciones ordinarias, emitidos por emisores de la categoría investment/grade o equivalente según el análisis de la sociedad gestora, con una calificación mínima BBB- según Standard & Poor's o su equivalente según el análisis de la sociedad gestora, así como un límite máximo del 20% del patrimonio neto en obligaciones o títulos emitidos por emisores de la categoría especulativa/high yield según el análisis de la sociedad gestora, o con una calificación por debajo de BBB- por Standard & Poor's o equivalente según el análisis de la sociedad gestora, o sin calificación. Las emisiones o títulos emitidos por los emisores de la categoría especulativa/high yield no podrán superar el 50% máximo del patrimonio neto del Fondo. Hasta un máximo del 30% del patrimonio neto en obligaciones convertibles y obligaciones convertibles contingentes

Hasta un máximo del 75% en obligaciones o títulos que no se consideran acciones ordinarias, negociados en dólares EE.UU. o libras esterlinas. El riesgo de cambio estará cubierto siempre que la exposición de cambio no exceda del 10% del patrimonio.

IIC:

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

Estas IIC pueden estar gestionadas por la sociedad de gestión.

3. Instrumentos derivados

- **Tipo de mercados de intervención:**

- ☒ regulados
- ☒ organizados
- ☒ de contratación directa

- **Riesgos en los que desea intervenir el gestor:**

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

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

- ☒ cobertura
- ☒ exposición
- ☐ arbitraje
- ☐ autre nature

- **Índole de los instrumentos utilizados:**

- ☒ **futuros:**

- ☐ sobre renta variable e índices de renta variable
- ☒ sobre tipos: riesgo de tipos
- ☒ de cambio de divisas

- ☒ **opciones:**

- ☐ sobre renta variable e índices de renta variable
- ☒ sobre tipos: riesgo de tipos y de volatilidad de tipos
- ☒ de cambio: únicamente sobre los mercados organizados

- ☒ **swaps:**

- ☐ swaps de renta variable
- ☒ swaps de tipos: transformación de la remuneración a tipo fijo en remuneración a tipo variable y viceversa
- ☒ swaps de cambio de divisas

- ☒ **cambio de divisas a plazo**

- ☒ **derivados de crédito** hasta un máximo del 20% del patrimonio

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

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

4. Títulos que incorporan derivados

El gestor podrá invertir en valores que incorporan los derivados siguientes: productos estructurados, deuda subordinada, obligaciones convertibles y bonos convertibles contingentes (estos últimos hasta un máximo del 30% del patrimonio neto).

5. Depósitos:

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

6. Empréstitos monetarios:

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

7. Operaciones de adquisición y cesión temporal de títulos:

Operaciones de adquisición y cesión temporal de instrumentos financieros: límite 10%.

- **Índole de las operaciones utilizadas:**

- ☒ pactos de retroventa y de recompra conforme al Código Monetario y Financiero;
- ☐ préstamos y empréstitos de títulos conforme al Código Monetario y Financiero;
- ☐ otra índole (concretar)

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

- ☒ gestión de la tesorería;
- ☐ optimización de los ingresos del Fondo;
- ☐ en su caso, contribución al efecto de palanca del Fondo;
- ☐ otra índole

En el apartado relativo a los gastos y comisiones figura información adicional sobre la remuneración.

8. Información sobre las garantías financieras:

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

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

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

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

- **PERFIL DE RIESGO**

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

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

Riesgo de tipos: Existe un riesgo de bajada del valor de las obligaciones y de otros títulos e instrumentos de tipos, y por consiguiente, de la cartera, provocada por una variación en los tipos de interés.

Riesgo de crédito: El emisor de una obligación puede verse abocado a incumplir los pagos. Por lo tanto, ese impago podría hacer disminuir el valor liquidativo del Fondo. Incluso en ausencia de impago de algún emisor, las variaciones de los márgenes de crédito pueden hacer que la rentabilidad sea negativa. Esos riesgos son tanto más importantes cuanto más baja sea la calidad de solvencia del emisor.

La disminución del valor liquidativo podrá ser tanto más importante en la medida en que el Fondo esté invertido en deudas pertenecientes a la categoría especulativa/high yield. Este Fondo se debe considerar parcialmente especulativo, debido a las inversiones en títulos cuya calificación es baja. Por ello, la utilización de títulos especulativos/high yield podrá conllevar un mayor riesgo de disminución del valor liquidativo.

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

Riesgo de liquidez: Se trata de la dificultad o la imposibilidad de realizar la cesión de títulos detentados en cartera en el momento oportuno y al precio de valoración de la cartera, debido al tamaño reducido del mercado o a la falta de volumen en el mercado donde se negocian habitualmente los títulos en cuestión.

Riesgo de renta variable: El Fondo podrá estar sometido a fluctuaciones importantes de acciones subyacentes por posibles inversiones en obligaciones convertibles en acciones. El riesgo de la acción será complementario (inferior al 10%).

Riesgo de cambio: El Fondo puede invertir en títulos denominados en divisas extranjeras distintas del euro hasta un máximo del 75% exclusivamente en las divisas dólar EE.UU. o libra esterlina. El riesgo de cambio resultante (no cubierto) no podrá superar el 10% del patrimonio.

Riesgo de contraparte: Se trata del riesgo asociado a la utilización por este Fondo de instrumentos financieros a plazo, de contratación directa, o al recurso a operaciones de adquisición y de cesión temporal de títulos. Estas operaciones realizadas con una o varias contrapartes elegibles exponen potencialmente al Fondo a un riesgo de incumplimiento por una de dichas contrapartes, que podría desembocar en un impago.

Riesgo de instrumentos derivados: El Fondo se puede exponer de manera sintética a instrumentos de tipos o de índices, hasta una vez su patrimonio neto. La utilización de productos derivados en mercados organizados y de contratación directa puede exponer a una fuerte variación del valor liquidativo al alza o a la baja a través de los subyacentes que reaccionan fuertemente a las fluctuaciones de los mercados.

Garantía o protección

Ninguna.

• SUSCRIPTORES INTERESADOS Y PERFIL DEL INVERSOR TIPO

Participación C: Todos los suscriptores; más especialmente destinada a su comercialización directa por la sociedad gestora entre la clientela privada.

Participación R: Todos los suscriptores; más especialmente destinada a su comercialización directa por colaboradores de la sociedad gestora o por sociedades gestoras terceras.

Participación I: Reservada a los inversores institucionales.

Participación DH: Todos los suscriptores.

Participación G: Todos los suscriptores, reservada más especialmente a Groupama y a cualquier entidad detentada directa o indirectamente, o gestionada, por Groupama.

Este Fondo se dirige a aquellos suscriptores conscientes de los riesgos asociados a las inversiones en los mercados de crédito internacionales.

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

Información relativa a los inversores estadounidenses:

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

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

• FATCA:

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

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

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

Plazo de inversión recomendado: 3 años mínimo.

2. CAMBIOS CONCERNIENTES A LA IIC

Cambios en el Fondo

El Presidente de la sociedad de gestión Lazard Frères Gestion S.A.S. decidió nombrar una nueva entidad depositaria y una nueva entidad de valoración para el FIC Objectif Crédit Fi: CACEIS BANK France en lugar de Lazard Frères Banque para la función de entidad depositaria y CACEIS FUND ADMINISTRATION en lugar de Lazard Frères Gestion para la función de entidad de valoración.

Fecha de efecto: 23 de noviembre de 2015.

El Presidente de la sociedad de gestión Lazard Frères Gestion S.A.S. decidió, respecto del FIC Objectif Crédit Fi (Participación C: FR0010590950; Participación R: FR0010752543; Participación I: FR0011844034; Participación G: FR0012074151):

1) La creación de una participación "DH", denominada en dólares EE.UU.

2) Inversión en Obligaciones Convertibles Contingentes (CoCos): 30% máximo del patrimonio neto (en lugar del 20% máximo).

Fecha de efecto: 5 de enero de 2016.

3. INFORME DE GESTIÓN

EVOLUCIÓN Y RENTABILIDAD

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

Objectif Crédit FI, "participaciones C": el patrimonio neto pasó de 185 007 122,11 euros el 31/03/2015, a 191 590 846,66 euros el 31/03/2016. El número de participaciones en circulación al 31/03/2016 era de 14 884,456.

El valor liquidativo de 13 417,95 euros el 31/03/2015 pasó a ser de 12 871,87 euros el 31/03/2016, lo que corresponde a una evolución del -4,07%.

Objectif Crédit FI, "participaciones I": el patrimonio neto pasó de 62 071 930,20 euros el 31/03/2015, a 73 325 714,11 euros el 31/03/2016. El número de participaciones en circulación al 31/03/2016 era de 71 220,341.

El valor liquidativo de 1 076,79 euros el 31/03/2015 pasó a ser de 1 029,56 euros el 31/03/2016, lo que corresponde a una evolución del -4,39%.

Objectif Crédit FI, "participaciones R": el patrimonio neto pasó de 91 166 077,68 euros el 31/03/2015, a 83 423 166,00 euros el 31/03/2016. El número de participaciones en circulación al 31/03/2016 era de 288 759,418.

El valor liquidativo de 303,22 euros el 31/03/2015 pasó a ser de 288,90 euros el 31/03/2016, lo que corresponde a una evolución del -4,72%.

Objectif Crédit FI, "participaciones DH": el patrimonio neto pasó de 450 000,00 dólares el 06/01/2016 (fecha de creación), a 446 767,73 dólares el 31/03/2016. El número de participaciones en circulación al 31/03/2016 era de 450.

El valor liquidativo de 1 000,00 dólares el 06/01/2016 pasó a ser de 992,81 dólares el 31/03/2016, lo que corresponde a una evolución del -3,10%.

Objectif Crédit FI, "participaciones G": el patrimonio neto pasó de 32 108 097,24 euros el 31/03/2015, a 43 131 204,59 euros el 31/03/2016. El número de participaciones en circulación al 31/03/2016 era de 430 006.

El valor liquidativo de 107,02 euros el 31/03/2015 pasó a ser de 100,30 euros el 31/03/2016, lo que corresponde a una evolución del -4,05%.

La rentabilidad del índice en el periodo fue del -0,16%.

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

Compra:

Isin	Denominación	Importe neto en €
XS0097772965	Dresdner 8,151%reg'S99-30jn31s	8 265 909,79
XS1385999492	Cloverie Plc Tv Emtn16-24jn46a	4 454 551,49
XS0356705219	Roy.bk Sc.6,934%emtn08-09ap18a	3 968 849,73
USF1R15XK441	BNP Paribas Tv(regs)16-30mr-S	2 954 077,52
XS0995102778	Ing Bk Tv (s115)emtn13-21no23s	1 944 481,13

Venta:

Isin	Denominación	Importe neto en €
XS0459088794	Lbg C.26,385%(emtn)09-12my20a	4 991 287,70
DE000A0KAAA7	Ht1 Funding Tv(perp)06-30jn-A	4 699 082,59
XS0459091236	Lbg C75/8%(s36-Coco)09-14oc20a	2 359 399,92
XS04717672761	Lbg Cap.tv (s1-Coco)09-15de-S	1 894 559,48
XS0969864916	Standard C.5,2% Regs13-26ja24s	1 689 723,92

Información relativa a las adquisiciones y cesiones temporales de títulos:

En el marco de la gestión diaria de tesorería, el gestor podría recurrir a operaciones de repo. Estas recompras de instrumentos financieros se realizan exclusivamente con Lazard Frères Banque y por espacio de un día, renovable en su caso durante el periodo del 1 de abril de 2015 al 20 de noviembre de 2015.

Los títulos recibidos en garantía por la IIC para reducir el riesgo de contraparte, de haberlos, se detallan en "Otras operaciones" de la información complementaria.

Los ingresos generados por estas operaciones se reflejan en la cuenta de explotación, en el epígrafe "Ingresos por adquisiciones y cesiones temporales de títulos".

CONTEXTO ECONÓMICO**Introducción**

El crecimiento mundial ha seguido siendo modesto en estos doce últimos meses, cayendo al +3,1% en 2015 según las últimas estimaciones del FMI. Este fenómeno se debe en gran parte al debilitamiento de la actividad de los países emergentes, causada en parte por la caída de los precios de las materias primas, la ralentización china, las tensiones geopolíticas y los desórdenes internos en algunos de esos mercados. En los países desarrollados, se ha afianzado una lenta recuperación al calor del aumento del consumo privado, si bien la bajada de los precios del petróleo no ha llegado a tener el efecto esperado. El año transcurrido ha estado marcado también por las divergencias entre las políticas monetarias promovidas por los mayores bancos centrales del planeta. En Estados Unidos, tras siete años de tipos inalterados, la solidez del crecimiento y el progreso realizado en materia de empleo han permitido a la Reserva Federal (FED) abandonar la cifra cero y aumentar la horquilla objetivo de su tipo director en 25 puntos básicos, situándola a entre el 0,25% y el 0,50%. En la zona euro, la recuperación se ha afianzado a pesar de las incertidumbres políticas. El Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado una serie de medidas encaminadas a impulsar la inflación, entre las que se encuentra un programa muy amplio de compra de activos con el que ha estado adquiriendo bonos públicos, así como obligaciones emitidas por empresas no financieras con buena calificación. En Japón, la tónica de actividad ha sido débil durante el año terminado. El Banco Central japonés ha decidido aplicar un tipo de interés negativo a parte de los excedentes de las reservas marginales de las entidades bancarias. En China, el reequilibrio de la economía ha provocado la reducción de su crecimiento. Para amortiguarlo, las autoridades chinas han flexibilizado en varias ocasiones su política monetaria. El Banco Central chino ha modificado el mecanismo de fijación del tipo de cambio del yuan y anunciado que controlaría de ahora en adelante su evolución frente a una cesta que incluye las divisas de sus principales socios comerciales. En los demás países emergentes, el crecimiento ha aguantado en la India pero ha seguido disminuyendo en Brasil y Rusia.

