

FCP de droit français

OBJECTIF CREDIT FI

RAPPORT ANNUEL

au 31 mars 2016

Société de Gestion : Lazard Frères Gestion SAS

Dépositaire : Caceis Bank France

Commissaire aux comptes : Deloitte & Associés

SOMMAIRE

1. Caractéristiques de l'OPC	3
2. Changements intéressant l'OPC	9
3. Rapport de gestion	10
4. Informations réglementaires	27
5. Certification du Commissaire aux Comptes	29
6. Comptes de l'exercice	31

I. CARACTERISTIQUES DE L'OPC

- **FORME JURIDIQUE**

Fonds Commun de Placement de droit français.

- **CLASSIFICATION**

Obligations et autres titres de créances internationaux.

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

Les sommes distribuables sont constituées par :

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

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

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

Les sommes mentionnées aux 1) et 2) peuvent être capitalisées et/ou distribuées et/ou reportées, en tout ou partie, indépendamment l'une de l'autre.

Pour les parts C, I, DH et R : Les sommes distribuables sont intégralement capitalisées à l'exception des sommes qui font l'objet d'une distribution obligatoire en vertu de la loi.

Pour les parts « G » : Les sommes distribuables sont égales au résultat net précédemment défini majoré ou diminué du solde du compte de régularisation des revenus de la catégorie des parts « G » afférents à l'exercice clos et du report à nouveau.

Le résultat net est intégralement distribué et l'affectation des plus-values nettes réalisées est décidée chaque année par la société de gestion.

- **OBJECTIF DE GESTION**

L'objectif de gestion vise à atteindre sur une durée de trois ans minimum, une performance nette de frais supérieure à Eonia + 2,70% pour les parts C et G, Eonia + 2,30% pour la part I, Eonia + 2% pour la part R et Eonia + 2,25% pour la part DH.

- **INDICATEUR DE REFERENCE**

L'indice EONIA capitalisé (EURO OVERNIGHT INDEX AVERAGE) correspond à la moyenne des taux au jour le jour de la Zone Euro. Il est calculé par la Banque Centrale Européenne (BCE) et représente le taux sans risque de la zone Euro.

- **STRATEGIE D'INVESTISSEMENT**

I. Stratégies utilisées

L'objectif de gestion vise à atteindre, sur une durée de placement recommandée de 3 ans minimum, une performance nette de frais supérieure à Eonia + 2,70% pour les parts C et G, Eonia + 2,30% pour la part I, Eonia + 2% pour la part R et Eonia + 2,25% pour la part DH.

Pour parvenir à cet objectif de gestion, la stratégie repose sur une gestion active du portefeuille investi essentiellement sur des dettes subordonnées (ce type de dette est plus risqué que la dette senior ou sécurisée), ou tout titre, non considéré comme des actions ordinaires, émis par des institutions financières. Le processus de gestion combine une approche Top-down (approche d'allocation stratégique et géographique tenant compte de l'environnement macroéconomique et sectoriel) et Bottom-up (approche de sélection des supports d'investissement sur une base fondamentale après analyse de la qualité de crédit des émetteurs et des caractéristiques des titres), permettant ainsi d'intégrer l'environnement réglementaire dans lequel évolue cette classe d'actif. La sensibilité au taux est gérée de 0 à 8. Le FCP n'investit que dans des obligations ou titres émis par des émetteurs dont le siège social est établi dans un pays membre de l'OCDE et/ou dans des émissions ou titres cotés sur une bourse de l'un de ces pays. Le FCP n'investit que dans des obligations négociées en Euro, Dollar US ou Livre Sterling.

Pour construire son portefeuille le gérant procède à sa propre analyse des obligations ou titres, non considérés comme des actions ordinaires. Il s'appuie également sur les notations des agences de notation sans se reposer exclusivement et mécaniquement sur celles-ci.

Le FCP pourra investir dans tout type d'émetteur dont le siège social est situé dans un pays membre et/ou émission cotée sur une bourse d'un pays de l'OCDE. Il s'interdit d'investir dans des obligations émises dans la liste noire des pays GAFI.

Le Groupe d'Action Financière (GAFI) est un organisme intergouvernemental qui a pour objectif de concevoir et de promouvoir des politiques de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme aussi bien à l'échelon national qu'international.

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

Fourchette de sensibilité aux taux d'intérêt à l'intérieur de laquelle le FCP est géré	Zone géographique des émetteurs des titres ou sous-jacents des produits de titrisation	Fourchette d'exposition correspondant à cette zone
0 - 8	Zone OCDE	100%

Enfin, le FCP ne pourra investir que dans des obligations négociées en Euro, Dollar US ou Livre Sterling.

2. Actifs (hors dérivés intégrés)

Actions :

Actions ordinaires (maximum 10% de l'actif net) provenant d'une conversion ou d'une offre d'échange de dettes en actions à l'initiative de l'émetteur. Le FCP n'investira pas activement sur des actions, mais pourra les conserver afin de permettre au gérant de céder les actions reçues dans les meilleurs délais selon les conditions de marché et afin d'optimiser le cours de sortie pour les porteurs.

Titres de créances et instruments du marché monétaire :

Pour construire son portefeuille le gérant procède à sa propre analyse des obligations ou titres, non considérés comme des actions ordinaires. Il s'appuie également sur les notations des agences de notation sans se reposer exclusivement et mécaniquement sur celles-ci.

Jusqu'à 100% maximum de l'actif net en obligations ou titres, non considérés comme des actions ordinaires, émis par des émetteurs de la catégorie Investment Grade ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion et notés au minimum BBB- par Standard & Poor's ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion ainsi que dans une limite de 20% maximum de l'actif net en obligations ou titres émis par des émetteurs de la catégorie spéculative/High Yield selon l'analyse de la société de gestion, ou notés en dessous de BBB- par Standard & Poor's ou équivalent selon l'analyse de la société de gestion, ou non notés par une agence de notation. Les émissions ou titres spéculatifs/High Yield ne pourront pas dépasser 50% de l'actif net du FCP. Jusqu'à 30% maximum de l'actif net en obligations convertibles et obligations convertibles contingentes.

Jusqu'à 75% maximum en obligations ou titres, non considérés comme des actions ordinaires, négociés en Dollar US ou Livre Sterling. Le risque de change sera couvert de sorte que l'exposition de change n'excède pas 10% de l'actif.

OPCVM :

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

Ces OPCVM peuvent être gérés par la société de gestion.

3. Instruments dérivés

- **Nature des marchés d'intervention :**

- réglementés
- organisés
- de gré à gré

- **Risques sur lesquels gérant désire intervenir :**

- action
- taux
- change
- crédit
- autres risques

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

- couverture
- exposition
- arbitrage
- autre nature

- **Nature des instruments utilisés :**

- futures :**

- sur actions et indices actions
- sur taux : risque de taux
- de change

- options :**

- sur actions et indices actions actions
- sur taux : risque de taux et de volatilité des taux
- de change : uniquement sur les marchés organisés

- swaps :**

- swaps d'actions
- swaps de taux : transformation de rémunération à taux fixe en rémunération à taux variable et inversement
- swaps de change

- change à terme**

- dérivés de crédit** (les CDS sp,t limités à 20% de l'actif).

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

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

4. Titres intégrant des dérivés

Le gérant pourra investir dans les titres intégrant des dérivés suivants : produits structurés, dettes subordonnées, obligations convertibles et obligations convertibles contingentes (ces dernières à hauteur de 30% maximum de l'actif net).