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

Fuente: Perspectivas económicas del FMI, actualizadas en abril de 2016

Los mercados de renta variable han marcado unos índices mediocres en estos últimos doce meses, aquejados por episodios de acusada volatilidad. En el segundo trimestre, el pulso protagonizado por Grecia y sus acreedores ha incidido negativamente en la percepción de los inversores. Los mercados se recuperaron en julio al vislumbrarse una

solución a esa crisis. Sin embargo, las preocupaciones en torno al crecimiento chino tras la modificación por parte del Banco Central chino de su normativa sobre los tipos de cambio, el 11 de agosto, provocaron una recaída. En septiembre, el discurso cauto mantenido por la Reserva Federal sobre la situación de la economía mundial y el escándalo de Volkswagen dieron lugar a otra caída. El anticipo de nuevas medidas de apoyo por parte del Banco Central Europeo tras su reunión del 22 de octubre propició un repunte considerable, que perdió fuelle tras el anuncio realizado por Mario Draghi en su conferencia de prensa del 3 de diciembre de un nuevo paquete de medidas que decepcionaron las elevadas expectativas que se habían creado los inversores, en un contexto de bajadas del precio del petróleo.

Entre finales de diciembre y mediados de febrero, los mercados mundiales de renta variable han registrado dos periodos de fuertes caídas, de los que se han recuperado seguidamente. En el primer periodo, evolucionaron en función de los precios del crudo, si bien China hizo saltar de nuevo las alarmas de los mercados a principios de enero. En el segundo episodio, prevalecieron los temores a una posible recesión en Estados Unidos, tras hacerse públicos unos datos estadísticos decepcionantes y estado de salud de los bancos europeos. Los inversores estaban inquietos por la exposición de los bancos al sector energético y por sus perspectivas de beneficios en un entorno de bajadas de los tipos. Los buenos datos económicos estadounidenses, la subida del precio del crudo y las políticas extremadamente acomodaticias de los Bancos Centrales propiciaron un marcado repunte. En este contexto y en términos de divisa local, a lo largo de doce meses, el Eurostoxx ha bajado un 14,9%, el Topix un 12,7%, el S&P 500 un 0,4% y el índice MSCI de los países emergentes expresado en dólares un 14,1%.

Los rendimientos a largo plazo de los bonos del Estado de los países sin riesgo han ido reduciéndose a lo largo del año pasado y su evolución ha estado ligada en gran parte a las preocupaciones en torno al crecimiento mundial y a las anticipaciones a las políticas monetarias de la Reserva Federal y del BCE. En doce meses, el tipo a 10 años del Estado alemán ha pasado del 0,18% al 0,15% y el tipo a 10 años del bono estadounidense del 1,92% al 1,77%.

En cuanto a las primas de riesgo de los países periféricos con respecto a Alemania, la de Grecia se ha reducido notablemente (-302 puntos básicos), la de Italia se ha mantenido estable, aumentando las de España (+25 puntos básicos) y Portugal (+128 puntos básicos). Las de los bonos privados de alto rendimiento respecto de los bonos del Estado se han ampliado en 42 puntos básicos, hasta alcanzar 121 puntos básicos según los índices Merrill Lynch. La diferencia ha sido aún mayor en cuanto a los instrumentos de renta fija de alto rendimiento, que han experimentado un crecimiento de las primas de riesgo, de 106 puntos básicos a 505 puntos básicos.

A pesar de las políticas monetarias divergentes aplicadas respectivamente por la Reserva Federal y el BCE, el euro se ha apreciado un 6,0% frente al dólar. Esta subida se ha producido sobre todo en 2016, motivada por las dudas en torno al crecimiento estadounidense y por las revisiones a la baja realizadas por la Reserva Federal de las previsiones del tipo de los fondos federales. El euro se ha depreciado un 0,6% frente al yen.

Los precios del petróleo han bajado considerablemente a lo largo del verano, debido a la renuencia de la oferta en Estados Unidos y en los países de la OPEP, pero también a las previsiones de aumento de la producción iraní. El precio del barril de Brent ha regresado a cotas superiores a 50 dólares entre finales de agosto y principios de noviembre, pero ha vuelto a desplomarse hasta alcanzar un mínimo de 26 dólares a mediados de enero. A finales de marzo y ante la posibilidad de un acuerdo entre los principales productores de petróleo, ha registrado una tendencia alcista, hasta alcanzar los 39 dólares a finales de marzo. A lo largo del año, el precio del barril de Brent ha bajado un 27,4%.

Estados Unidos

En Estados Unidos, el crecimiento se ha frenado en el segundo semestre, siendo del +1,4% en ritmo anualizado en el cuarto trimestre de 2015 (+2,0% en un año), debido en parte a la bajada de las inversiones en el sector petrolífero, a la disminución del nivel de inventarios y a la debilidad de las exportaciones.

El índice ISM del sector manufacturero ha seguido una tendencia bajista, marcando un mínimo de 48,0 en diciembre de 2015. En marzo de 2016, ha marcado 51,8, es decir una bajada de 0,5 puntos en un año. En cuanto al índice ISM del sector no manufacturero, ha aguantado bien hasta el cuarto trimestre de 2015 si bien ha retrocedido con posterioridad. En marzo de 2016, se situaba en 54,5, lo que representa una bajada de 2,4 puntos a lo largo de un año.

El mercado laboral se ha mantenido dinámico a pesar de la ralentización de la actividad. En promedio y a lo largo de los doce últimos meses, el sector privado ha generado 223.000 empleos, contribuyendo de esta manera a la reducción de la tasa de desempleo, que ha pasado del 5,5% en marzo de 2015 al 5,0% en marzo de 2016. El crecimiento de los salarios ha sido prácticamente estable, pasando del +2,2% anual en marzo de 2015 al 2,3% en marzo de 2016.

El consumo de los hogares ha sido bueno, aunque no ha reflejado totalmente el aumento de poder adquisitivo generado por la caída de los precios del petróleo, dado que parte de ese aumento se ha destinado al ahorro. El consumo ha aumentado un 2,8% interanual en febrero, mientras que la tasa de ahorro ha progresado, pasando del 4,9% de renta disponible en marzo de 2015 al 5,4 % en febrero de 2016.

La recuperación del sector de la construcción se ha afianzado. El número de licencias de obra nueva ha aumentado un 4,6% interanual y los de inicio de construcción un 14,2%. La construcción de vivienda unifamiliar ha aumentado con más fuerza que la de bloques de viviendas y la confianza de los constructores de vivienda ha seguido en cotas altas. El índice NAHB, tras marcar un punto álgido a finales de otoño, ha decrecido levemente pero sin alejarse de la cota máxima alcanzada durante este ciclo económico.

En el sector residencial, el número de ventas de vivienda nueva estuvo menguando hasta otoño para progresar de nuevo después. En febrero, el número de ventas registradas a lo largo de doce meses había caído un 6,1%. En cuanto a las ventas de vivienda de segunda mano, progresaron un 1,5% anual.

Los pedidos de bienes de inversión, excluidas defensa y aviación, retrocedieron un 0,6% anual en febrero, penalizados por la caída del 45,6% anual de los pedidos en los sectores minero y petrolífero, provocada por la bajada de los precios de las materias primas.

El déficit comercial se ha mantenido más o menos estable durante el año transcurrido, siendo de 47 000 millones de dólares en febrero de 2016. La tendencia hacia la reducción del déficit de la balanza petrolera y el aumento del déficit, excluyendo el petróleo, no ha decaído.

La inflación ha ido aumentando a lo largo de estos últimos doce meses, pasando del -0,1% interanual en marzo de 2015 al +0,9 en marzo de 2016. Excluyendo la energía y la alimentación, ha pasado del +1,8% al +2,2%.

Tras su reunión del 16 de diciembre, la Reserva Federal ha decidido aplicar un alza de 25 puntos básicos en la horquilla de tipos de interés de los fondos federales, dejándola entre el 0,25% y el 0,50%.

Zona euro

En la zona euro, se ha afianzado la recuperación económica, si bien se ralentizó en el segundo semestre debido al debilitamiento del entorno exterior. El PIB ha progresado un +1,3% en ritmo anualizado durante el cuarto trimestre de 2015 (+1,6% en ritmo anual). El índice PMI compuesto para el conjunto de la zona euro se ha mantenido más o menos estable durante los primeros nueve meses, situándose niveles coherentes con una tasa de crecimiento cercana al 2%. Durante el primer trimestre, ha perdido fuelle, siendo de 53,1 en marzo, lo que equivale a una bajada de 0,9 puntos anuales.

En Alemania, la balanza del comercio exterior ha frenado algo el crecimiento durante el segundo semestre. El crecimiento, del +1,6% en ritmo anualizado durante el segundo trimestre de 2015, ha caído al +1,2% en ritmo anualizado durante el tercer y el cuarto trimestres de 2015 (+1,3% interanual). El índice PMI compuesto ha bajado 1,4 puntos a lo largo del año, situándose en 54,0 en marzo de 2016. La tasa de desempleo se ha mantenido en cotas bajas, siendo del 4,3% en febrero de 2016. Se trata de la tasa más baja en Europa.

En Francia, la inversión y el comportamiento de los inventarios han dinamizado el crecimiento durante el segundo semestre. El PIB se ha mantenido estable durante el segundo trimestre de 2015, para progresar un 1,2% en ritmo anualizado durante el tercer y el cuarto trimestres de 2015 (+1,4% interanual). El índice PMI compuesto ha bajado 2,4 puntos durante el año, situándose en 50,0 en marzo de 2016. La tasa de desempleo seguía siendo elevada, pasando del 10,3% en marzo de 2015 al 10,2% en febrero de 2016.

En Italia, el comercio exterior y el comportamiento de los inventarios han frenado la actividad durante el segundo semestre. El crecimiento, del +1,2% en ritmo anualizado durante el segundo trimestre de 2015, ha caído al +0,8% durante el tercer trimestre de 2015 y al +0,4% durante el cuarto trimestre de 2015 (+1,0% interanual). El índice PMI compuesto se ha mantenido estable a lo largo del año, siendo de 52,4 en marzo de 2016. La tasa de desempleo, aun siendo elevada, ha ido bajando, pasando del 12,4% en marzo de 2015 al 11,7% en febrero de 2016.

En España, el crecimiento ha seguido sostenido gracias a la pujante demanda interna. Ha alcanzado el +3,2% en ritmo anualizado durante el cuarto trimestre de 2015 (+3,5% interanual). Si bien la tasa de desempleo se mantiene elevada, del 20,4% en febrero 2016, ha bajado en 2,4 puntos con respecto a sus niveles de marzo de 2015. Las elecciones autonómicas en Cataluña se han saldado con una victoria de los partidos independentistas, alzándose con la mayoría absoluta en el Parlamento, mientras que el resultado de las elecciones legislativas nacionales no ha permitido formar un Gobierno.

En Grecia, tras el cierre durante tres meses de los bancos y la aplicación de medidas de control de los capitales, se ha alcanzado finalmente un acuerdo para un tercer plan de ayudas.

La inflación interanual ha seguido siendo discreta en la zona euro. Del -0,1% en marzo de 2015 ha pasado al 0,0% en marzo de 2016, y del +0,6% al +1,0% excluidas energía y alimentación.

Tras su reunión celebrada en diciembre, el Banco Central Europeo ha decidido ampliar su programa de compra de activos a los títulos emitidos por las administraciones regionales y locales, prorrogar en seis meses o más la duración de dicho programa, hasta al menos finales de marzo de 2017, y reducir la tasa de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, al -0,30%. En marzo, ha reducido en 5 puntos básicos la tasa de las operaciones de refinanciación y la de facilidad marginal de crédito, situándolas respectivamente en el 0,0% y 0,25%, y en 10 puntos básicos la tasa de depósito, al -0,40 %. Además, el Banco Central Europeo ha aumentado en 20 000 millones de euros su programa de compras, ascendiendo a 80 000 millones de euros al mes, y ha incluido además en dicho programa los bonos corporativos no bancarios con buena calificación. Ha anunciado también una nueva serie de cuatro operaciones de refinanciación objetivada a largo plazo.

Japón

La actividad económica japonesa ha sido discreta en estos doce últimos meses. El PIB disminuyó en el segundo trimestre de 2015 antes de repuntar un +1,4 % en ritmo anualizado en el tercer trimestre de 2015. Sin embargo, la actividad volvió a recaer durante el cuarto trimestre de 2015, marcando un retroceso del 1,1% en ritmo anualizado (+0,7% interanual). Esta bajada se debe en gran parte a la disminución del consumo de los hogares, ya que la inversión privada ha sido dinámica.

El mercado laboral se ha mantenido tenso, con una tasa de desempleo muy baja, que ha pasado del 3,4% en marzo de 2015 al 3,3% en marzo de 2016. El número de puestos de trabajo potenciales por cada parado era muy elevado.

La inflación interanual ha bajado, pasando de +2,3% en marzo de 2015 a +0,3% en marzo 2016 y de +2,1% a +0,8% excluidas energía y alimentación, debido a los efectos básicos provocados por la subida del IVA en abril de 2014.

Tras su reunión del 29 de enero, el Banco de Japón ha decidido aplicar un tipo de interés negativo del 0,1% a parte del excedente de las reservas marginales de la banca.

China

El reequilibrio de la economía china, donde el consumo y los servicios han cobrado más importancia, ha dado lugar a una ralentización progresiva del crecimiento, del +6,7% anual en el primer trimestre de 2016 frente al +7,0% registrado en el segundo trimestre de 2015. El Gobierno apuesta por un crecimiento del orden del 6,5% al 7,0% en 2016. El peso del sector secundario en el PIB ha disminuido, pasando del 42,2% al 40,0% entre el segundo trimestre de 2015 y el primer trimestre de 2016, en tanto que el del sector terciario ha crecido, pasando del 49,0% al 51,7%.

A tenor de los datos mensuales de actividad, el crecimiento de la inversión se ha ralentizado, pasando de un +13,2% interanual en marzo de 2015 al +11,2% interanual en marzo de 2016, con una bajada muy acusada hasta finales del tercer trimestre de 2015. El volumen de ventas minoristas ha mostrado mayor estabilidad, ralentizándose al +9,8% en marzo de 2016.

El sector inmobiliario ha recobrado fuerzas. El incremento en las ventas de viviendas e inicio de nueva obra se ha acelerado, hasta alcanzar respectivamente el +40,3% y el +21,9% interanual en marzo de 2016. La inversión en el segmento residencial ha ido enderezándose a finales de año y los precios han aumentado un 7,4% interanual en marzo de 2016, frente al -4,4% registrado en marzo de 2015.

En marzo de 2016, el superávit de la balanza comercial acumulado en los doce últimos meses ha alcanzado una cifra record: 605.300 millones de dólares.

El Banco Central chino ha modificado en dos ocasiones su política cambiaria. El 11 de agosto, anunció que el yuan continuaría cambiándose frente al dólar en una banda de fluctuación del +/- 2%, pero que la paridad central alrededor de la cual se calculaba esa banda evolucionaría en función de las cotizaciones de la víspera, y ya no respecto de una cotización predeterminada. A mediados de diciembre, varias semanas después de que el FMI respaldase la entrada del yuan en su cesta de DTS, las autoridades chinas anunciaron que de ahora en adelante gestionarían su moneda frente a una cesta de divisas, dejando de ser el dólar estadounidense su única referencia.

La inflación interanual se ha acelerado, pasando del +1,4% en marzo de 2015 al +2,3% en marzo de 2016.

El Banco Central ha reducido en cien puntos básicos su tipo director, en cuatro movimientos entre marzo de 2015 y marzo de 2016 y reducido en cuatro etapas el coeficiente de reservas obligatorias.

POLÍTICA DE GESTIÓN

Abril de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi disminuye un -0,39% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se estrechan durante el mes de abril. Los Tier 1 reducen su diferencial en 20 puntos básicos, hasta 355 puntos (en relación con las emisiones de los Gobiernos). Los Lower Tier 2 reducen su diferencial en 4 puntos básicos, pasando a 221 puntos, y las deudas Senior reducen su diferencial en 4 puntos básicos, cerrando en 75 puntos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes ("Cocos") reducen en 14 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 457 puntos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se acentúa intensamente durante el mes, con un aumento de los rendimientos de 19 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 11 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el 0,37% y el 0,01%, respectivamente, y un aumento de 3 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,22%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del +3,35%, frente al +2,43% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +3,84 del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 2,5%, frente al 2,4% del SUSI Lower Tier 2 y el 1,6% del SUSI Tier 1.

La tendencia masiva de venta que ha imperado en los tipos a finales de abril, en el que el conjunto de curvas de los Estados subieron en dos días casi 20 puntos básicos sin ningún motivo lógico y a pesar de unos datos macroeconómicos mediocres, constituye uno de los mayores acontecimientos del mes. A pesar de la existencia de factores técnicos favorables, ya que las compras de deudas soberanas realizadas por el BCE fomentaron una situación de emisión neta negativa en abril, el mercado fue cogido a contrapié. Nadie ha podido hallar razones convincentes para explicar un fenómeno tan abrupto. Las hipótesis más verosímiles apuntan a que se produjeron importantes ventas de futuros en un mercado poco líquido, ventas realizadas por varios inversores estadounidenses de mucho prestigio. En todo caso, una cosa ha quedado clara: los inversores no han inyectado en otros mercados la liquidez masiva generada por el plan de expansión cuantitativa del BCE. En efecto, el conjunto de los activos, o casi todos, fueron bajistas este mes.

En cuanto a los resultados de los bancos en su primer trimestre de actividad, la debilidad del crecimiento de los ingresos ha sido notable. Exceptuando las entidades que obtienen parte de sus ingresos en dólares (evolución del tipo de cambio favorable) y/o de las actividades de mercado (trimestre particularmente animado en volumen de emisiones), los bancos tienen problemas para compensar con los volúmenes de operaciones la reducción de sus márgenes. En algunos casos, sólo las ganancias de trading (no recurrentes) permiten mantener unos ingresos estables o ligeramente mayores. En cambio, se siguen revisando al alza los objetivos de ratios de capitalización.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 15.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -9.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 104.000 millones de euros brutos y -20.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 3,8% al vencimiento final, y del 3,7% al call, con una sensibilidad a los tipos de 6,0 y al crédito de 7,1. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento "en el peor supuesto") para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 8 Lower Tier 2 reclamables de un total de 41 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 3,5%.

Mayo de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi disminuye un -0,34% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se amplían ligeramente durante el mes de mayo. Los Tier 1 aumentan su diferencial en 6 puntos básicos, hasta 361 puntos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 en 2 puntos básicos, pasando a 223 puntos, y las deudas Senior en 3 puntos básicos, cerrando en 79 puntos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes ("Cocos") reducen en 11 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 446 puntos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se acentúa durante el mes, con un aumento de los rendimientos de 12 puntos básicos en la deuda a 10 años y un descenso de 1 punto básico en las emisiones a 5 años, situándose

en el 0,48% y el 0,00%, respectivamente, manteniéndose estable la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,22%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del +3,00% frente al +2,38% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +3,85% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 2,7%, frente al 2,4% del SUSI Lower Tier 2 y el 1,5% del SUSI Tier 1.

La volatilidad de los tipos de la deuda de los Estados continúa a comienzos de mes: el bono alemán llega a alcanzar el 0,77% en una sola sesión, para decrecer paulatinamente y terminar en el 0,50% a finales de mes. Las explicaciones propuestas son las mismas: escasez de movimientos de liquidez y, en segundo plano, el BCE comprando e incluso anunciando que va a acelerar su plan de compra de activos en previsión de una menor liquidez durante el periodo estival, y volúmenes importantes en los derivados, sobre todo en los futuros, principal factor de subida de los tipos desde hace casi dos meses. Existen muchos y variados argumentos que animan el debate sobre esta cuestión. Resumiendo: se alude a la inflación, el petróleo, la subida de la prima a vencimiento o las expectativas de inflación y tipos reales.

La violencia y la rapidez del movimiento sobre los tipos ha cogido a la mayor parte de los inversores desprevenidos y a contrapié, tras varios meses de "caza de rentabilidades" y de emisiones primarias largas (10 años o más). Ser largo en duración parece hoy estar "pasado de moda", si bien algunos inversores institucionales están aprovechando esta subida de tipos para comprar a precio de saldo deuda pública a 15-20 años o crédito a 10 años o más.

En este contexto de fuerte volatilidad de tipos y de incertidumbres en torno al "culebrón griego", las emisiones primarias de deudas subordinadas son muy limitadas. Numerosos emisores tienen que aplazar sus proyectos de emisión a la vista de que la tormenta de los tipos no amainaba.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 23.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman +8.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 131.000 millones de euros brutos y -7.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,1% al vencimiento final, y del 4,0% al call, con una sensibilidad a los tipos de 5,2 y al crédito de 8,5. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento "en el peor supuesto") para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 8 Lower Tier 2 reclamables de un total de 41 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 3,8%.

Junio de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi disminuye un -2,55% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras aumentan considerablemente durante el mes de junio. Los Tier 1 aumentan su diferencial en 93 puntos básicos, hasta 454 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 aumentan en 40 puntos básicos, pasando a 264 puntos, y las deudas Senior aumentan en 22 puntos básicos, cerrando en 100 puntos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes ("Cocos") aumentan en 22 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 468 puntos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se acentúa durante el mes, con un aumento de los rendimientos de 28 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 8 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el 0,76% y el 0,08%, respectivamente, manteniéndose estable la deuda a 2 años, en el -0,22%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del +0,37% frente al -0,05% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +2,32% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 3,0% frente al 2,5% del SUSI Lower Tier 2 y el 1,9% del SUSI Tier 1.

Los tres temas de este mes: tipos, Grecia y liquidez.

El comentario relativo al mes anterior podría aplicarse a este casi literalmente. Empieza de forma traumática, con una subida brutal de tipos: en una semana el bono alemán a 10 años pasa de cotizar del 0,48% al 1,04% antes de volver al 0,76% a final de mes. De nuevo, la tónica es de muy alta volatilidad de los tipos, con una liquidez muy limitada, acentuada por la proximidad del fin de semestre y la renuencia de los inversores a tomar posiciones debido a las incertidumbres en torno a las negociaciones sobre Grecia.

El caso griego acentúa por consiguiente la volatilidad, al calor de rumores de acuerdo y sus consiguientes desmentidos. El Primer Ministro griego optó finalmente por llamar a las urnas a sus conciudadanos, un referéndum en el que se les consultaba si querían aceptar o no las medidas de la Troika. Si bien Grecia en sí ya no es un problema para el sector financiero, ya que sus exposiciones han devenido residuales y accesorias, cunde el temor a un "grexit" y a un posible contagio, a pesar de que el entorno macro en Europa es mucho mejor que en 2011-2012, los bancos son más sólidos y los mercados están apuntalados por la compra de activos del BCE.

En cuanto a la liquidez, los vaivenes de los precios registrados en ciertos segmentos de la deuda subordinada nos parecen exagerados. Hemos comprobado que existen variaciones de precios superiores en determinadas ocasiones a las acciones del emisor. Los títulos de mayor riesgo (Cocos y Tier 1) han resistido mejor, mientras que la deuda Tier 2 o las subordinadas de aseguradoras han sufrido enormemente, no por razones fundamentales o inquietudes, sino por razones técnicas ligadas al posicionamiento de los inversores en esos dos compartimentos y a la dificultad de los bancos en hacerse contraparte y tomar riesgos en sus carteras de trading. Estos títulos sufren el doble castigo del alza de tipos y la ampliación de diferenciales, correlación que raramente permanece positiva de manera sostenible.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) sumado un total de 16.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -7.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 152.000 millones de euros brutos y -10.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,4% al vencimiento final, y del 4,5% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,7 y al crédito de 8,5. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento "en el peor supuesto") para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 8 Lower Tier 2 reclamables de un total de 41 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 4,2%. El fondo limita el peso máximo de las obligaciones convertibles contingentes a un 20% del patrimonio neto.

Julio de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi aumenta un +1,85% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se estrechan en su conjunto durante el mes de julio. Los Tier 1 reducen su diferencial en 20 puntos básicos, hasta 434 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 en 20 puntos básicos, pasando a 244 puntos básicos, y las deudas Senior en 8 puntos básicos, cerrando en 93 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes ("Cocos") reducen en 15 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 454 puntos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se aplana durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 12 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 3 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el 0,64% y el 0,05%, respectivamente, y un descenso de 3 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,23%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del +2,23% frente al +1,87% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +3,96% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 3,1% frente al 2,5% del SUSI Lower Tier 2 y el 2,0% del SUSI Tier 1.

En julio, acaecen las mismas temáticas que en junio, pero al revés. En junio, los diferenciales de crédito se ampliaron y los tipos subieron, correlación positiva contra-intuitiva. En julio, los diferenciales se estrechan y los tipos bajan, continuando su correlación positiva pero en sentido inverso.

El fin del suspense griego ha tranquilizado mucho a los inversores, que optan por retomar el riesgo en un contexto de liquidez...estival... y bastante limitada por el escaso volumen de operaciones de trading de los bancos. Así todo, el mercado de deuda financiera sube con fuerza, recuperando gran parte de la corrección sufrida en junio.

Los resultados de las instituciones financieras, salvo raras excepciones, confirman la mejoría de la coyuntura en todos los países de Europa. Sólo la volatilidad de los mercados durante el segundo trimestre ha dejado algunas heridas, penalizando en algunas ocasiones la mejora de solvencia de algunas entidades, dado que la acumulación de plusvalías latentes se ha reducido debido a la subida de tipos registrada durante este periodo.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 14.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -12.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 166.000 millones de euros brutos y -22.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,4% al vencimiento final, y del 4,5% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,5 y al crédito de 8,9. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento “en el peor supuesto”) para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 8 Lower Tier 2 reclamables de un total de 41 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 4,2%.

Agosto de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi disminuye un 1,32% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras presentan un comportamiento variable durante el mes de agosto. Los Tier 1 reducen su diferencial en 93 puntos básicos, hasta 341 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos) debido a un importante reequilibrio del índice, los Lower Tier 2 se reducen en 4 puntos básicos, pasando a 240 puntos básicos por razones muy similares, y las deudas Senior aumentan 2 puntos básicos, cerrando en 95 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes (“Cocos”) aumentan en 21 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 475 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se acentúa durante el mes, con un aumento de los rendimientos de 15 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 8 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el 0,80% y el 0,13%, respectivamente, y un aumento en la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,20%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del +0,88% frente al +1,25% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +3,86% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 3,0% frente al 2,4% del SUSI Lower Tier 2 y el 2,1% del SUSI Tier 1.

A pesar de la resolución del caso griego, el mes de agosto se presenta más soliviantado que otros años, por efecto de China y las preocupaciones sobre el crecimiento. Los movimientos sobre las diferentes clases de activos son por momentos ingentes, tanto a la baja como al alza.

En cuanto a China, además de su opacidad y las dudas sobre la veracidad de sus cifras, la modificación del régimen de tipos de cambio hacia un tipo de cambio flotante pero controlado y la defensa del mercado de renta variable por las intervenciones de las autoridades públicas merman el volumen de reservas cambiarias del país, que habría disminuido en 122.000 millones de dólares sólo durante el mes de agosto, cuando ya había bajado en 50.000 millones de dólares en julio, según datos publicados por Barclays. Esta merma importante tiene repercusiones sobre los tipos que, desmintiendo las expectativas del verano y la aversión al riesgo imperante hasta entonces, suben. Paradoja poco común y en parte ligada a esos flujos, a lo cual hay que añadir las ventas realizadas por el Banco Central de Dinamarca y la falta de inyección de petrodólares por parte de los fondos soberanos debido a que la renta petrolífera ha desaparecido con la caída de los precios del crudo.

En este entorno, los diferenciales de la deuda financiera se amplían aunque son más bien defensivos en relación a los movimientos vistos en los mercados de renta variable. Algunas entidades presentes en China o en Asia, como HSBC o Standard Chartered, sufren más, pero sin llegar a preocupar en demasía.

La bajada del precio del petróleo unida a los interrogantes sobre el crecimiento hace, ahora mismo, de la intención del BCE de aumentar la tasa de inflación hacia el 2% un objetivo irreal. Por consiguiente, es muy probable que el BCE prorrogue su plan de expansión cuantitativa y/o aumente su composición y su amplitud mensual.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 6.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -8.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 175.000 millones de euros brutos y -27.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,3% al vencimiento final, y del 4,4% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,4 y al crédito de 8,2. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento “en el peor supuesto”) para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 8 Lower Tier 2 reclamables de un total de 41 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 4,1%.

Septiembre de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi disminuye un 1,81% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se amplían en su conjunto durante el mes. Los Tier 1 amplían su diferencial en 12 puntos básicos, hasta 353 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 en

42 puntos básicos, pasando a 282 puntos, y las deudas Senior en 17 puntos básicos, cerrando en 112 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes ("Cocos") aumentan en 44 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 519 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se aplana considerablemente durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 21 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 13 puntos básicos para las emisiones a 5 años, situándose en el 0,59% y el -0,01%, respectivamente, y un descenso de la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,25%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del -0,95% frente al +0,03% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +3,97% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 3,1% frente al 2,5% del SUSI Lower Tier 2 y el 2,1% del SUSI Tier 1.