5. Dépôts :

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

6. Emprunts d'espèces :

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

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

Opérations d'acquisition et de cessions temporaires d'instruments financiers : limite 10%.

• Nature des opérations utilisées :

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

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

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

Des informations complémentaires relatives à la rémunération figurent à la rubrique frais et commissions.

8. Information sur les garanties financières :

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

Le collatéral espèces reçu est réinvesti conformément aux règles applicables.

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

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

• PROFIL DE RISQUE

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

Risque de perte en capital : Il se peut que le FCP n'atteigne pas son objectif de performance. Aucune garantie ou protection du capital n'est attachée à ce FCP. L'investisseur est donc averti que son capital peut ne pas lui être restitué.

Risque de taux : Il existe un risque d'une baisse de la valeur des obligations et autres titres et instruments de taux, et donc du portefeuille, qui peut être provoquée par une variation des taux d'intérêts.

Risque de crédit : L'émetteur d'un titre obligataire peut être amené à faire défaut. Ainsi cette défaillance pourra faire baisser la valeur liquidative du FCP. Même dans le cas où aucun émetteur ne fait défaut, les variations des marges de crédit peuvent conduire la performance à être négative. Ces risques sont d'autant plus importants que la qualité de crédit de l'émetteur est basse.

La baisse de la valeur liquidative pourra être d'autant plus importante que le FCP sera investi dans des dettes relevant de la catégorie spéculative/high yield. Ce FCP doit être considéré comme en partie spéculatif en raison des investissements dans des titres dont la notation est basse. Ainsi, l'utilisation de titres spéculative/high yield pourra entraîner un risque de baisse de la valeur liquidative plus importante.

Risque sur titres contingents ou subordonnés : Le FCP peut être exposé sur des titres contingents ou subordonnés. Les dettes subordonnées et les obligations convertibles contingentes sont soumises à des risques spécifiques de non-paiement des coupons et de perte en capital selon certaines circonstances. Selon un certain seuil de solvabilité, appelé "trigger", l'émetteur peut ou doit suspendre le versement de ses coupons et / ou réduire le nominal du titre ou convertir ces obligations en actions. Nonobstant les seuils définis dans les prospectus d'émissions, les autorités de tutelle ont la possibilité d'appliquer de façon préventive ces règles si les circonstances l'exigent selon un seuil subjectif appelé "point de non-viabilité". Ces titres exposent les détenteurs à une perte totale ou partielle de leurs investissements à la suite de leur conversion en actions à un prix prédéterminé ou à l'application d'une décote prévue contractuellement dans les termes du prospectus d'émission, ou appliquée de façon arbitraire par une autorité de tutelle. Ces titres exposent également leurs détenteurs à des fluctuations potentiellement importantes de cours en cas de situation d'insuffisance de fonds propres ou de difficultés de l'émetteur.

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

Risque actions : Le FCP pourra être soumis à des fluctuations importantes des sous-jacentes actions via des investissements possibles dans des obligations convertibles en actions. Le risque actions restera accessoire (inférieur à 10%).

Risque de change : Le FCP peut investir dans des titres libellés dans des devises étrangères hors devise euro à hauteur de 75% maximum exclusivement sur les devises Dollar US et/ou Livre Sterling. Le risque de change en résultant (non couvert) ne pourra excéder 10% de l'actif.

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

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

Garantie ou protection :

Néant.

• **SOUSCRIPTEURS CONCERNES ET PROFIL DE L'INVESTISSEUR TYPE**

Part C : Tous souscripteurs, plus particulièrement destinée à être distribuée directement par la société de gestion auprès de la clientèle privée.

R : Tous souscripteurs, plus particulièrement destinée à être distribuée directement par des partenaires de la société de gestion ou par des sociétés de gestion tierces.

Part I : Réservée aux institutionnels.

Part DH : Tous souscripteurs.

Part G : Tous souscripteurs, réservée plus particulièrement à Groupama et toute entité détenue directement ou indirectement, ou gérée, par Groupama.

Ce FCP s'adresse aux souscripteurs conscients des risques liés aux investissements sur les marchés internationaux de crédit.

Il est fortement recommandé aux souscripteurs de diversifier suffisamment leurs investissements afin de ne pas les exposer uniquement aux risques de ce FCP.

Informations relatives aux investisseurs américains :

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

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

FATCA :

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

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

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

Durée de placement recommandée : 3 ans minimum.

2. CHANGEMENTS INTERESSANT L'OPC

Mutation du FCP

Le Président de la société de gestion Lazard Frères Gestion S.A.S. a décidé de nommer pour le FCP Objectif Crédit Fi un nouveau dépositaire et un nouveau valorisateur. CACEIS BANK France en lieu et place Lazard Frères Banques pour la fonction dépositaire et CACEIS FUND ADMINISTRATION en lieu et place de Lazard Frères Gestion pour la fonction de valorisateur.

Date effet : 23 novembre 2015.

Le Président de la société de gestion Lazard Frères Gestion S.A.S. a décidé pour le FCP Objectif Crédit Fi (Part C : FR0010590950 – Part R : FR0010752543 – Part I : FR0011844034 – Part G : FR0012074151) :

1) création d'une part « DH » libellée en Dollar US.

2) Investissement en Obligations Convertibles Contingentes (CoCos) : 30% maximum de l'actif net (en lieu et place de 20% maximum.

Date effet : 5 janvier 2016.

3. RAPPORT DE GESTION

EVOLUTION ET PERFORMANCE

Au cours de cet exercice, l'actif net du FCP OBJECTIF CREDIT FI a connu l'évolution suivante :

Objectif Crédit FI « parts C », l'actif net est passé de € 185 007 122,11 le 31/03/2015, à € 191 590 846,66 le 31/03/2016.

Le nombre de parts en circulation au 31/03/2016 est de 14 884,456.

La valeur liquidative de € 13 417,95 le 31/03/2015 est passée à € 12 871,87 le 31/03/2016, ce qui correspond à une évolution de -4,07%.

Objectif Crédit FI « parts I », l'actif net est passé de € 62 071 930,20 le 31/03/2015, à € 73 325 714,11 le 31/03/2016.

Le nombre de parts en circulation au 31/03/2016 est de 71 220,341.

La valeur liquidative de € 1 076,79 le 31/03/2015 est passée à € 1 029,56 le 31/03/2016, ce qui correspond à une évolution de -4,39%.

Objectif Crédit FI « parts R », l'actif net est passé de € 91 166 077,68 le 31/03/2015, à € 83 423 166,00 le 31/03/2016.

Le nombre de parts en circulation au 31/03/2016 est de 288 759,418.

La valeur liquidative de € 303,22 le 31/03/2015 est passée à € 288,90 le 31/03/2016, ce qui correspond à une évolution de -4,72%.

Objectif Crédit FI « parts DH », l'actif net est passé de \$ 450 000,00 le 06/01/2016 (date de création), à \$ 446 767,73 le 31/03/2016.

Le nombre de parts en circulation au 31/03/2016 est de 450.

La valeur liquidative de \$ 1 000,00 le 06/01/2016 est passée à \$ 992,81 le 31/03/2016, ce qui correspond à une évolution de -3,10%.

Objectif Crédit FI « parts G », l'actif net est passé de € 32 108 097,24 le 31/03/2015, à € 43 131 204,59 le 31/03/2016.