El mes de septiembre y el tercer trimestre de 2015 se saldan negativamente para los activos de riesgo en su conjunto. A las preocupaciones sobre los emergentes se unen preocupaciones más globales sobre el crecimiento mundial, revisado a la baja. La cantidad de riesgos idiosincrásicos (VW, Glencore, Abengoa...) han acabado con la poca confianza que les quedaba a los inversores, todo ello en un contexto de liquidez muy limitada. Los activos de riesgo con rentabilidad positiva interanual son escasos.

Con todo, si se examina la situación de forma sosegada, se constata lo siguiente: los flujos, más que los fundamentales, son los que han liderado los diferenciales de crédito durante este trimestre. El crédito sólo precisa de un crecimiento positivo nominal, por muy débil que sea. No existe riesgo sistémico alguno, ni tampoco tensión reseñable alguna en Europa al respecto. La liquidez es abundante, como atestiguan los 600.000 millones de euros de excedentes de liquidez de los bancos de la zona euro. La solvencia de las instituciones financieras sigue reforzándose, trimestre tras trimestre. En cuanto a las apreciaciones, los niveles de septiembre nos retrotraen a casi dos años atrás. Las apreciaciones actuales nos parecen aberrantes y atractivas en un horizonte de medio plazo.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 27.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -4.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 205.000 millones de euros brutos y -27.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,4% al vencimiento final, y del 4,6% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,2 y al crédito de 9,0. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento "en el peor supuesto ") para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 8 Lower Tier 2 reclamables de un total de 41 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 4,2%.

Octubre de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi aumenta un +2,23% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se estrechan en su conjunto durante el mes. Los Tier 1 aumentan su diferencial en 54 puntos básicos, hasta 406 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 disminuyen 36 puntos básicos, pasando a 246 puntos, y las deudas Senior 13 puntos básicos, cerrando en 99 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes ("Cocos") reducen en 42 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 477 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se aplana durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 7 puntos básicos en la deuda a 10 años y las emisiones a 5 años, situándose en el 0,52% y el -0,08% respectivamente, y un descenso de 6 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,32%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del +1,26% frente al +2,31% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +3,14% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 3,0% frente al 2,5% del SUSI Lower Tier 2 y el 2,1% del SUSI Tier 1.

Los meses se suceden... y no se parecen. Octubre es lo opuesto a septiembre. Las valoraciones aberrantes de finales de septiembre provocan un fuerte rally a comienzos de mes, corrigiendo entre el 50% y el 70% del exceso del mes precedente. El mercado primario se reabre lentamente y las nuevas emisiones, generosamente primadas, funcionan bien en el secundario: exactamente lo contrario de lo ocurrido en septiembre. Por último, las propuestas extremadamente acomodaticias del Sr. Draghi realizadas en su conferencia de prensa acentúan el rally: la perspectiva

que ofrece una bajada del tipo de depósito a territorio negativo (10 puntos básicos parece que es lo que espera el mercado) y el aumento y prórroga del plan de compra de activos (10.000 o 20.000 millones de euros más y prórroga de 6 a 9 meses) son bien acogidos por el mercado. Los tipos europeos bajan con fuerza ante esta perspectiva, arrastrando en su estela los activos de riesgo. El jarro de agua fría lo ha echado Estados Unidos, donde la Reserva Federal ha querido relanzar las expectativas de alza de tipos, volviendo a anunciar que diciembre le parecía una buena fecha para una primera subida. Este anuncio tensa inmediatamente los tipos y provoca además la subida de la cotización del dólar frente a otras divisas. Los datos macro serán examinados atentamente para saber si diciembre será o no el mes que registre esta primera subida de tipos. En cualquier caso, lo realmente importante sigue siendo el ritmo (lento) y el punto final (bajo) del ciclo de alzas de los tipos estadounidenses.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 14.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -8.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 218.000 millones de euros brutos y -36.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,5% al vencimiento final, y del 4,6% al call, con una sensibilidad a los tipos de 5,1 y al crédito de 8,5. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento “en el peor supuesto”) para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 8 Lower Tier 2 reclamables de un total de 41 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 4,3%.

Noviembre de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi aumenta un +1,13% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se estrechan en su conjunto. Los Tier 1 reducen su diferencial en 26 puntos básicos, hasta 380 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 reducen el diferencial en 6 puntos básicos, pasando a 239 puntos, y las deudas Senior reducen su diferencial en 7 puntos básicos, cerrando en 92 puntos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes (“Cocos”) reducen en 11 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 467 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se acentúa durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 4 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 10 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el 0,47% y el 0,18%, respectivamente, y un descenso de 10 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,42%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del +2,40% frente al +3,31% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +4,44% del SUSI Tier 1. Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 3,1% frente al 2,4% del SUSI Lower Tier 2 y el 2,2% del SUSI Tier 1.

El mes de noviembre está marcado sobre todo por el anuncio del Banco Central Europeo en su reunión del 4 de diciembre de relajación futura de las condiciones monetarias. Este anuncio suscita grandes expectativas. El mercado eleva las anticipaciones de bajada del tipo de depósito desde -10 puntos básicos a -20 puntos básicos, así como un aumento y la prórroga del plan de compras de activos y su magnitud mensual. Estas magnas expectativas se traducen en una bajada del euro, una bajada de tipos en la parte corta e intermedia de la curva (0-5 años) y una orientación bastante favorable de los activos de riesgo.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 22.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -5.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza 244.000 millones de euros brutos y -38.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,4% al vencimiento final, y del 4,6% al call, con una sensibilidad a los tipos de 5,2 y al crédito de 8,6. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento “en el peor supuesto”) para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 7 Lower Tier 2 reclamables de un total de 44 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 4,2%.

Cambiamos de entidad depositaria / de valoración a partir del 23 de noviembre, que pasa a ser CACEIS. Introducimos el swing pricing y modificamos las condiciones de pago de las suscripciones, que pasan a D+2, y los reembolsos, que pasan a D+3 (frente al D+1 previo en ambos casos). También eliminamos las comisiones de movimiento en los mercados a plazo.

Ahora el Fondo puede invertir hasta el 75% en valores denominados en dólares EE.UU. o libras esterlinas (frente al 50% previo), y la exposición neta al riesgo de cambio permanece sin cambios en el 10% máximo. También tenemos

la posibilidad de utilizar CDS (permutas de incumplimiento crediticio) hasta un 20% del Fondo a efectos de exposición y cobertura.

Diciembre de 2015

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi disminuye un 1,23% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se amplían en su conjunto. Los Tier 1 reducen su diferencial en 2 puntos básicos, hasta 378 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 aumentan en 8 puntos básicos, pasando a 248 puntos, y las deudas Senior aumentan en 2 puntos básicos, cerrando en 94 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes ("Cocos") reducen en 7 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 474 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se acentúa considerablemente durante el mes, con un aumento de los rendimientos de 16 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 14 puntos básicos en las emisiones a 5 años, situándose en el 0,63% y el -0,05%, respectivamente, y un aumento de 7 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,35%.

En 2015, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del +1,14% frente al +2,51% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el +4,50% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 3,2% frente al 2,5% de SUSI Lower Tier 2 y el 2,3% del SUSI Tier 1.

Complicado. Así podría calificarse el mes de diciembre. Padece todo tipo de turbulencias, en un contexto, como ocurre cada año, de escasez aguda de liquidez. Empezó el BCE decepcionando a los mercados, con una bajada de 10 puntos básicos del tipo de su facilidad de depósito (en vez de los 20 puntos básicos esperados) y una prórroga de seis meses de su plan de compra de activos, o sea 1,5 billones de euros en total. El mercado esperaba más, en particular un aumento del ritmo mensual de compras, hasta una cifra de 70.000 u 80.000 millones de euros frente a los 60.000 millones actuales. Los tipos suben con fuerza tras ese anuncio, cogiendo a muchos inversores a contrapié. Los diferenciales, por tanto, se amplían en su conjunto durante el mes, movimiento acentuado por la iliquidez del mercado y el anuncio del cierre de un fondo de crédito estadounidense posicionado sobre activos Distressed y gestionado por Third Avenue.

A esto se une la bajada continua del yuan y del petróleo, unos datos macroeconómicos más bien modestos y el inicio por la Reserva Federal de un ciclo de subida de tipos cortos con un alza de 25 puntos básicos del dinero federal (Fed Funds) al 0,25%-0,50%.

Por último y desde un punto de vista más microeconómico, Lloyds gana contra todo pronóstico su pleito ante la Corte de Apelación, pudiendo por tanto amortizar anticipadamente antiguas estructuras Cocos: estos títulos han estado por tanto penalizados a lo largo del mes. Como guinda a un año volátil y un mes complicado, el Banco de Portugal transfiere la deuda Senior institucional de Novo Banco hacia el "banco malo" BES, lo que es un claro rescate interno mediante deuda Senior. Resultado: al día siguiente estos títulos ya habían perdido el 80% de su valor y además se crea un precedente de desigualdad entre los acreedores Senior. Es de reseñar que no teníamos en cartera ningún título de deuda Senior de Novo Banco.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 9.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -33.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 258.000 millones de euros brutos y -65.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,3% al vencimiento final, y del 4,6% al call, con una sensibilidad a los tipos de 4,8 y al crédito de 8,3. Sobre la base de nuestra propia metodología, y utilizando el rendimiento más bajo entre el rendimiento al call y el rendimiento al vencimiento, (rendimiento "en el peor supuesto") para el conjunto de los títulos que componen la cartera, excepto 7 Lower Tier 2 reclamables de un total de 44 para los cuales utilizamos el rendimiento al call, Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento estimado del 4,2%.

Vamos a lanzar una participación en dólares, cubierto el riesgo de cambio, a partir del 5 de enero.

Enero de 2016

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi disminuye un 1,88% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se amplían considerablemente. Los Tier 1 amplían su diferencial en 111 puntos básicos, hasta 489 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos). Los Lower Tier 2 amplían su diferencial en 49 puntos básicos, pasando a 296 puntos básicos, y las deudas Senior en 9 puntos básicos, cerrando

en 103 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes (“Cocos”) aumentan en 54 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 527 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

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

En 2016, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del -1,88% frente al -0,72% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el -1,98% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 3,4% frente al 2,7% del SUSI Lower Tier 2 y el 2,6% del SUSI Tier 1.

En resumen, cabe destacar entre los múltiples temores que han aquejado a los inversores durante este mes de enero: China, el crecimiento estadounidense, el yuan, el petróleo, los bancos italianos y el proyecto de “Banco Malo”, las pérdidas de Crédit Suisse y Deutsche Bank en 2015 (tras provisionar importantes fondos de comercio que datan de 1999 y 2000), las preocupaciones en torno a la capacidad de Deutsche Bank para pagar los cupones sobre sus Tier 1, aun cuando el equipo directivo de ese banco se haya comprometido a dichos pagos (incluso por escrito, en su presentación anual)... En definitiva, todos estos temores han llevado a los inversores a no asumir riesgo alguno.

Sorprendentemente, ni los bancos estadounidenses (que están en la primera línea de fuego del petróleo de esquisto y de la economía estadounidense) ni tampoco los bancos chinos sufren pérdidas significativas durante el mes. En Europa, los indicadores de riesgo sistémicos permanecen casi planos.

Entonces ¿existen otros factores? En nuestra opinión, este fenómeno se debe sobre todo a las ventas de activos por parte de fondos soberanos de Oriente Medio y, en menor medida, a las posiciones cortas de los “hedge funds” frente a la posición de aversión al riesgo de los inversores europeos.

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

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,7% al vencimiento final, y del 5,4% al call, con una sensibilidad a los tipos de 5,3 y al crédito de 6,3.

El 5 de enero lanzamos una participación en dólares, cubierto el riesgo de cambio.

Febrero de 2016

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi disminuye un -3,06% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se amplían considerablemente. Los Tier 1 aumentan su diferencial en 128 puntos básicos, hasta 617 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 en 38 puntos básicos, pasando a 335 puntos, y las deudas Senior en 18 puntos básicos, cerrando en 121 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes (“Cocos”) aumentan en 71 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 597 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se aplana considerablemente durante el mes, con un descenso de los rendimientos de 22 puntos básicos en el caso de la deuda a 10 años y de 10 puntos básicos para las emisiones a 5 años, situándose en el 0,11% y el -0,41%, respectivamente, y un descenso de 8 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,57%.

En 2016, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del -4,89% frente al -1,51% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el -4,32% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 4,1% frente al 3,4% del SUSI Lower Tier 2 y el 3,4% del SUSI Tier 1.

Los mercados comienzan el mes de febrero de forma muy negativa, sobre todo en lo relativo a los instrumentos financieros híbridos. A las preocupaciones sobre la macro se han unido los resultados en su conjunto “poco brillantes”, por no decir malos, de la banca europea. Deutsche Bank, Crédit Suisse y Standard Chartered terminaron en números rojos el año pasado. Además de las reducciones o supresiones de los pagos de dividendos a los accionistas, los inversores comienzan a temer por los pagos de sus cupones no sólo referentes a “Additional Tier 1” sino también a los “Legacy Tier 1”, todo ello en un contexto de marcada incertidumbre regulatoria. Ello propicia a lo largo del mes vaivenes

muy bruscos en los precios y en los diferenciales, aunque pensamos que estas oscilaciones se deben más bien a las características del mercado, muy estrecho e ilíquido y que prefiere no asumir riesgos. Las restricciones de liquidez sobre los fondos, que han experimentado cuantiosos reembolsos, son también un factor que influye a comienzos de mes.

Nuestra percepción sigue siendo muy positiva para esta clase de activos ya que el riesgo sistémico no ha aumentado ni un ápice y es poco probable que aumente. Por consiguiente, nos parece muy remota la posibilidad de que se produzcan movimientos de mercado más violentos, en particular los causados por el sector financiero. Los precios actuales así como la rentabilidad de la mayor parte de los títulos de bancos y aseguradoras nos parecen muy atractivos, especialmente en un entorno de tipos perdurablemente bajos.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 21.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman +7.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 48.000 millones de euros brutos y 2.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,8% al vencimiento final y del 5,5% al call, con una sensibilidad a los tipos de 5,4 y al crédito de 6,3.

Marzo de 2016

El valor liquidativo de Objectif Crédit Fi aumenta un +3,46% en el mes (participación C).

Los diferenciales de las deudas financieras se estrechan considerablemente en conjunto. Los Tier 1 reducen su diferencial en 105 puntos básicos, hasta 512 puntos básicos (en relación con las emisiones de los Gobiernos), los Lower Tier 2 reducen su diferencial en 42 puntos básicos, pasando a 293 puntos básicos, y las deudas Senior lo reducen en 17 puntos básicos, cerrando en 104 puntos básicos según los índices SUSI de JP Morgan. Los bonos convertibles contingentes ("Cocos") reducen en 45 puntos básicos el diferencial ajustado por opciones, para terminar en 552 puntos básicos según el índice Global de Barclays.

La curva de los tipos de la deuda de Estado alemana se aplana ligeramente durante el mes, con un aumento de los rendimientos de 5 puntos básicos en la deuda a 10 años y de 8 puntos básicos para las emisiones a 5 años, situándose en el 0,15% y el -0,33%, respectivamente, y un aumento de 8 puntos básicos en la deuda a 2 años, que se sitúa en el -0,49%.

En 2016, Objectif Crédit Fi arroja una rentabilidad neta del -1,59% frente al +0,36% del JP Morgan SUSI Lower Tier 2 y el -1,55% del SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi presenta una volatilidad a 260 días del 4,4% frente al 3,6% del SUSI Lower Tier 2 y el 3,4% del SUSI Tier 1.

El mes de marzo presenta dos fases: una primera fase de "rallye", que llega a su punto álgido pocos días después del anuncio realizado por el BCE, en el que aumentaba de 60.000 a 80.000 millones de euros su programa de compra de activos, ampliándolo además a los bonos corporativos. La segunda fase es de "consolidación", en un mercado bastante átono, marcada además por la reapertura del mercado primario (parece ser que el mes de marzo de 2016 ha sido el segundo mes con mayor actividad en 15 años) y por la ya tradicional temporada de fin de trimestre en la que los bancos "creadores de mercado" están... ausentes...

El 10 de marzo, el Parlamento Europeo publica un comunicado de prensa bastante rotundo acerca de la cuestión de los "Additional Tier 1" en el que solicita al BCE y a la Comisión Europea que revise las normas para que "protejan" mejor a los acreedores y doten de mayor transparencia e inteligibilidad los riesgos que acechan esos instrumentos, y que permitan también reducir las "rigideces que perjudican este segmento del mercado". La Comisión Europea y el BCE son receptivos a dicho comunicado, con lo que es probable que adopten medidas respecto de esos instrumentos complejos.

El mercado primario (sin contar los bonos garantizados) suma un total de 31.000 millones de euros en concepto de emisiones brutas de deudas Senior Unsecured, según Barclays, y las emisiones netas de los bancos suman -0.000 millones de euros en el mes. Desde el inicio del año, el volumen de emisiones alcanza los 83.000 millones de euros brutos y +5.000 millones de euros netos.

Objectif Crédit Fi arroja un rendimiento del 4,5% al vencimiento final y del 4,9% al call, con una sensibilidad a los tipos de 5,4 y al crédito de 6,1.

Las rentabilidades pasadas no son indicativas de las rentabilidades futuras.

Principales movimientos en la cartera durante el ejercicio

Valores	Movimientos ("Divisa de contabilidad")	
	Adquisiciones	Cesiones
DRES DR FIN 8.151% 30/06/31*USD	8 286 902,00	0,00
LBG CAPITAL N°2 6.385% 12/05/2020	721 877,29	4 991 287,80
HT1 FDG TF/TV PERP *EUR	0,00	4 699 082,59
CLOVERIE FIX 24-06-46	4 446 464,15	0,00
FRENCH REP ZCP 20-07-16	4 007 233,61	0,00
RBS 6.934% 04/18	3 968 849,73	0,00
BNP PARIBAS 7.625% PERP	2 953 020,13	0,00
LBG CAPITAL 7.625% 14/10/2020	0,00	2 359 400,00
INTNED 4 1/8 11/21/23	1 943 106,29	0,00
UBS GROU FUND 4.125% 15-04-26	1 784 077,60	0,00

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

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

- Exposición conseguida mediante técnicas de gestión eficaz: **ninguna.**
- Exposición subyacente conseguida mediante instrumentos financieros derivados: **175 781 816,09**
 - **Cambio a plazo: 132 969 686,30**
 - **Futuro: 42 812 129,79**
 - **Opciones: 0,00**
 - **Swap: 0,00**

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

Técnicas de gestión eficaz	Instrumentos financieros derivados (*)

(*) Salvo los derivados cotizados

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

Tipos de instrumentos	Importe en la divisa de la cartera
Técnicas de gestión eficaz	
. Depósitos a plazo	0,00
. Renta variable	0,00
. Renta fija	0,00
. IIC	0,00
. Metálico	0,00
Total	0,00
Instrumentos financieros derivados	
. Depósitos a plazo	0,00
. Renta variable	0,00
. Renta fija	0,00
. IIC	0,00
. Metálico	0,00
Total	0,00

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

Ingresos y gastos de funcionamiento	Importe en la divisa de la cartera
. Ingresos (**)	0,00
. Otros ingresos	0,00
Total ingresos	0,00
. Gastos de funcionamiento directos	0,00
. Gastos de funcionamiento indirectos	0,00
. Otros gastos	0,00
Total gastos	0,00

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

4. INFORMACIÓN REGLAMENTARIA

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

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

• **GASTOS DE NEGOCIACIÓN**

Los gastos de negociación son percibidos por LAZARD FRERES BANQUE. No se someten a una clave de reparto. En el periodo del 1 de abril de 2015 al 20 de noviembre de 2015, estos gastos se perciben en el marco de la sociedad participada, que garantiza entre LAZARD FRERES BANQUE y LAZARD FRERES GESTION S.A.S. la utilización de medios en común orientada a la gestión financiera, gestión administrativa y contable, conservación de valores y ejecución de movimientos sobre dichos valores.

• **EJERCICIO DE DERECHOS DE VOTO**

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

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

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

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

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

• **MÉTODO DE CÁLCULO DEL RIESGO GLOBAL**

La IIC utiliza el método de cálculo del compromiso.

• **OTRAS INFORMACIONES**

El folleto, los últimos informes anuales y periódicos y la composición del patrimonio se envían en el plazo de ocho días laborables previa solicitud escrita simple dirigida a:

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

El folleto está disponible en www.lazardfreresgestion.es

Designación de un punto de contacto:

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

Tel. : 01.44.13.01.79

donde podrá obtener explicaciones adicionales en caso de necesitarlas.

OBJECTIF CRÉDIT FI

Fondo de Inversión Colectiva

Sociedad de Gestión: Lazard Frères Gestion

SAS 25, rue de Courcelles
75008 París

INFORME DEL AUDITOR SOBRE LAS CUENTAS ANUALES

Ejercicio cerrado el 31 de marzo de 2016

En cumplimiento del mandato que nos ha sido encomendado por la sociedad gestora, les presentamos nuestro informe relativo al ejercicio cerrado el 31 de marzo de 2016 sobre:

- la revisión de las cuentas anuales del Fondo de Inversión Colectiva OBJECTIF CRÉDIT FI, establecido en euros, tal y como se adjuntan al presente informe,
- la justificación de nuestras apreciaciones,
- las comprobaciones e informaciones específicas previstas por la Ley.

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

1. OPINIÓN SOBRE LAS CUENTAS ANUALES

Hemos realizado nuestra auditoría según las normas de la profesión aplicables en Francia; dichas normas requieren la realización de actuaciones que permitan obtener la seguridad razonable de que las cuentas anuales no presentan anomalías significativas. Una auditoría consiste en examinar, mediante sondeos u otros métodos selectivos, los elementos justificantes de los importes e informaciones contenidos en dichas cuentas anuales. Consiste asimismo en valorar los principios contables utilizados, las estimaciones significativas aplicadas y la presentación de las cuentas en conjunto. Creemos que los elementos que hemos recogido son suficientes y apropiados para fundamentar nuestra opinión.

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

2. JUSTIFICACIÓN DE LAS APRECIACIONES

En aplicación de las disposiciones del artículo L. 823-9 del Código de Comercio relativas a la justificación de nuestras apreciaciones, ponemos en su conocimiento que nuestras apreciaciones se han referido especialmente al respeto de los principios y métodos contables aplicables a las IIC.

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

3. COMPROBACIONES E INFORMACIONES ESPECÍFICAS

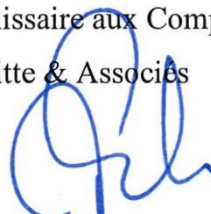
Hemos procedido, asimismo, de conformidad con las normas de la profesión aplicables en Francia, a las comprobaciones específicas previstas por la ley.

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

Neuilly-sur-Seine, a 20 de junio de 2016

Le Commissaire aux Comptes

Deloitte & Associés



Olivier GALIENNE

6. CUENTAS ANUALES

• BALANCE en EUR

ACTIVO

	31/03/16	31/03/2015
Inmovilizado neto		
Depósitos		
Instrumentos financieros	371 906 644,23	381 443 266,70
Acciones y valores asimilados		
Negociados en un mercado regulado o asimilado		
No negociados en un mercado regulado o asimilado		
Obligaciones y valores asimilados	361 001 622,95	359 021 679,56
Negociados en un mercado regulado o asimilado	361 001 622,95	359 021 679,56
No negociados en un mercado regulado o asimilado		
Títulos de deuda	4 005 385,02	2 301 832,12
Negociados en un mercado regulado o asimilado	4 005 385,02	2 301 832,12
Títulos de deuda negociables	4 005 385,02	2 301 832,12
Otros títulos de deuda		
No negociados en un mercado regulado o asimilado		
Instituciones de inversión colectiva	6 021 992,67	19 998 793,96
IIC y Fondos de inversión de vocación general destinados a no profesionales y equivalentes de otros países	6 021 992,67	19 998 793,96
Otros fondos destinados a no profesionales y equivalentes de otros Estados miembros de la Unión Europea		
Fondos profesionales de vocación general y equivalentes de otros Estados miembros de la Unión Europea e instituciones de titulización cotizadas		
Otros fondos de inversión profesionales y equivalentes de otros Estados miembros de la Unión Europea e instituciones de titulización no cotizadas		
Otras instituciones no europeas		
Operaciones temporales con títulos		
Partidas acreedoras representativas de títulos recibidos en repo		
Partidas acreedoras representativas de títulos prestados		
Títulos recibidos en préstamo		
Títulos cedidos en repo		
Otras operaciones temporales		
Instrumentos financieros a plazo	877 643,59	120 961,06
Operaciones en un mercado regulado o asimilado	877 643,59	120 961,06
Otras operaciones		
Otros instrumentos financieros		
Créditos	133 742 008,15	2 997 791,41
Operaciones de cambio a plazo de divisas	132 969 686,30	21 346,07
Otros	772 321,85	2 976 445,34
Cuentas financieras	19 409 004,93	1 040,06
Liquidez	19 409 004,93	1 040,06
Total activo	525 057 657,31	384 442 098,17

PASIVO

	31/03/2016	31/03/2015
Capitales propios		
Capital	371 135 320,07	369 894 906,67
Plusvalías o minusvalías anteriores no distribuidas (a)		
Remanente (a)	2 747,47	
Plusvalías o minusvalías netas del ejercicio (a, b)	4 869 548,54	-7 454 094,26
Resultado del ejercicio (a, b)	15 855 371,56	7 912 414,83
Total capitales propios (= Importe representativo del activo neto)	391 862 987,64	370 353 227,24
Instrumentos financieros	857 679,57	120 961,06
Operaciones de cesión con instrumentos financieros		
Operaciones temporales sobre títulos		
Deudas representativas de títulos cedidos en repo		
Deudas representativas de títulos recibidos en préstamo		
Otras operaciones temporales		
Instrumentos financieros a plazo	857 679,57	120 961,06
Operaciones en un mercado regulado o asimilado	857 679,57	120 961,06
Otras operaciones		
Deudas	132 336 990,10	6 980 345,86
Operaciones de cambio de divisas a plazo	129 055 730,20	
Otras	3 281 259,90	6 980 345,86
Cuentas financieras		6 987 564,01
Asistencia bancaria corriente		6 987 564,01
Préstamos		
Total pasivo	525 057 657,31	384 442 098,17

(a) Incluidas cuentas de regularización

(b) Menos los anticipos pagados en el ejercicio

- **EXTRABALANCE en EUR**

	31/03/2016	31/03/2015
Operaciones de cobertura		
Compromisos en mercados regulados o asimilados		
Contratos futuros		
Compra 600 EUR/USD IMM 06/15		75 118 505,44
CME GBP/USD 0616	10 246 533,72	
CME EUR/USD0616	32 565 596,07	
Venta 295 GBP/USD IMM 06/15		25 343 636,72
Compromisos en el mercado de contratación directa		
Otros compromisos		
Otras operaciones		
Compromisos en mercados regulados o asimilados		
Compromisos en el mercado de contratación directa		
Otros compromisos		

• **CUENTA DE RESULTADOS en EUR**

	31/03/2016	31/03/2015
Ingresos por operaciones financieras		
Ingresos por depósitos y cuentas financieras	-4 874,06	
Ingresos por acciones y valores asimilados	10 192,50	
Ingresos por obligaciones y valores asimilados	17 169 966,37	11 078 680,95
Ingresos por títulos de deuda	-494,75	639,07
Ingresos por adquisiciones y cesiones temporales de títulos		
Ingresos por instrumentos financieros a plazo		
Otros ingresos financieros		0,40
Total (1)	17 174 790,06	11 079 320,42
Gastos por operaciones financieras		
Gastos por adquisiciones y cesiones temporales de títulos		291,27
Gastos por instrumentos financieros a plazo		
Gastos por deudas financieras	2 316,51	7 226,71
Otros gastos financieros		
Total (2)	2 316,51	7 517,98
Resultados por operaciones financieras (1 - 2)	17 172 473,55	11 071 802,44
Otros ingresos (3)		
Gastos de gestión y dotaciones a amortizaciones (4)	2 006 711,95	5 239 342,98
Resultado neto del ejercicio (L.214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	15 165 761,60	5 832 459,46
Regularización de los ingresos del ejercicio (5)	689 609,96	2 079 955,37
Pagos a cuenta realizados en concepto del ejercicio (6)		
Resultado (1 - 2 + 3 - 4 + 5 + 6)	15 855 371,56	7 912 414,83

REGLAS Y MÉTODOS CONTABLES

Las cuentas anuales se presentan según el formato previsto por el Reglamento ANC 2014-01, que deroga el Reglamento CRC 2003-02 y sus sucesivas modificaciones.