Le nombre de parts en circulation au 31/03/2016 est de 430 006.

La valeur liquidative de € 107,02 le 31/03/2015 est passée à € 100,30 le 31/03/2016, ce qui correspond à une évolution de -4,05%.

La performance de l'indice sur la période est de -0,16 %.

Information relative aux mouvements du portefeuille sur la période :

À l'achat :

Isin	Libellé	Montant Net €
XS0097772965	Dresdner 8,151%reg'S99-30jn3ls	8 265 909,79
XSI385999492	Cloverie Plc Tv Emtn16-24jn46a	4 454 551,49
XS0356705219	Roy.bk Sc.6,934%emtn08-09ap18a	3 968 849,73
USFIR15XK441	BNP Paribas Tv(regs)16-30mr-S	2 954 077,52
XS0995102778	Ing Bk Tv (s115)emtn13-21no23s	1 944 481,13

À la vente :

Isin	Libellé	Montant Net €
XS0459088794	Lbg C.2 6,385%(emtn)09-12my20a	4 991 287,70
DE000A0KAAA7	Htl 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

Information relative aux acquisitions et cessions temporaires de titres :

Dans le cadre de la gestion quotidienne de la trésorerie, le gestionnaire pourra avoir recours à des opérations de repo. Ces pensions livrées se font exclusivement avec Lazard Frères Banque et sur une durée d'une journée, éventuellement renouvelable sur la période du 1 avril 2015 au 20 novembre 2015.

Les titres reçus en garantie par l'OPC afin de réduire le risque de contrepartie seront, les cas échéants, détaillés dans la rubrique « 3.9 Autres opérations » des compléments d'information.

Les revenus sur ces opérations sont mentionnés dans le compte de résultat, dans la rubrique « Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres ».

ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

Introduction

La croissance mondiale est restée maussade au cours des douze derniers mois, ralentissant à +3,1% en 2015 selon les dernières estimations du FMI. Dans une large mesure, ce phénomène s'explique par la poursuite du fléchissement de l'activité dans les économies émergentes, imputable en partie à la baisse des cours des matières premières, au ralentissement en Chine, aux tensions géopolitiques et à des troubles internes dans un certain nombre de ces économies. Dans les pays avancés, la lente reprise s'est poursuivie, à la faveur de la consommation privée, même si la baisse des cours du pétrole n'a pas eu l'effet escompté. L'année écoulée a également été marquée par la divergence de politique monétaire entre les grandes banques centrales de la planète. Aux Etats-Unis, après sept ans de taux inchangés, la solidité de la croissance et les progrès accomplis sur le front de l'emploi ont permis à la Réserve Fédérale (Fed) de s'affranchir de la borne du zéro, en relevant la fourchette cible de son taux directeur de 25 points de base à 0,25%-0,50%. Dans la zone euro, la reprise s'est poursuivie, en dépit des incertitudes politiques. La Banque centrale européenne (BCE) a adopté une série de mesures visant à relancer l'inflation, dont un programme d'achat d'actifs de grande ampleur lui permettant d'acquérir des obligations publiques et des obligations d'entreprises non-financières bien notées. Au Japon, la dynamique d'activité est demeurée faible au cours de l'année passée. Pour atteindre son objectif d'inflation de 2%, la Banque du Japon a institué un taux d'intérêt négatif sur une partie des réserves excédentaires marginales des banques. En Chine, le rééquilibrage de l'économie a donné lieu à un ralentissement de la croissance. Afin qu'il ne soit pas trop brutal, la politique monétaire a été assouplie à plusieurs reprises. Le mécanisme de fixation du yuan a été modifié et la banque centrale a indiqué qu'elle piloterait dorénavant son évolution face à un panier composé des devises des principaux partenaires commerciaux de l'économie chinoise. Dans les autres pays émergents, la croissance est restée robuste en Inde alors qu'elle a continué de se contracter au Brésil et en Russie.

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

Perspectives économiques du FMI mises à jour en avril 2016

Les marchés d'actions ont enregistré une performance médiocre au cours des douze derniers mois, avec des épisodes de forte volatilité. Au deuxième trimestre, c'est le bras de fer entre la Grèce et ses créanciers qui a pesé sur le sentiment des investisseurs. Les marchés se sont rétablis en juillet quand la résolution de la crise est devenue probable mais les inquiétudes autour de la croissance chinoise, suite à la modification par la banque centrale de son régime de change, le 11 août, ont précipité une nouvelle chute. En septembre, le discours prudent de la Fed sur la situation de l'économie mondiale et le scandale Volkswagen en ont entraîné une autre. L'anticipation de nouvelles mesures de soutien par la BCE, à l'issue de sa réunion du 22 octobre, a permis un rebond remarquable, mais il s'est essouffé après que le nouveau paquet de mesures annoncé par Mario Draghi, le 3 décembre, a déçu les attentes très élevées des investisseurs, dans un contexte de recul des cours du pétrole.

Entre fin décembre et mi-février, les marchés actions mondiaux ont connu deux nouvelles phases de forte baisse, en partie annulées par la suite. Dans la première, ils ont évolué avec les cours du pétrole, même si la Chine a une nouvelle fois cristallisé les inquiétudes début janvier. Dans la seconde, les craintes relatives à une éventuelle entrée en récession des Etats-Unis, suite à la publication de statistiques décevantes, et à la santé des banques européennes ont dominé. Les investisseurs ont été préoccupés par l'exposition des banques au secteur de l'énergie et par leurs perspectives de bénéfices dans un environnement de baisse des taux. De bonnes statistiques économiques américaines, la remontée du pétrole et des banques centrales très accommodantes ont ensuite permis un fort rebond. Dans ce contexte, en devise locale, l'Eurostoxx a reculé de 14,9%, le Topix de 12,7%, le S&P 500 de 0,4% et l'indice MSCI des pays émergents libellé en dollars de 14,1% sur un an.

Les rendements à long terme des obligations d'Etat des pays sans risque se sont tassés au cours de l'année passée, évoluant dans une large mesure au gré des inquiétudes autour de la croissance mondiale et des anticipations de la politique monétaire de la Fed et de la BCE. Sur douze mois, le taux à 10 ans de l'Etat allemand s'est replié de 0,18% à 0,15% et le taux à 10 ans de l'Etat américain de 1,92% à 1,77%.

Les marges de crédit des pays périphériques par rapport à l'Allemagne se sont fortement resserrées en Grèce (-302 points de base), ont été stables en Italie et se sont écartées en Espagne (+25 points de base) ainsi qu'au Portugal (+128 points de base). Selon les indices Merrill Lynch, les marges de crédit des obligations privées de bonne qualité par rapport aux obligations d'Etat se sont élargies de 42 points de base pour atteindre 121 points de base. Le mouvement a été plus important pour les obligations à haut rendement, avec un écartement des marges de crédit de 106 points de base à 505 points de base.

En dépit de la divergence de politique monétaire entre la Fed et la BCE, l'euro s'est apprécié de 6,0% face au dollar. L'essentiel de la hausse a eu lieu en 2016, dans un contexte d'inquiétudes autour de la croissance américaine et de révisions en baisse des prévisions du taux des fonds fédéraux par la Réserve Fédérale. Face au yen, l'euro s'est déprécié de 0,6%.