Se aplican los siguientes principios generales de contabilidad:

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

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

Las adquisiciones y cesiones de títulos se contabilizan gastos excluidos.

La divisa de referencia de la contabilidad de la cartera es el EURO.

La duración del ejercicio es de 12 meses.

Reglas de valoración de los activos

Los instrumentos financieros se registran en las cuentas utilizando el método del histórico de valores y se anotan en el balance a su valor actual, que está determinado por el último valor de mercado conocido, o en su defecto por cualquier medio externo o mediante el uso de modelos financieros.

Las diferencias entre los valores actuales utilizados en el cálculo del valor liquidativo y el histórico de valores a su incorporación a la cartera se anotan en las cuentas bajo la rúbrica "diferencias de valoración".

Los valores que no están en la divisa de la cartera se valoran de acuerdo con el principio anteriormente enunciado, y se convierten a la moneda de la cartera de acuerdo con los tipos de cambio en la fecha de valoración.

Depósitos :

Los depósitos con una vida residual inferior o igual a tres meses se evalúan según el método lineal.

Acciones, obligaciones y otros valores negociados en un mercado regulado o asimilado:

Para el cálculo del valor liquidativo, las acciones y otros valores negociados en un mercado regulado o asimilado se valoran tomando como base la última cotización de la jornada de bolsa.

Las obligaciones y valores asimilados se valoran en los cambios de cierre comunicados por distintos prestatarios de servicios financieros.

Acciones, obligaciones y otros valores no negociados en un mercado regulado o asimilado:

Los valores no negociados en un mercado regulado se valoran bajo la responsabilidad de la sociedad gestora utilizando métodos basados en el valor patrimonial y el rendimiento, tomando en consideración los precios retenidos en transacciones significativas recientes.

Instrumentos de deuda negociables:

Los títulos de deuda negociables y asimilados que no sean objeto de transacciones significativas se evalúan a precio de mercado. A falta de transacciones significativas, se procede a una valoración de estos títulos mediante aplicación de un método actuarial, empleando un tipo de referencia, que se define a continuación, incrementado en su caso con un margen representativo de las características intrínsecas del emisor:

Títulos de deuda negociables cuyo vencimiento sea inferior o igual a un año: tipo de interés interbancario ofrecido en euros (Euribor) ;

Títulos de deuda negociables cuyo vencimiento sea superior a un año: tipos de los Bonos del Tesoro con intereses Anuales Normalizados (BTAN) o tipos de la OAT (Obligaciones Asimilables del Tesoro) de vencimiento próximo para los plazos más largos.

Los instrumentos de deuda negociables con vencimiento residual inferior o igual a tres meses se valoran de manera lineal.

Los Bonos del Tesoro se valoran al tipo del mercado comunicado diariamente por el Banco de Francia

IIC:

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

Operaciones temporales con títulos:

Los títulos adquiridos con pacto de recompra se inscriben en el activo bajo la rúbrica créditos representativos de los títulos adquiridos con pacto de recompra por el importe previsto en el contrato, más los intereses devengados por recibir.

Los títulos cedidos con pacto de recompra se inscriben en la cartera compradora por su valor actual. La deuda representativa de los títulos cedidos con pacto de recompra se inscribe en la cartera vendedora con el valor establecido en el contrato, más los intereses devengados por pagar.

Los títulos prestados se valoran a su valor actual y se inscriben en el activo bajo la rúbrica créditos representativos de títulos prestados en su valor actual, más los intereses devengados por recibir.

Los títulos recibidos en préstamo se inscriben en el activo bajo la rúbrica títulos recibidos en préstamo por el importe previsto en el contrato y en el pasivo bajo la rúbrica deudas representativas de títulos recibidos en préstamo por el importe previsto en el contrato, más los intereses devengados por pagar.

Instrumentos financieros a plazo:

Instrumentos financieros a plazo negociados en un mercado regulado o asimilado:

Los instrumentos financieros a plazo negociados en mercados regulados se valoran al precio de compensación del día.

Instrumentos financieros a plazo no negociados en un mercado regulado o asimilado:

Swaps:

Los contratos de intercambio de tipo de interés y/o de divisas se evalúan a su valor de mercado en función del precio calculado por actualización de los flujos de interés futuros en los tipos de interés y/o divisas de mercado. Dicho precio queda modificado por el riesgo de la firma.

Los swaps de índice se evalúan de manera actuarial sobre la base de un tipo de referencia proporcionado por la contraparte.

Los demás swaps se evalúan a su valor de mercado o a un valor estimado según las modalidades establecidas por la sociedad gestora.

Compromisos extrabalance:

Los contratos a plazo firme se anotan a su valor del mercado, en compromiso no incluido en el balance, en la cotización utilizada en la cartera.

Las operaciones a plazo condicionales se traducen en el equivalente subyacente.

Las inversiones en contratos de intercambio se presentan en su valor nominal o, en su defecto, mediante un importe equivalente.

Gastos de gestión

Los gastos de gestión se calculan en cada valoración del patrimonio neto, excluidas las IIC gestionadas por Lazard Frères Gestion. Esos gastos se imputan a la cuenta de resultados de la IIC.

Los gastos de gestión se abonan íntegramente a la sociedad gestora, quien se hace cargo del conjunto de los gastos de funcionamiento de las IIC.

Los gastos de gestión no incluyen los gastos de transacción.

El tipo aplicado sobre la base del patrimonio neto excluidas las IIC gestionadas por Lazard Frères Gestion es del:

0,30% para las participaciones C
1,00% para las participaciones R
0,70% para las participaciones I
0,75% para las participaciones DH
0,30% para las participaciones G.

Los gastos de gestión variables se aplican únicamente a las participaciones C, R y G. Ascenden al 30% de los rendimientos superiores a los del índice Eonia + 3%. Esa comisión de surprentabilidad no superará el 2%.

Principio: la rentabilidad se calcula mediante la comparación de la evolución del activo de la IIC con la evolución del activo de un fondo de referencia que realice una rentabilidad exactamente igual a la del índice Eonia + 3% (tomando como valor de partida el activo correspondiente al 28/03/2013). Este activo de referencia registra las mismas variaciones de suscripciones y reembolsos que el fondo real. Se ha adoptado un High Water Mark, este sistema no autoriza a la sociedad gestora a aplicar comisiones de rentabilidad, tan solo si el FIC en el periodo de referencia obtiene una rentabilidad superior a la cartera indicada.

El periodo de referencia se inicia con el último cierre en el que los gastos de gestión variables han sido retenidos por la sociedad gestora, y termina en el próximo cierre en el que los gastos de gestión serán calculados.

En caso de rentabilidad superior del Fondo con respecto al activo de referencia, al final del ejercicio, se aplicará una comisión de rentabilidad. La parte de los gastos de gestión variables representará un 30% de la diferencia entre la rentabilidad del Fondo y la rentabilidad del fondo de referencia. Esta rentabilidad se calcula para cada valor liquidativo..

En caso de rentabilidad inferior del FIC con respecto al activo de referencia, la parte de los gastos de gestión variables se reajusta mediante una recuperación de la provisión hasta la dotación existente.

En caso de reembolsos, la parte de la previsión de los gastos de gestión variables correspondientes al número de acciones recompradas es definitivamente adquirida por la sociedad gestora. Estos se percibirán al cierre del ejercicio.

Aplicación de las cuantías distribuibles

Definición de las cuantías distribuibles:

Las cuantías distribuibles están constituidas por:

El resultado:

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

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

Las plusvalías y minusvalías:

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

Modalidades de aplicación de las cuantías distribuibles:

Cuantías distribuibles	Participaciones C, R, I y DH	Participaciones G
Aplicación del resultado neto	Capitalización	Distribución
Aplicación de las plusvalías o minusvalías netas realizadas	Capitalización	Capitalización y/o distribución y/o traslado a cuenta nueva por decisión de la sociedad de gestión

Método de ajuste del valor liquidativo (VL) vinculado al *swing pricing* (valoración oscilante) con umbral de activación, a partir del 23 de noviembre de 2015:

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

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

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

• **EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO NETO en EUR**

	31/03/2016	31/03/2015
Patrimonio neto al inicio del ejercicio	370 353 227,24	202 416 878,72
Suscripciones (incluidas las comisiones de suscripción devengadas a favor de la IIC)	261 327 894,60	273 849 243,47
Reembolsos (con deducción de las comisiones de reembolso devengadas a favor de la IIC)	-221 247 164,60	-124 544 923,77
Plusvalías realizadas sobre depósitos e instrumentos financieros	4 611 902,80	6 666 162,75
Minusvalías realizadas sobre depósitos e instrumentos financieros	-1 990 323,50	-3 067 018,61
Plusvalías realizadas sobre instrumentos financieros a plazo	12 979 336,65	1 897 971,94
Minusvalías realizadas sobre instrumentos financieros a plazo	-10 866 676,35	-12 580 353,34
Gastos de transacción	-69 975,33	-23 749,35
Diferencias de cambio	-8 428 129,17	70 929,89
Variación de la diferencia de estimación de depósitos e instrumentos financieros:	-29 596 988,01	19 562 299,81
Diferencia de estimación del ejercicio N	5 551 754,99	35 148 743,00
Diferencia de estimación del ejercicio N-1	-35 148 743,00	-15 586 443,19
Variación de la diferencia de estimación de instrumentos financieros a plazo:	656 154,91	273 326,26
Diferencia de estimación del ejercicio N	777 115,97	120 961,06
Diferencia de estimación del ejercicio N-1	-120 961,06	152 365,20
Distribución del ejercicio anterior sobre plusvalías y minusvalías netas		
Distribución del ejercicio anterior sobre resultados	-1 032 033,20	
Resultado neto del ejercicio antes de la cuenta de regularización	15 165 761,60	5 832 459,46
Pago(s) a cuenta realizado(s) durante el ejercicio sobre plusvalías y minusvalías netas		
Pago(s) a cuenta realizado(s) durante el ejercicio sobre resultados		
Otros elementos*		0,01
Patrimonio neto al final del ejercicio	391 862 987,64	370 353 227,24

*Ejercicio 2015: redondeo a 0,01€.

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

	Importe	%
Activo		
Obligaciones y valores asimilados		
Otras obligaciones (indexadas, títulos participativos)	3 569 344,71	0,91
Obligaciones a tipo fijo negociadas en un mercado reglamentado o asimilado	337 710 146,77	86,18
Obligaciones a tipo VAR / REV negociadas en un mercado reglamentado o asimilado	18 827 418,79	4,80
Obligaciones convertibles negociadas en un mercado reglamentado o asimilado	894 712,68	0,23
TOTAL Obligaciones y valores asimilados	361 001 622,95	92,12
Títulos de deuda		
Bonos del Tesoro	4 005 385,02	1,02
TOTAL Títulos de deuda	4 005 385,02	1,02
Pasivo		
Operaciones de cesión sobre instrumentos financieros		
TOTAL Operaciones de cesión sobre instrumentos financieros		
Extrabalance		
Operaciones de cobertura		
Cambio	42 812 129,79	10,93
TOTAL Operaciones de cobertura	42 812 129,79	10,93
Otras operaciones		
TOTAL Otras operaciones		

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

	Tipo fijo	%	Tipo variable	%	Tipo revisable	%	Otros	%
Activo								
Depósitos								
Obligaciones y valores asimilados	339 025 699,00	86,52			18 827 418,79	4,80	3 148 505,16	0,80
Títulos de deuda	4 005 385,02	1,02						
Operaciones temporales con títulos								
Cuentas financieras							19 409 004,93	4,95
Pasivo								
Operaciones temporales con títulos								
Cuentas financieras								
Extrabalance								
Operaciones de cobertura								
Otras operaciones								

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

	< 3 meses	%	]3 meses – 1 año]	%	]1 - 3 años]	%	]3 - 5 años]	%	> 5 años	%
Activo										
Depósitos										
Obligaciones y valores asimilados			8 195 995,65	2,09	10 923 081,08	2,79			341 882 546,22	87,25
Títulos de deuda			1 503 189,27	1,02						
Operaciones temporales con títulos										
Cuentas financieras	19 409 004,93	4,95								
Pasivo										
Operaciones temporales con títulos										
Cuentas financieras										
Extrabalance										
Operaciones de cobertura										
Otras operaciones										

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

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

	USD		GBP		DEM		Otras divisas	
	Importe	%	Importe	%	Importe	%	Importe	%
Activo								
Depósitos								
Acciones y valores asimilados								
Obligaciones y valores asimilados	101 203 344,18	25,83	56 523 134,24	14,42	1 925 755,31	0,49		
Títulos de deuda								
IIC	428 094,42	0,11						
Operaciones temporales con títulos								
Créditos	536 764,48	0,14						
Cuentas financieras	1 745 708,84	0,45	2 172 890,23	0,55				
Pasivo								
Operaciones de cesión con instrumentos financieros								
Operaciones temporales con títulos								
Deudas	80 733 622,92	20,60	48 605 182,52	12,40				
Cuentas financieras								
Extrabalance								
Operaciones de cobertura	42 812 129,79	10,93						
Otras operaciones								

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

	Naturaleza del débito/crédito	31/03/2016
Partidas acreedoras	Compra a plazo de divisas	391 382,56
	Fondo pendientes de recibir sobre la venta a plazo de divisas	132 578 303,74
	Ventas de pago aplazado	3 878,72
	Suscripciones pendientes de recibir	120 689,93
	Cupones y dividendos en metálico	647 753,20
Total partidas acreedoras		133 742 008,15
Deudas	Venta a plazo de divisas	128 661 982,63
	Fondo pendientes de pagar sobre la venta a plazo de divisas	393 747,57
	Compras de pago aplazado	2 442 515,40
	Reembolsos pendientes de pagar	347 749,86
	Gastos de gestión	487 592,61
	Gastos de gestión variables	3 402,03
Total deudas		132 336 990,10

• **NÚMERO DE TÍTULOS EMITIDOS O REEMBOLSADOS**

	En participaciones	En importes
Participación C		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	10 616,189	138 444 619,04
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-9 519,755	-123 864 723,47
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	1 096,434	14 579 895,57
Participación I		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	40 065,935	42 252 892,06
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-26 490,929	-27 808 317,25
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	13 575,006	14 444 574,81
Participación R		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	114 263,681	33 896 601,62
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-126 163,505	-36 894 342,88
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	-11 899,824	-2 997 741,26
Participación G		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	441 356,000	46 315 177,23
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio	-311 350,000	-32 679 781,00
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	130 006,000	13 635 396,23
Participación DH		
Participaciones suscritas durante el ejercicio	450,000	418 604,65
Participaciones reembolsadas durante el ejercicio		
Saldo neto de las suscripciones/reembolsos	450,000	418 604,65

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

	En importes
Participación C Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total comisiones percibidas	
Participación I Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total comisiones percibidas	
Participación R Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total comisiones percibidas	
Participación G Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total comisiones percibidas	
Participación DH Comisiones de reembolso percibidas Comisiones de suscripción percibidas Total comisiones percibidas	

• **GASTOS DE GESTIÓN**

	31/03/2016
Participación C Comisiones de garantía Gastos de gestión fijos Porcentaje de gastos de gestión fijos Gastos de gestión variables Retrocesiones de gastos de gestión	 522 254,17 0,29 2 046,11
Participación I Comisiones de garantía Gastos de gestión fijos Porcentaje de gastos de gestión fijos Gastos de gestión variables Retrocesiones de gastos de gestión	 465 380,70 0,68
Participación R Comisiones de garantía Gastos de gestión fijos Porcentaje de gastos de gestión fijos Gastos de gestión variables Retrocesiones de gastos de gestión	 894 573,58 0,97 1 011,42
Participación G Comisiones de garantía Gastos de gestión fijos Porcentaje de gastos de gestión fijos Gastos de gestión variables Retrocesiones de gastos de gestión	 120 406,73 0,29 344,50
Participación DH Comisiones de garantía Gastos de gestión fijos Porcentaje de gastos de gestión fijos Gastos de gestión variables Retrocesiones de gastos de gestión	 694,74 0,75

- **COMPROMISOS RECIBIDOS Y OTORGADOS**

Garantías recibidas por la IIC

Ninguna.

Otros compromisos recibidos u otorgados

Ninguno.

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

	31/03/2016
Títulos adquiridos en repo con desposesión	
Títulos recibidos en préstamo	

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

	31/03/2016
Instrumentos financieros dados en garantía y mantenidos en su partida original	4 005 385,02
Instrumentos financieros recibidos en garantía y no inscritos en el balance	

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

	Código Isin	Denominación	31/03/2016
Acciones			
Obligaciones			
Instrumentos de deuda negociables			
IIC			6 021 992,67
	FR0013072733	OBJECTIF CAPITAL FI DH	428 094,42
	FR0010952788	OBJECTIF CAPITAL FI IC	5 593 898,25
Instrumentos financieros a plazo			

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

	31/03/2016	31/03/2015
Importes pendientes de aplicar		
Remanente	2 747,47	
Resultado	15 855 371,56	7 912 414,83
Total	15 858 119,03	7 912 414,83

	31/03/2016	31/03/2015
Participación C		
Aplicación		
Distribución		
Traslado a cuenta nueva		
Capitalización	8 173 488,33	3 819 031,13
Total	8 173 488,33	3 819 031,13

	31/03/2016	31/03/2015
Participación I		
Aplicación		
Distribución		
Traslado a cuenta nueva		
Capitalización	2 847 479,54	2 090 484,01
Total	2 847 479,54	2 090 484,01

	31/03/2016	31/03/2015
Participación R		
Aplicación		
Distribución		
Traslado a cuenta nueva		
Capitalización	2 989 058,71	1 274 173,78
Total	2 989 058,71	1 274 173,78

	31/03/2016	31/03/2015
Participación G		
Aplicación		
Distribución	1 844 725,74	726 000,00
Traslado a cuenta nueva	822,11	2 725,91
Capitalización		
Total	1 845 547,85	728 725,91
Información relativa a las participaciones con derecho a distribución		
Número de participaciones	430 006,000	300 000,000
Distribución unitaria	4,29	2,42
Créditos fiscales		
Desgravaciones fiscales aferentes a la distribución del resultado		

	31/03/2016	31/03/2015
Participación DH		
Aplicación		
Distribución		
Traslado a cuenta nueva		
Capitalización	2 544,60	
Total	2 544,60	

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

	31/03/2016	31/03/2015
Importes pendientes de aplicar		
Plusvalías y minusvalías netas anteriores no distribuidas		
Plusvalías y minusvalías netas del ejercicio	4 869 548,54	-7 454 094,26
Pagos a cuenta pagados sobre las plusvalías y minusvalías netas del ejercicio		
Total	4 869 548,54	-7 454 094,26

	31/03/2016	31/03/2015
Participación C		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	2 387 587,20	-3 723 635,78
Total	2 387 587,20	-3 723 635,78

	31/03/2016	31/03/2015
Participación I		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	915 295,72	-1 249 320,88
Total	915 295,72	-1 249 320,88

	31/03/2016	31/03/2015
Participación R		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	1 043 322,35	-1 834 898,38
Total	1 043 322,35	-1 834 898,38

	31/03/2016	31/03/2015
Participación G		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	538 035,30	-646 239,23
Total	538 035,30	-646 239,23

	31/03/2016	31/03/2015
Participación DH		
Aplicación		
Distribución		
Plusvalías y minusvalías netas no distribuidas		
Capitalización	-14 692,03	
Total	-14 692,03	

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

	30/03/2012	28/03/2013	31/03/2014	31/03/2015	31/03/2016
Patrimonio neto global en EUR	146 082 808,67	144 927 985,30	202 416 878,72	370 353 227,24	391 862 987,64
OBJECTIF CREDIT FI C					
Patrimonio neto en EUR	113 031 209,71	119 057 437,23	164 439 924,17	185 007 122,11	191 590 846,66
Número de títulos	11 392,106	10 489,562	13 126,963	13 788,022	14 884,456
Valor liquidativo unitario en EUR	9 921,88	11 350,08	12 526,88	13 417,95	12 871,87
Capitalización unitaria sobre plusvalías y minusvalías netas en EUR			899,27	-270,06	160,40
Capitalización unitaria en EUR sobre el resultado	460,40	104,93	166,96	276,98	549,12
OBJECTIF CREDIT FI I					
Patrimonio neto en EUR				62 071 930,20	73 325 714,11
Número de títulos				57 645,335	71 220,341
Valor liquidativo unitario en EUR				1 076,79	1 029,56
Capitalización unitaria sobre plusvalías y minusvalías netas en EUR				-21,67	12,85
Capitalización unitaria en EUR sobre el resultado				36,26	39,98
OBJECTIF CREDIT FI R					
Patrimonio neto en EUR	33 051 598,96	25 870 548,08	37 976 954,55	91 166 077,68	83 423 166,00
Número de títulos	144 438,000	99 499,071	133 229,052	300 659,242	288 759,418
Valor liquidativo unitario en EUR	228,82	260,00	285,05	303,22	288,90
Capitalización unitaria sobre plusvalías y minusvalías netas en EUR			20,45	-6,10	3,61
Capitalización unitaria en EUR sobre el resultado	10,62	2,60	3,63	4,24	10,35
OBJECTIF CREDIT FI G					
Patrimonio neto en EUR				32 108 097,24	43 131 204,59
Número de títulos				300 000,000	430 006,000
Valor liquidativo unitario en EUR				107,02	100,30
Capitalización unitaria sobre plusvalías y minusvalías netas en EUR				-2,15	1,25
Distribución unitaria en EUR sobre el resultado				2,42	4,29
Traslado a cuenta nueva unitario en EUR sobre el resultado					
Crédito fiscal unitario en EUR					*

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

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

	30/03/2012	28/03/2013	31/03/2014	31/03/2015	31/03/2016
Patrimonio neto global en EUR	146 082 808,67	144 927 985,30	202 416 878,72	370 353 227,24	391 862 987,64
OBJECTIF CREDIT FI DH					
Patrimonio neto en USD					446 767,73
Número de títulos					450,000
Valor liquidativo unitario en USD					992,81
Capitalización unitaria sobre plusvalías y minusvalías netas en EUR					-32,64
Capitalización unitaria en EUR sobre el resultado					5,65

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

• **INVENTARIO en EUR**

Denominación de los valores	Divisa	Número o cantidad nominal	Valor actual	% Patr. Neto
Obligaciones y valores asimilados				
Obligaciones y valores asimilados negociados en un mercado regulado o asimilado				
ALEMANIA				
AARB 4 1/4 03/18/26	EUR	1 000 000	1 027 399,45	0,26
ALLIANZ SE 2.241% 07-07-45	EUR	2 000 000	1 936 377,56	0,49
ALLIANZ SE 5.625% 17-10-42	EUR	5 000 000	6 014 535,25	1,53
COMMERZBANK AG 8.125% 19/09/2023	USD	2 000 000	1 998 053,81	0,51
DELTA LLOYD LEVENSVERZEK 9% 29/08/2042	EUR	2 000 000	2 417 444,92	0,62
DEUTSC 1.125% 17-03-25 EMTN	EUR	3 400 000	3 226 446,30	0,82
DEUTSCHE BANK AG 0% 15/10/2026	DEM	5 000 000	1 925 755,31	0,49
DEUTSCHE BANK 4.296% 05/28	USD	6 000 000	4 617 889,52	1,18
DEUTSCHE BANK 6% 31/12/2099	EUR	1 400 000	1 219 144,79	0,31
DEUTSCHE BK 4.5% 01-04-25	USD	3 000 000	2 291 509,81	0,58
KRED WIED KFW ZCP 29-09-37	USD	5 000 000	2 387 653,02	0,61
MUNICH RE 6.25% 26/05/2042	EUR	2 000 000	2 566 880,44	0,66
NORDDEUTSCHE LANDESBANK 6.25% 10/04/2024	USD	7 000 000	6 025 438,40	1,55
TOTAL ALEMANIA			37 654 528,58	9,61
AUSTRIA				
BACA 2 5/8 01/30/18	EUR	1 500 000	1 555 202,83	0,40
ERSTE BK E3R 19/07/17	EUR	4 950 000	4 859 564,60	1,24
ERSTE GROUP BANK AG 7.125% 10/10/2022	EUR	1 500 000	1 865 560,45	0,48
UNIQ VERS AG 6.0% 27-07-46	EUR	500 000	521 240,74	0,13
UNIQA INSURANCE 6.875% 31/07/2043	EUR	4 000 000	4 435 898,80	1,13
VIENNA INSURANCE GRP AGW 5.5% 09/10/43	EUR	1 500 000	1 615 632,95	0,41
TOTAL AUSTRIA			14 853 100,37	3,79
BÉLGICA				
AGSBB 3 1/2 06/30/47	EUR	3 000 000	2 930 929,07	0,74
KBC GROU 1.875% 11-03-27 EMTN	EUR	1 500 000	1 471 039,32	0,38
TOTAL BÉLGICA			4 401 968,39	1,12
DINAMARCA				
DANI PENS 4.375% 29-09-45	EUR	1 500 000	1 540 969,02	0,39
DANSKE BA 5.875% PERP EMTN	EUR	1 000 000	1 030 033,96	0,26
DANSKE BANK A/S L3RGBP	GBP	2 000 000	2 542 513,24	0,65
TOTAL DINAMARCA			5 113 516,22	1,30

Denominación de los valores	Divisa	Número o cantidad nominal	Valor actual	% Patr. Neto
ESPAÑA				
B BILB VIZC ARGE 6.75% PERP	EUR	3 400 000	3 157 631,00	0,81
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA 9% 29/05/2049	USD	600 000	550 196,13	0,14
BCO SANTANDER CENTRAL 6.375% 29/12/2049	USD	1 000 000	801 771,53	0,20
BCO SANTANDER 6.25% PERP	EUR	1 000 000	906 019,44	0,23
IBERCAJA 5.0% 28-07-25	EUR	7 000 000	6 777 397,32	1,73
TOTAL ESPAÑA			12 193 015,42	3,11
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA				
RBS CAPI T E3R+1.69% PERP	EUR	3 080 000	2 964 260,08	0,76
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA			2 964 260,08	0,76
FRANCIA				
ACAFP 7 7/8 01/29/49	USD	500 000	417 715,33	0,11
AXA TV PERP SERIE A	USD	3 825 000	3 509 908,96	0,90
AXA 5.625% 16-01-54 EMTN	GBP	1 000 000	1 224 810,99	0,31
BNP PARIBAS 7.195%/LIBOR PERPETUELLE SERIE REGS	USD	3 000 000	2 891 341,61	0,74
BNP PARIBAS 7.625% PERP	USD	3 300 000	2 913 860,55	0,74
BNP 2.875% 20/03/2026	EUR	500 000	510 975,75	0,13
BNP 4.032 12/31/49	EUR	3 000 000	2 956 714,43	0,75
BPCE 5.70% 10/23	USD	3 000 000	2 873 393,01	0,73
CA ASSURANCES 4.25% PERP	EUR	2 200 000	2 128 284,09	0,54
CA 4.375% 17-03-25	USD	2 500 000	2 167 494,84	0,55
CNP ASSU 4.25% 05-06-45	EUR	3 000 000	3 009 181,64	0,77
CNP ASSUR TV 2040	EUR	2 400 000	2 724 572,85	0,70
CNP ASSURANCES TF/TV 30/09/2041	EUR	2 000 000	2 365 472,73	0,60
CNP ASSURANCES 4.0% PERP	EUR	3 000 000	2 877 335,90	0,73
CRED AGRI ASSU 4.5% PERP	EUR	4 000 000	3 939 760,00	1,01
CRED AGRI SA 6.625% PERP	USD	2 200 000	1 826 698,55	0,47
CREDIT LOGEMENT TV PERPETUELLE	EUR	6 000 000	4 532 326,00	1,16
GROUPAMA SA 6.375% PERP	EUR	7 100 000	6 838 040,26	1,75
HUMA PREV 5.75% 22-10-25	EUR	2 500 000	2 523 805,33	0,64
LA BANQUE POSTALE 23/04/2026	EUR	1 000 000	1 048 732,40	0,27
LAMON 5.05 12/17/49	EUR	5 769 000	5 804 131,00	1,48
SCOR 3.25% 05-06-47	EUR	800 000	823 907,63	0,21
SOCIETE GENERALE 7.875 31/12/2099	USD	1 000 000	843 022,47	0,22
SOGECAP SA 4.125% 29-12-49	EUR	8 000 000	7 708 755,41	1,96
TOTAL FRANCIA			68 460 241,73	17,47