Les prix du pétrole ont baissé rapidement durant l'été du fait de la résistance de l'offre aux Etats-Unis et dans les pays de l'OPEP mais aussi des perspectives de hausse de la production en Iran. Le prix du baril de Brent est remonté au-dessus de 50 USD entre la fin du mois d'août et le début du mois de novembre avant de chuter à nouveau pour toucher un point bas à la mi-janvier à 26 USD. Dans la perspective d'un accord entre les grands producteurs de pétrole, il est remonté pour atteindre 39 USD à la fin du mois de mars. Sur un an, le prix du baril de Brent a baissé de 27,4%.

Etats-Unis

La croissance américaine a ralenti au second semestre pour atteindre +1,4% en rythme annualisé au T4 2015 (+2,0% sur un an), en partie du fait de la baisse des investissements dans le secteur pétrolier, d'un moindre stockage et de la faiblesse des exportations.

L'indice ISM du secteur manufacturier a poursuivi sa tendance baissière jusqu'à toucher un point bas à 48,0 au mois de décembre 2015. En mars 2016, il a atteint 51,8, en baisse de 0,5 point sur un an. L'indice ISM du secteur non-manufacturier a bien résisté jusqu'au T4 2015 avant de se replier. Il s'est établi à 54,5 en mars 2016, reculant de 2,4 points sur un an.

Le marché du travail est resté dynamique, en dépit du ralentissement de l'activité. En moyenne, sur les douze derniers mois, 223 000 emplois ont été créés dans le secteur privé, permettant une poursuite de la baisse du taux de chômage, qui a diminué de 5,5% en mars 2015 à 5,0% en mars 2016. La croissance des salaires a été quasiment stable, passant de +2,2% sur un an en mars 2015 à +2,3% sur un an en mars 2016.

La consommation des ménages est restée bonne mais n'a pas bénéficié pleinement des gains de pouvoir d'achat liés à la baisse des cours du pétrole, une partie de ces gains ayant été épargnés. Elle a augmenté de 2,8% sur un an en février. Dans le même temps, le taux d'épargne est passé de 4,9% du revenu disponible en mars 2015 à 5,4% en février 2016.

La reprise dans le secteur de la construction s'est poursuivie. Les permis de construire ont augmenté de 4,6% sur un an et les mises en chantier de 14,2%. La tendance est restée plus favorable sur les logements individuels que collectifs tandis que la confiance des constructeurs de maisons est demeurée bonne. Après un point haut à la fin de l'automne, l'indice NAHB s'est replié, tout en restant proche de son niveau le plus élevé dans ce cycle économique.

Dans le secteur résidentiel, les ventes de maisons neuves ont diminué jusqu'à l'automne mais elles se sont ensuite redressées. Sur un an, elles ont diminué de 6,1% au mois de février. Pour leur part, les ventes de logements dans l'ancien ont augmenté de 1,5% sur un an.

Les commandes de biens d'investissement hors défense et aviation ont baissé de 0,6% sur un an en février, pénalisées par les commandes dans les secteurs miniers et pétroliers qui ont reculé de 45,6% sur un an en raison de la baisse des cours des matières premières.

Le déficit commercial a été à peu près stable au cours de l'année passée, atteignant 47 milliards de dollars en février 2016. La tendance à la réduction du déficit de la balance pétrolière et au creusement du déficit hors pétrole s'est prolongée.

L'inflation a accéléré au cours des douze derniers mois. Elle est passée de -0,1% sur un an en mars 2015 à +0,9% en mars 2016 et de +1,8% sur un an à +2,2% hors énergie et alimentation.

A l'issue de sa réunion du 16 décembre, la Fed a revu à la hausse sa fourchette cible de taux des fonds fédéraux de 25 points de base à 0,25%-0,50%.

Zone euro

La reprise économique dans la zone euro s'est poursuivie, en dépit d'une croissance plus faible au second semestre du fait d'un affaiblissement de l'environnement extérieur. Le PIB a progressé de 1,3% en rythme annualisé au T4 2015 (+1,6% sur un an). L'indice PMI composite pour l'ensemble de la zone euro a été à peu près stable sur les neuf premiers mois à un niveau cohérent avec une croissance proche de 2%. Il s'est dégradé au premier trimestre, pour atteindre 53,1 au mois de mars, en baisse de 0,9 point sur un an.

En Allemagne, les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance au second semestre. Après s'être établie à +1,6% en rythme annualisé au T2 2015, elle a ralenti à +1,2% en rythme annualisé au T3 2015 et au T4 2015 (+1,3% sur un an). L'indice PMI composite a cédé 1,4 point sur l'année pour atteindre 54,0 en mars 2016. Le taux de chômage est resté bas, se situant à 4,3% en février 2016, le plus faible niveau en Europe.

En France, l'investissement et le comportement de stockage ont soutenu la croissance au second semestre. Le PIB a été stable au T2 2015 puis il a progressé de 1,2% en rythme annualisé au T3 2015 et au T4 2015 (+1,4% sur un an). L'indice PMI composite a reculé de 2,4 points sur l'année pour atteindre 50,0 au mois de mars 2016. Le taux de chômage est demeuré élevé, passant de 10,3% en mars 2015 à 10,2% en février 2016.

En Italie, les échanges extérieurs et le comportement de stockage ont pesé sur l'activité au second semestre. La croissance est passée d'un rythme de +1,2% en rythme annualisé au T2 2015 à +0,8% au T3 2015 et a atteint +0,4% au T4 2015 (+1,0% sur un an). L'indice PMI composite a été stable sur un an et s'est établi à 52,4 en mars 2016. Le taux de chômage est resté élevé mais a diminué de 12,4% en mars 2015 à 11,7% en février 2016.

En Espagne, la croissance est restée forte, portée par une demande domestique vigoureuse. Elle a atteint +3,2% en rythme annualisé au T4 2015 (+3,5% sur un an). Le taux de chômage est demeuré élevé, à 20,4% en février 2016, mais a baissé de 2,4 points par rapport à son niveau de mars 2015. Les élections régionales en Catalogne se sont soldées par une victoire des partis indépendantistes qui ont obtenu la majorité absolue au parlement tandis que le résultat des élections législatives n'a pas permis de former un gouvernement. En Grèce, après la fermeture des banques pendant trois semaines et la mise en place de contrôles de capitaux, un troisième plan d'aide a finalement été entériné.

L'inflation sur un an dans la zone euro est restée faible, passant de -0,1% en mars 2015 à 0,0% en mars 2016 et de +0,6% à +1,0% hors énergie et alimentation.

A l'issue de sa réunion de décembre, la BCE a décidé d'étendre son programme d'achats d'actifs aux obligations émises par les administrations régionales et locales, d'allonger la durée de ce programme d'au moins six mois, jusqu'à fin mars 2017, et d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,30 %. En mars, le taux de refinancement et le taux de la facilité marginale de prêt ont été abaissés de 5 points de base, à respectivement 0,00% et 0,25%, et le taux de dépôt de 10 points de base, à -0,40%. De plus, la BCE a augmenté ses achats mensuels de 20 milliards d'euros, à 80 milliards d'euros, ajouté à la liste des actifs éligibles les obligations d'entreprises non-financières bien notées et annoncé une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées.

Japon

L'activité nipponne a été maussade sur les douze derniers mois. Le PIB a rebondi de 1,4% en rythme annualisé au T3 2015, après s'être contracté au T2 2015, mais l'activité a rechuté au T4 2015, de 1,1% en rythme annualisé (+0,7% sur un an). Cette baisse est dans large mesure imputable au repli de la consommation des ménages alors que l'investissement privé a été dynamique.

Le marché du travail est resté tendu. Le taux de chômage est demeuré très bas, passant de 3,4% en mars 2015 à 3,3% en mars 2016, et le nombre d'emplois à pourvoir par chômeurs très haut.

L'inflation sur un an a ralenti de +2,3% en mars 2015 à +0,3% en mars 2016 et de +2,1% à +0,8% hors énergie et alimentation en raison d'effets de base liés à la hausse de la TVA en avril 2014.

A l'issue de sa réunion du 29 janvier, la Banque du Japon a institué un taux d'intérêt négatif de 0,1% sur une partie des réserves excédentaires marginales des banques.

Chine

Le rééquilibrage de l'économie chinoise vers la consommation et les services a donné lieu à un ralentissement progressif de la croissance qui a atteint +6,7% au T1 2016 contre +7,0% au T2 2015 sur un an. Le gouvernement a annoncé viser une croissance comprise entre 6,5% et 7,0% en 2016. La part du secteur secondaire dans le PIB a diminué de 42,2% à 40,0% entre le T2 2015 et le T1 2016 tandis que celle du secteur tertiaire a augmenté de 49,0% à 51,7%.

Sur la base des données d'activité mensuelles, la croissance de l'investissement s'est ralentie, passant de +13,2% en mars 2015 à +11,2% en mars 2016 sur un an, avec un fléchissement très net jusqu'à la fin du T3 2015. Le volume des ventes au détail a été plus stable, ralentissant à +9,8% en mars 2016.

Le secteur de l'immobilier a gagné en vigueur. La croissance des ventes de logements et des mises en chantier s'est accélérée pour atteindre respectivement +40,3% sur un an et +21,9% en mars 2016. L'investissement résidentiel s'est redressé à partir de la fin d'année et les prix de l'immobilier ont augmenté de 7,4% sur un an en mars 2016 contre -4,4% en mars 2015.

L'excédent commercial cumulé sur les douze derniers mois a atteint un niveau record à 605,3 milliards de dollars en mars 2016.

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

L'inflation a accéléré de +1,4% en mars 2015 à +2,3% en mars 2016 sur un an.

La banque centrale a abaissé son taux directeur de 100 points de base en quatre mouvements entre mars 2015 et mars 2016 et diminué le coefficient des réserves obligatoires à quatre reprises.

POLITIQUE DE GESTION

Avril 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa Valeur Liquidative diminuer de -0,39% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont resserrés durant le mois d'avril. Les Tier 1 se resserrent de 20 bps à 355 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 4 bps à 221 bps et les dettes Senior de 4 bps pour terminer à 75 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se resserrent de 14 bps en OAS pour terminer à 457 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 19 bps sur le 10 ans et de 11 bp sur le 5 ans à 0,37% et 0,01% respectivement et une hausse de 3 bps sur le 2 ans à -0,22%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +3,35% vs +2,43% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,84% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 2,5% vs 2,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 1,6% pour le SUSI Tier 1.

Le "sell-off" des taux de fin avril où l'ensemble des courbes d'Etats ont monté de près de 20 bps en 2 jours sur la base d'aucune raison particulière, et malgré des données macro médiocres, fut l'un des principaux événements du mois. A l'opposé des facteurs techniques toujours très bien orientés puisque les achats de dettes souveraines réalisés par la BCE ont créé une situation d'émission nette négative en avril, le marché fut brutalement pris à contre-pied. La violence du mouvement a laissé la place à la pauvreté des explications de toutes part sur le comment et le pourquoi d'un tel mouvement : l'explication la plus plausible étant celle d'importantes ventes de contrats futures dans un marché peu liquide, ventes réalisées par quelques investisseurs américains réputés. Une chose est certaine : les liquidités massives des investisseurs engendrées par le plan de QE de la BCE ne se sont pas retrouvées sur d'autres marchés puisque l'ensemble des actifs ou presque sont en baisse ce mois-ci.

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

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €15 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€9 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €104 Mds en brut et -€20 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 3,8% et de 3,7% au call pour une sensibilité taux de 6,0 et crédit de 7,1. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Objectif Crédit Fi affiche un rendement estimé de 3,5%.

Mai 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa Valeur Liquidative diminuer de -0,34% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont légèrement écartés durant le mois de mai. Les Tier 1 s'écartent de 6 bps à 361 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 2 bps à 223 bps et les dettes Senior de 3 bps pour terminer à 79 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se resserrent de 11 bps en OAS pour terminer à 446 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 12 bps sur le 10 ans et une baisse de 1 bp sur le 5 ans à 0,48% et 0,00% respectivement et une stabilité sur le 2 ans à -0,22%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +3,00% vs +2,38% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,85% pour le SUSI Tier I.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 2,7% vs 2,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 1,5% pour le SUSI Tier I.

La volatilité sur les taux d'Etats s'est poursuivie en début de mois avec un Bund touchant les 0,77% en séance, avant de revenir de façon plus lente pour terminer sous les 0,50% en fin de mois. Toujours les mêmes explications : peu de flux sur le Cash avec la BCE en arrière plan qui achète et même a annoncé accélérer son plan d'achats d'actifs en prévision d'une moindre liquidité durant la période estivale, et des volumes conséquents sur les dérivés, notamment les Futures, principale source de remontée des taux depuis près de 2 mois désormais. Les arguments sur la question sont variés et peu homogènes globalement entre l'inflation, le pétrole, la remontée de la prime de terme ou des anticipations d'inflation et des taux réels.

La violence et la rapidité du mouvement sur les Taux a pris la plupart des investisseurs par surprise et à contre-pied après la "chasse aux rendements" et les émissions primaires longues (10 ans et +) des derniers mois. Être long en duration semble aujourd'hui être "passé de vogue", même si certains investisseurs institutionnels apprécient cette remontée des taux pour acheter à bon compte des Emprunts d'Etats sur le 15-20 ans ou du Crédit à 10 ans et plus.

Dans ce contexte de forte volatilité des taux et d'incertitudes autour de la "saga grecque", les émissions primaires de dettes subordonnées furent très limitées. De nombreux émetteurs ont dû reporter leurs projets d'émission en l'absence d'acalmie sur le front des Taux.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €23 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant +€8 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €131 Mds en brut et -€7 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,1% et de 4,0% au call pour une sensibilité taux de 5,2 et crédit de 8,5. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 3,8%.

Juin 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa Valeur Liquidative diminuer de -2,55% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous fortement écartés durant le mois de juin. Les Tier I s'écartent de 93 bps à 454 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 40 bps à 264 bps et les dettes Senior de 22 bps pour terminer à 100 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos s'écartent de 22 bps en OAS pour terminer à 468 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 28 bps sur le 10 ans et de 8 bps sur le 5 ans à 0,76% et 0,08% respectivement et une stabilité sur le 2 ans à -0,22%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +0,37% vs -0,05% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +2,32% pour le SUSI Tier I.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,0% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 1,9% pour le SUSI Tier I.

Trois thèmes ce mois-ci : Taux, Grèce et liquidité.

Le commentaire du mois passé pourrait pratiquement être repris mot à mot. Un début de mois compliqué par une brutale remontée des Taux, passés de 0,48% à 1,04% en une semaine sur le 10 ans allemand avant de revenir à 0,76% en fin de mois. Un contexte de très forte volatilité des Taux par conséquent, dans une liquidité très limitée, accentuée par l'approche de la fin de semestre et le peu de désir des investisseurs de s'engager du fait des incertitudes entourant les négociations sur la Grèce.