Denominación de los valores	Divisa	Número o cantidad nominal	Valor actual	% Patr. Neto
GUERNESEY				
CRED SUI 1.25% 14-04-22 EMTN	EUR	2 500 000	2 409 721,17	0,61
TOTAL GUERNESEY			2 409 721,17	0,61
IRLANDA				
CLOV PLC SUB 4.5% 11-09-44	USD	3 000 000	2 606 673,69	0,67
CLOVERIE FIX 24-06-46	USD	5 000 000	4 527 543,77	1,16
UT2 FDG 5.321% 30/06/16	EUR	3 000 000	3 148 505,16	0,80
WILLOW N 4.25% 01-10-45 EMTN	USD	3 000 000	2 600 592,34	0,66
TOTAL IRLANDA			12 883 314,96	3,29
ITALIA				
ASSICURAZIONI GENERALI 10.125% 10/07/2042	EUR	1 000 000	1 383 445,98	0,35
FONDIARIA SAI 5.75% 31-12-99	EUR	2 150 000	2 134 385,01	0,54
INTESA SANPAOLO SPA 6.625% 13/09/2023	EUR	1 000 000	1 239 786,23	0,32
UNICREDIT SPA 6.75% PERP	EUR	1 000 000	825 525,60	0,21
TOTAL ITALIA			5 583 142,82	1,42
JERSEY				
HALIFAX EURO FINANCE 7.881% 12/49	GBP	6 243 000	10 034 276,36	2,56
HSBC CAPIT TF/TV PERP PF *EUR	USD	8 000 000	10 449 692,13	2,67
UBS GROU FUND 4.125% 15-04-26	USD	2 000 000	1 755 745,69	0,45
TOTAL JERSEY			22 239 714,18	5,68
LUXEMBURGO				
DEXIA BIL FRN 27/02/17 CV *EUR	EUR	2 600 000	2 574 054,17	0,66
TALANX FINANZ 8.3673% 15/06/2042	EUR	1 300 000	1 727 287,56	0,44
TOTAL LUXEMBURGO			4 301 341,73	1,10
NORUEGA				
KOMM LAND AS 4.25% 10-06-45	EUR	3 500 000	3 528 104,81	0,90
STOREBRAND LIVSFORSIKRIN TV 04/04/2043	EUR	3 000 000	3 325 680,00	0,85
TOTAL NORUEGA			6 853 784,81	1,75
PAÍSES BAJOS				
ABN AMRO BANK NV 6.25% 27/04/22	USD	2 000 000	1 989 130,70	0,51
ACHMEA BV TF/TV 04/04/2043	EUR	5 000 000	5 313 000,00	1,36
ACHMEA BV 4.25% PERP EMTN	EUR	13 328 000	12 154 699,02	3,10
AEGON 4 04/25/44	EUR	1 100 000	1 110 015,41	0,28
ALLIANZ FI.TV11-080741 EMTN	EUR	5 000 000	6 000 425,68	1,53
ATRA FINA BV 5.25% 23-09-44	EUR	234 000	203 345,50	0,05
DELT LLOY NV 4.375% 31-12-99	EUR	600 000	512 029,51	0,13
DELTA LLOYD NV 4.25% 17/11/17	EUR	500 000	535 710,36	0,14

Denominación de los valores	Divisa	Número o cantidad nominal	Valor actual	% Patr. Neto
DEME SWIS RE 5.75% 15-08-50	USD	2 000 000	1 800 536,76	0,46
GENERALI FI 4.596% PERP EMTN	EUR	8 000 000	7 668 979,67	1,96
GENERALI FIN. 5.479% 07-57	EUR	1 450 000	1 489 633,10	0,38
ING BANK 5.80% 09/23	USD	1 000 000	958 124,79	0,24
ING GROEP NV 6.5% PERP	USD	1 600 000	1 338 512,76	0,34
INTNED 4 1/8 11/21/23	USD	2 000 000	1 802 552,91	0,46
NNGRNV 1 03/18/22	EUR	1 000 000	1 009 395,75	0,26
NNGRNV 4.625% 04/08/2044	EUR	2 000 000	2 164 549,07	0,55
RABO NEDE 5.5% PERP	EUR	1 000 000	981 666,50	0,25
RABOBK 5.75% 01-12-43	USD	1 000 000	1 040 143,53	0,27
TOTAL PAÍSES BAJOS			48 072 451,02	12,27
PORTUGAL				
BANCO ESPIRITO SANTO SA 7.125% 28/11/2023	EUR	4 500 000	69 120,00	0,02
TOTAL PORTUGAL			69 120,00	0,02
REINO UNIDO				
ABBE NAT 1.125% 14-01-22 EMTN	EUR	1 500 000	1 498 244,63	0,38
ABBAY NATI TF/TV PERP	USD	3 000 000	3 571 363,33	0,91
ABBAY 1 1/8 03/10/25	EUR	2 000 000	1 921 201,10	0,49
BARCLAYS PLC 6.5% 31-12-99	EUR	2 000 000	1 784 681,11	0,46
BARCLAYS PLC 8% 12/15/2049	EUR	1 050 000	1 023 605,33	0,26
BARCLAYS 10% 21/05/2021	GBP	2 121 000	3 590 648,13	0,92
BARCLAYS 7.75% 10/04/2023	USD	1 500 000	1 441 073,60	0,37
COVE BUIL SOC 6.375% 31-12-99	GBP	800 000	924 529,27	0,24
DIRECT LINE INSURANCE PL	GBP	1 000 000	1 568 288,02	0,40
DRESDR FIN 8.151% 30/06/31*USD	USD	14 136 000	14 649 477,95	3,73
FC FINA PLC 9.0% 20-12-16	GBP	1 829 000	2 473 436,32	0,63
HBOS PLC 4.50% 18/03/30	EUR	2 000 000	2 203 971,78	0,56
HSBC BANK 5.844% PERP EMTN	GBP	2 497 000	3 432 297,27	0,88
HSBC HOLDINGS PLC 5.25% PERP	EUR	1 200 000	1 079 796,72	0,28
HSBC HOLDINGS PLC 6.375% PERP	USD	600 000	492 693,17	0,13
HSBC 5 1/4 03/14/44	USD	2 000 000	1 783 919,09	0,46
LBG CAP.7,5884%09-120520 S.1	GBP	500 000	613 254,46	0,16
LEGA AND GEN 10% 23-07-41 EMTN	GBP	417 000	677 913,73	0,17
LEGA AND GENE 5.5% 27-06-64	GBP	2 000 000	2 325 804,50	0,59
LLOY BANK GRO 7.0% 31-12-99	GBP	2 000 000	2 418 393,74	0,62
LLOYDS TSB TV PERP SERIE B	GBP	935 000	1 989 189,14	0,51
NAT.WESTM.TV99-PERP EMTN SUB.	EUR	4 225 000	3 897 213,94	0,99
NWIDE 6.875% 29/12/2049	GBP	2 000 000	2 421 318,53	0,62

Denominación de los valores	Divisa	Número o cantidad nominal	Valor actual	% Patr. Neto
OLD MUTUAL PLC 03/06/21	GBP	3 285 000	4 459 558,91	1,14
OLD MUTUAL 7.875% 03-11-25	GBP	2 350 000	3 064 680,28	0,78
PRUFIN 5.7 12/19/63	GBP	2 750 000	3 289 261,30	0,84
RBS GROUP TF/TV PERP *USD	USD	1 000 000	1 029 557,47	0,26
RBS 6.934% 04/18	EUR	3 400 000	3 972 603,29	1,01
RL FINANCE 6.125% 30/11/2043	GBP	500 000	671 227,89	0,17
ROYA AND SUN 5.125% 10-10-45	GBP	2 000 000	2 452 909,97	0,63
ROYA BANK OF S 7.5% PERP CV	USD	1 100 000	894 712,68	0,23
ROYAL BK SCOTLAND 5,5% PERP	EUR	7 000 000	6 780 627,78	1,73
ROY.BANK 5.25%05-PERP	EUR	9 688 000	9 615 130,09	2,44
RSALN 9 3/8 05/20/39	GBP	1 000 000	1 572 790,83	0,40
SANTANDER UK PLC 7.375% PERP	GBP	800 000	932 064,82	0,24
SCOTTISH WIDOWS 7% 06/43	GBP	855 000	1 204 492,91	0,31
STAN CHAR PLC 6.5% PERP	USD	2 250 000	1 713 146,64	0,44
STANDARD LIFE PLC	GBP	2 000 000	2 639 473,63	0,67
STANLN 5.7 03/26/44	USD	2 710 000	2 159 751,85	0,55
TOTAL REINO UNIDO			104 234 305,20	26,60
SUECIA				
NORD BANK AB 5.25% PERP EMTN	USD	1 000 000	848 705,63	0,22
SEB 5 3/4 11/29/49	USD	1 000 000	874 056,28	0,22
TOTAL SUECIA			1 722 761,91	0,44
SUIZA				
AQUARIUS AND INV ZURICH TF/TV 02/10/2043	EUR	2 000 000	2 231 644,48	0,57
CS 7 1/2 12/11/49	USD	1 300 000	1 153 876,68	0,29
SWISS REINSURANCE CO LTD 8.25% PERP.	USD	2 000 000	1 973 818,61	0,50
UBS GROUP AG FIX PERP	USD	750 000	655 484,16	0,17
UBS GROUP AG 6.875% PERP	USD	1 100 000	976 510,43	0,25
TOTAL SUIZA			6 991 334,36	1,78
TOTAL Obligaciones y valores asimilados negociados en un mercado regulado o asimilado			361 001 622,95	92,12
TOTAL Obligaciones y valores asimilados			361 001 622,95	92,12
Instituciones de inversión colectiva				
IIC y Fondos de inversión de vocación general destinados a no profesionales y equivalentes de otros países				
FRANCIA				
OBJECTIF CAPITAL FI DH	USD	500	428 094,42	0,11
OBJECTIF CAPITAL FI IC	EUR	3 845	5 593 898,25	1,43
TOTAL FRANCIA			6 021 992,67	1,54

Denominación de los valores	Divisa	Número o cantidad nominal	Valor actual	% Patr. Neto
TOTAL IIC y Fondos de inversión de vocación general destinados a no profesionales y equivalentes de otros países			6 021 992,67	1,54
TOTAL Instituciones de inversión colectiva			6 021 992,67	1,54
Títulos en depósito				
Instrumentos de deuda negociados en un mercado regulado o asimilado				
FRENCH REP ZCP 20-07-16			4 005 385,02	1,02
TOTAL Instrumentos de deuda negociados en un mercado regulado o asimilado			4 005 385,02	1,02
TOTAL Títulos en depósito	EUR	4 000 000	4 005 385,02	1,02
Instrumentos financieros a plazo				
Compromisos a plazo firme				
Compromisos a plazo firme en mercados regulados o asimilados				
CME GBP/USD 0616	USD	-130	-100 527,62	-0,03
CME EUR/USD0616	USD	260	877 643,59	0,23
TOTAL Compromisos a plazo firme en mercados regulados			777 115,97	0,20
TOTAL Compromisos a plazo firme			777 115,97	0,20
TOTAL Instrumentos financieros a plazo			777 115,97	0,20
Ajuste de márgenes				
Ajuste de márgenes C.A.Indo en \$ EE.UU.	USD	-862 812,51	-757 151,95	-0,19
TOTAL Ajuste de márgenes			-757 151,95	-0,19
Partidas acreedoras			133 742 008,15	34,13
Deudas			-132 336 990,10	-33,77
Cuentas financieras			19 409 004,93	4,95
Patrimonio neto			391 862 987,64	100,00

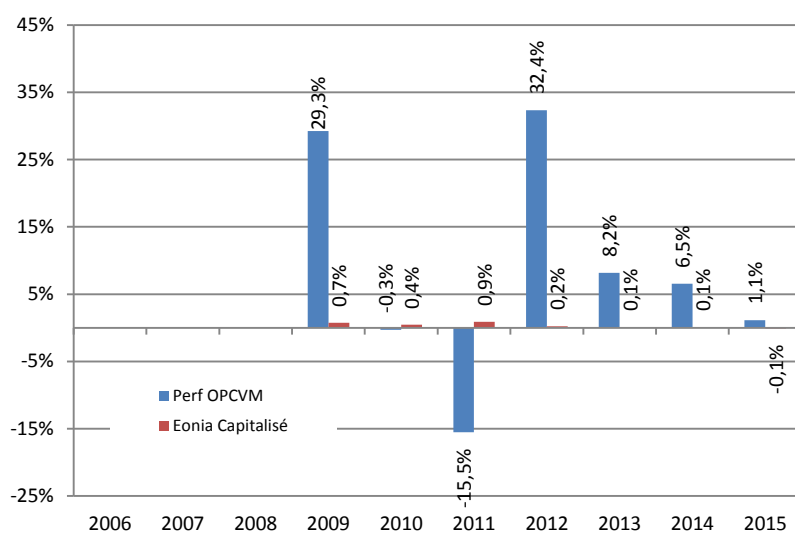
OBJECTIF CREDIT FI G	EUR	430 006,000	100,30
OBJECTIF CREDIT FI DH	USD	450,000	992,81
OBJECTIF CREDIT FI I	EUR	71 220,341	1 029,56
OBJECTIF CREDIT FI R	EUR	288 759,418	288,90
OBJECTIF CREDIT FI C	EUR	14 884,456	12 871,87

- **INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA RELATIVA AL RÉGIMEN FISCAL DEL CUPÓN**

DESCOMPOSICIÓN DEL CUPÓN

	NETO GLOBAL	DIVISA	NETO UNITARIO	DIVISA
Ingresos sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	1 677 023,40	EUR	3,90	EUR
Acciones con derecho a exención sujetas a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria				
Otros ingresos sin derecho a exención sujetos a una retención a cuenta obligatoria no liberatoria	167 702,34		0,39	
Ingresos no declarables y no imponibles				
Importe de las sumas distribuidas sobre las plusvalías y minusvalías				
TOTAL	1 844 725,74	EUR	4,29	EUR

Rentabilidad anterior



- Las rentabilidades pasadas no son una indicación fiable de las rentabilidades futuras, y no son constantes.
- Las rentabilidades se calculan netas de las comisiones cobradas por el Fondo.
- Año de creación del Fondo: 2008.
- Divisa: Euro.
- El cálculo de las rentabilidades se basa en la participación C.