Le dossier grec accentua par conséquent la volatilité, au gré des rumeurs d'accord, puis démenties. Le Premier Ministre grec a finalement décidé de faire appel au vote des citoyens par référendum sur l'intérêt d'accepter ou non les propositions de la Troïka. La Grèce en soit n'est pas un sujet pour le secteur financier puisque les expositions sont aujourd'hui résiduelles et accessoires. C'est davantage le risque de contagion en cas de "Grexit" qui inquiète même si

l'environnement macro en Europe est bien meilleur qu'en 2011-2012, les banques plus solides et les marchés soutenus par les achats d'actifs réalisés par la BCE.

Sur la liquidité, les mouvements erratiques de prix constatés sur certains segments de la dette subordonnée nous semblent exagérés. Nous avons ainsi pu constater des variations de prix parfois supérieures aux actions du même émetteur. Les titres les plus risqués (Cocos et Tier 1) ont le mieux résisté alors même que les dettes Tier 2 ou les subordonnées d'assurance ont énormément soufferts, non pour des raisons fondamentales ou des inquiétudes, mais pour des raisons techniques liées au positionnement des investisseurs sur ces deux compartiments et la difficulté des banques à se porter contrepartie et prendre du risque dans leurs portefeuilles de trading. Ces titres ont subi la double peine de la hausse des Taux et de l'écartement des spreads, corrélation rarement durablement positive.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €16 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€7 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €152 Mds en brut et -€10 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,4% et de 4,5% au call pour une sensibilité taux de 4,7 et crédit de 8,5. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%. Le fond a limité à 20% de l'actif net le poids maximum des obligations convertibles contingentes.

Juillet 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative progresser de +1,85% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous resserrés durant le mois de juillet. Les Tier 1 se resserrent de 20 bps à 434 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 20 bps à 244 bps et les dettes Senior de 8 bps pour terminer à 93 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont resserrés de 15 bps en OAS pour terminer à 454 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 12 bps sur le 10 ans et de 3 bps sur le 5 ans à 0,64% et 0,05% respectivement et une baisse sur le 2 ans à -0,23%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +2,23% vs +1,87% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,96% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,1% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,0% pour le SUSI Tier 1.

Les mêmes thématiques qu'en juin ont été à l'oeuvre ce mois-ci, mais à l'envers. En juin, les spreads de crédit s'écartaient et les Taux montaient, corrélation positive contre-intuitive. En juillet, les spreads se sont resserrés et les Taux ont baissé, poursuivant ainsi leur corrélation positive mais dans l'autre sens.

La fin du suspense grec a grandement soulagé les investisseurs qui ont pu reprendre du risque dans un contexte de liquidité... estivale... et déjà contrainte par la légèreté des "books de trading" des banques. Le marché des dettes financières a ainsi "gappé" à la hausse, récupérant une grande partie de la correction de juin.

Les résultats des institutions financières, sauf rares exceptions, confirment l'amélioration de la conjoncture dans tous les pays d'Europe. Seule la volatilité des marchés durant le 2nd trimestre a laissé quelques traces, pénalisant parfois l'amélioration de la solvabilité de certains établissements, le stock de plus-values latentes ayant été réduit par le mouvement de remontée des Taux durant cette période.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €14 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€12 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €166 Mds en brut et -€22 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,4% et de 4,5% au call pour une sensibilité taux de 4,5 et crédit de 8,9. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%.

Août 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de 1,32% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières ont connu des comportements variables durant le mois d'août. Les Tier 1 se resserrent de 93 bps à 341 bps (vs Govt) du fait d'un important rebalancement d'indice, les Lower Tier 2 de 4 bps à 240 bps pour des raisons assez similaires et les dettes Senior s'écartent de 2 bps pour terminer à 95 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 21 bps en OAS pour terminer à 475 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'États allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 15 bps sur le 10 ans et de 8 bps sur le 5 ans à 0,80% et 0,13% respectivement et une hausse sur le 2 ans à -0,20%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +0,88% vs +1,25% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,86% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,0% vs 2,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,1% pour le SUSI Tier 1.

Malgré la résolution du dossier grec, le mois d'août fut plus agité que de coutume, impacté par la Chine et les craintes sur la croissance. Les mouvements sur les différentes classes d'actifs furent parfois brutaux, dans les deux sens.

Concernant la Chine, outre son opacité et les doutes sur la réalité de ses chiffres, le changement de régime de change vers un taux de change flottant mais sous contrôle, et la défense du marché actions par des interventions des autorités publiques, ont impacté le stock de réserves de change du pays qui aurait diminué de \$122 Mds durant le seul mois d'août, après avoir baissé de \$50 Mds en juillet selon Barclays. Cette baisse rapide n'est pas sans conséquence pour les Taux, qui, contrairement aux anticipations de l'été et l'aversion au risque que nous avons connu, ont monté. Paradoxe peu commun et en partie lié à ces flux, auxquels s'ajoutent les ventes de la Banque Centrale du Danemark et l'absence des fonds souverains via le recyclage des pétro-dollars, la rente pétrolière ayant disparue avec la chute des cours du brut.

Dans cet environnement, les spreads des dettes financières se sont écartés mais ont plutôt été assez défensifs eu égard aux mouvements connus sur les marchés actions. Certains établissements présents en Chine ou en Asie comme HSBC ou Standard Chartered ont davantage souffert, mais sans inquiéter outre mesure.

La baisse du prix du pétrole, conjuguée aux interrogations sur la croissance, rendent actuellement vaincs l'objectif de la BCE de faire converger le taux d'inflation vers les 2%. Son plan de QE a par conséquent de fortes chances d'être prolongé en durée et / ou augmenté dans sa composition et son ampleur mensuelle.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €6 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€8 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €175 Mds en brut et -€27 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,3% et de 4,4% au call pour une sensibilité taux de 4,4 et crédit de 8,2. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,1%.

Septembre 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de 1,81% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous écartés durant le mois. Les Tier 1 s'écartent de 12 bps à 353 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 42 bps à 282 bps et les dettes Senior de 17 bps pour terminer à 112 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 44 bps en OAS pour terminer à 519 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 21 bps sur le 10 ans et de 13 bps sur le 5 ans à 0,59% et -0,01% respectivement et une baisse sur le 2 ans à -0,25%. Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de -0,95% vs +0,03% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,97% pour le SUSI Tier I.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,1% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,1% pour le SUSI Tier I.

Le mois de septembre et le 3^{ème} trimestre 2015 auront été négatifs pour tous les actifs risqués dans leur ensemble. Aux craintes sur les émergents se sont ajoutés des craintes plus globales sur la croissance mondiale, révisée à la baisse. De multiples risques idiosyncrasiques (VW, Glencore, Abengoa...) ont achevé ce qui restait de confiance de la part des investisseurs, le tout dans un contexte de liquidité très limitée. Les actifs risqués avec des performances positives YTD sont rares.

Si nous prenons un peu de recul, nous pouvons cependant faire le constat suivant : les flux, plus que les fondamentaux, ont dirigé les spreads de crédit durant ce trimestre. Une croissance nominale faible, certes, mais positive, est suffisante pour le crédit. Le risque systémique est inexistant, aucune tension à signaler sur ce front en Europe. La liquidité est abondante, en témoigne les €600 Mds d'excédents de liquidité des banques de la zone Euro. La solvabilité des institutions financières continue de se renforcer, trimestre après trimestre. Quant aux valorisations, sur les niveaux de fin septembre, elles nous ramènent près de 2 ans en arrière. Les valorisations actuelles nous semblent aberrantes et attractives à horizon moyen terme.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €27 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€4 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €205 Mds en brut et -€27 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,4% et de 4,6% au call pour une sensibilité taux de 4,2 et crédit de 9,0. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%.

Octobre 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative augmenter de +2,23% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont dans l'ensemble resserrés durant le mois. Les Tier I s'écartent de 54 bps à 406 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 se resserrent de 36 bps à 246 bps et les dettes Senior de 13 bps pour terminer à 99 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont resserrés de 42 bps en OAS pour terminer à 477 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 7 bps sur le 10 ans et sur le 5 ans à 0,52% et -0,08% respectivement et une baisse de 6 bps sur le 2 ans à -0,32%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +1,26% vs +2,31% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +3,14% pour le SUSI Tier I.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,0% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,1% pour le SUSI Tier I.

Les mois se suivent... et ne se ressemblent pas. Octobre est donc l'opposé de septembre. Les valorisations aberrantes de fin septembre ont entraîné un fort rallye en début de mois, corrigeant 50 à 70% des excès du mois précédent. Le marché primaire s'est lentement réouvert et les nouvelles émissions, généreusement pricées, ont bien performé sur le secondaire : exactement l'inverse de septembre. Enfin, les propos très dovish de M. Draghi lors de sa conférence de presse ont accentué le rallye : la perspective offerte d'une baisse du taux de dépôt en territoire négatif (10 bps semblent attendus par le marché) et l'augmentation + l'allongement du plan d'achats d'actifs (€10-20 Mds attendus et allongement de 6-9 mois) ont été appréciés par les marchés. Les Taux européens ont fortement baissé à cette perspective, entraînant dans leur sillage les actifs risqués. La douche froide est venue des Etats-Unis, où la Fed a voulu faire remonter les anticipations de hausse des Taux, et a réaffirmé que décembre demeure une véritable option pour une 1^{ère} hausse. L'effet immédiat fut une tension sur les Taux en général, mais également une hausse du \$ par rapport

aux autres devises. Les données macro seront scrutées de près pour valider, ou non, décembre comme le mois de cette 1^{ère} hausse des Taux. Quoiqu'il en soit, l'important demeure davantage le rythme (lent) et le point final (bas) du cycle de hausse des Taux américains.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €14 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€8 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €218 Mds en brut et -€36 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,5% et de 4,6% au call pour une sensibilité taux de 5,1 et crédit de 8,5. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 8 Lower Tier 2 callables sur 41 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,3%.

Novembre 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative augmenter de +1,13% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont dans l'ensemble resserrés. Les Tier 1 se resserrent de 26 bps à 380 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 6 bps à 239 bps et les dettes Senior de 7 bps pour terminer à 92 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont resserrés de 11 bps en OAS pour terminer à 467 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est pentifiée durant le mois, avec une baisse des rendements de 4 bps sur le 10 ans et de 10 bps sur le 5 ans à 0,47% et -0,18% respectivement et une baisse de 10 bps sur le 2 ans à -0,42%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +2,40% vs +3,31% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +4,44% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,1% vs 2,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,2% pour le SUSI Tier 1.

Le mois de novembre fut essentiellement influencé par la perspective de détente future des conditions monétaires de la part de la BCE lors de sa réunion du 4 décembre. Les attentes sont élevées avec un marché ayant relevé ses anticipations de baisse du Taux de dépôt de -10 bps à -20 bps et une augmentation du plan d'achat d'actifs et dans sa durée, et dans sa magnitude mensuelle. La conséquence de ces anticipations fut une baisse de l'Euro, une baisse des Taux sur la partie courte et intermédiaire (0-5 ans) et des actifs risqués plutôt bien orientés.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €22 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€5 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €244 Mds en brut et -€38 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,4% et de 4,6% au call pour une sensibilité taux de 5,2 et crédit de 8,6. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 7 Lower Tier 2 callables sur 44 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Objectif Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%.

Nous avons changé de dépositaire / valorisateur depuis le 23 novembre dernier et sommes désormais chez CACEIS. Nous avons introduit le Swing Pricing et modifié les délais de règlement des souscriptions qui passent à J+2 et des rachats qui passent à J+3 (vs J+1 avant dans les deux cas). Nous avons également supprimé les commissions de mouvement sur les marchés à terme.

Le Fonds peut désormais investir jusqu'à 75% sur des titres en US\$ ou en Livre Sterling (vs 50% avant), l'exposition nette au risque de change demeurant inchangée à 10% maximum. Nous avons également la possibilité d'utiliser des CDS à hauteur de 20% du Fonds à des fins d'exposition ou de couverture.

Décembre 2015

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de 1,23% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont dans l'ensemble écartés. Les Tier 1 se resserrent de 2 bps à 378 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 s'écartent de 8 bps à 248 bps et les dettes Senior de 2 bps pour terminer à 94 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 7 bps en OAS pour terminer à 474 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement pentifiée durant le mois, avec une hausse des rendements de 16 bps sur le 10 ans et de 14 bps sur le 5 ans à 0,63% et -0,05% respectivement et une hausse de 7 bps sur le 2 ans à -0,35%.

Sur 2015, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de +1,14% vs +2,51% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et +4,50% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,2% vs 2,5% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,3% pour le SUSI Tier 1.

Compiqué. Tel fut le mois de décembre que rien n'a épargné, le tout dans un contexte de liquidité extrêmement réduite, fin d'année oblige. La BCE tout d'abord, a déçu les marchés, avec une baisse de 10 bps du taux de sa facilité de dépôt (vs 20 bps attendus) et un allongement de 6 mois de son plan d'achats d'actifs, porté à €1 500 Mds au total. Le marché attendait davantage, avec notamment une augmentation du rythme mensuel d'achats, potentiellement porté à €70 ou €80 Mds vs les €60 Mds actuels. Les taux ont fortement augmenté à la suite de ces annonces, prenant de nombreux investisseurs à revers. Les spreads se sont donc globalement écartés durant le mois, mouvement accentué par l'illiquidité du marché et l'annonce de fermeture d'un fonds crédit US positionné sur le Distressed et géré par Third Avenue.

A cela s'ajoute la baisse du Yuan et du pétrole qui se poursuit, des données macro somme toutes modérées et la Fed qui débute son cycle de remontée de ses taux courts par une hausse de 25 bps des Fed Funds à 0,25-0,50%.

Enfin, sur un plan plus micro, contre toute attente, Lloyds a finalement remporté une victoire en cour d'appel sur la possibilité de rembourser par anticipation d'anciennes structures Cocos : ces titres ont donc été pénalisés durant le mois. Pour conclure une année volatile et un mois compliqué, la Banque du Portugal a transféré des dettes Senior institutionnelles de Novo Banco vers la "bad bank" BES, créant un cas de "bail-in" sur de la dette Senior : ces titres ont perdu 80% dès le lendemain. Elle crée ainsi un précédent en ne plaçant pas sur un pied d'égalité tous les créanciers Senior.

Nous ne détenons aucune de ces dettes Senior de Novo Banco.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €9 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€33 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, le volume d'émissions atteint €258 Mds en brut et -€65 Mds en net.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,3% et de 4,6% au call pour une sensibilité taux de 4,8 et crédit de 8,3. Sur la base de notre propre méthodologie, en utilisant le plus bas des rendements entre le rendement au call et le rendement à maturité (rendement "at worst") pour l'ensemble des titres qui composent le portefeuille, hormis 7 Lower Tier 2 callables sur 44 pour lesquels nous utilisons le rendement au call, Objectif Crédit Fi affiche un rendement estimé de 4,2%.

Nous lançons une part en \$ hedgée du risque de change à compter du 5 janvier prochain.

Janvier 2016

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de 1,88% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous fortement écartés. Les Tier 1 s'écartent de 111 bps à 489 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 s'écartent de 49 bps à 296 bps et les dettes Senior de 9 bps pour terminer à 103 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 54 bps en OAS pour terminer à 527 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 30 bps sur le 10 ans et de 27 bps sur le 5 ans à 0,33% et -0,31% respectivement et une baisse de 14 bps sur le 2 ans à -0,49%.

Sur 2016, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de -1,88% vs -0,72% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et -1,98% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 3,4% vs 2,7% pour le SUSI Lower Tier 2 et 2,6% pour le SUSI Tier 1.

En synthèse, et dans le désordre, citons parmi les inquiétudes des investisseurs durant le mois de janvier : la Chine, la croissance US, le Yuan, le pétrole, les banques italiennes et le projet de « Bad Bank », les pertes de Crédit Suisse et Deutsche Bank en 2015 (après provisionnement d'importants goodwill d'acquisitions datant de 1999 et 2000), les craintes autour de la capacité de Deutsche Bank de payer les coupons sur ses Tier 1 malgré la confirmation du management de sa volonté de le faire (et même de l'écrire dans la présentation annuelle)... Bref, toutes ces raisons auront eu vain de l'appétit des investisseurs à prendre du risque.

Étonnamment, les banques américaines (en 1^{ère} ligne sur le pétrole de schiste et l'économie US) ou chinoises n'ont guère souffert durant le mois. En Europe, les indicateurs de risque systémiques sont extrêmement calmes.

Y-aurait-il autre chose alors ? Les ventes d'actifs de la part de fonds souverains du Moyen-Orient notamment, accompagnés par des « shorts » de Hedges Funds, face au mode « risk-off » des investisseurs européens doit certainement expliquer beaucoup de choses en réalité.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €24 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€8 Mds sur le mois.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,7% et de 5,4% au call pour une sensibilité taux de 5,3 et crédit de 6,3.

Nous avons lancé une part en \$ hedgée du risque de change depuis le 5 janvier dernier.

Février 2016

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative diminuer de -3,06% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous fortement écartés. Les Tier 1 s'écartent de 128 bps à 617 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 s'écartent de 38 bps à 335 bps et les dettes Senior de 18 bps pour terminer à 121 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont écartés de 71 bps en OAS pour terminer à 597 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est fortement aplatie durant le mois, avec une baisse des rendements de 22 bps sur le 10 ans et de 10 bps sur le 5 ans à 0,11% et -0,41% respectivement et une baisse de 8 bps sur le 2 ans à -0,57%.

Sur 2016, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de -4,89% vs -1,51% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et -4,32% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 4,1% vs 3,4% pour le SUSI Lower Tier 2 et 3,4% pour le SUSI Tier 1.

Les marchés ont débuté le mois de février de façon très négative, et plus particulièrement sur les dettes hybrides financières. Aux inquiétudes sur la macro se sont ajoutés des résultats globalement « peu étincelants » pour ne pas dire mauvais de la part des banques européennes. Deutsche Bank, Credit Suisse et Standard Chartered ont toutes trois été dans le rouge l'an passé. Aux réductions ou suppressions de paiement de dividendes aux actionnaires, les investisseurs ont commencé à craindre sur le paiement de leurs coupons sur les « Additional Tier 1 » mais également sur les « Legacy Tier 1 », le tout dans un contexte d'incertitude réglementaire exacerbé. Les mouvements en prix et en spreads ont par conséquent été violents ce mois-ci mais résultent davantage d'un marché très étroit et illiquide en mode « Risk-Off ». Des contraintes de liquidité sur des fonds ayant connu des rachats conséquents ont également pesé en début de mois.

Nous demeurons très constructifs sur la classe d'actifs car le risque systémique n'a pas augmenté d'un iota et a peu de chance de monter. Par conséquent, la probabilité de mouvements de marché plus violents causés par le secteur financier en particulier nous semble très réduite. Les prix actuels ainsi que les rendements de la plupart des titres des

banques comme des assureurs nous semblent très attractifs, notamment dans un environnement de Taux durablement bas.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €21 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant +€7 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, les émissions brutes totalisent €48 Mds et les émissions nettes +€2 Mds.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,8% et de 5,5% au call pour une sensibilité taux de 5,4 et crédit de 6,3.

Mars 2016

Objectif Crédit Fi a vu sa valeur liquidative monter de +3,46% sur le mois (part C).

Les spreads des dettes financières se sont tous fortement resserrés. Les Tier 1 se resserrent de 105 bps à 512 bps (vs Govt), les Lower Tier 2 de 42 bps à 293 bps et les dettes Senior de 17 bps pour terminer à 104 bps selon les indices SUSI de JP Morgan. Les Cocos se sont resserrés de 45 bps en OAS pour terminer à 552 bps selon l'indice Global de Barclays.

La courbe des taux d'Etats allemands s'est légèrement aplatie durant le mois, avec une hausse des rendements de 5 bps sur le 10 ans et de 8 bps sur le 5 ans à 0,15% et -0,33% respectivement et une hausse de 8 bps sur le 2 ans à -0,49%.

Sur 2016, Objectif Crédit Fi affiche une performance nette de -1,59% vs +0,36% pour le JP Morgan SUSI Lower Tier 2 et -1,55% pour le SUSI Tier 1.

Objectif Crédit Fi affiche une volatilité à 260 jours de 4,4% vs 3,6% pour le SUSI Lower Tier 2 et 3,4% pour le SUSI Tier 1.

Le mois de mars fut en deux temps : un premier temps de rallye fort qui toucha son point haut quelques jours après l'annonce par la BCE de l'augmentation de €60 à €80 Mds et l'élargissement de son plan d'achat d'actifs sur les dettes d'entreprises, puis un deuxième temps de « consolidation » dans un marché languissant, marqué par la réouverture active du marché primaire (le mois de mars 2016 semble avoir été le 2ème mois le plus actif depuis 15 ans) et la désormais traditionnelle et saisonnière fin de trimestre durant laquelle les banques teneuses de marché sont... absentes...

Le 10 mars, le Parlement Européen a publié un communiqué de presse très explicite sur le cas des «Additional Tier 1» demandant à la BCE et la Commission Européenne de réviser les règles afin de davantage « protéger » ces créanciers, rendre plus transparents et lisibles les risques qui pèsent sur ces instruments, mais aussi réduire les « rigidités qui pèsent sur ce segment de marché ». Cette annonce a de suite été reprise par la CE et la BCE et devrait connaître une suite favorable pour ces instruments complexes.

Le primaire (hors Covered Bonds) a totalisé €31 Mds d'émissions brutes de dettes Senior Unsecured selon Barclays, les émissions nettes des banques totalisant -€0 Mds sur le mois. Depuis le début d'année, les émissions brutes totalisent €83 Mds et les émissions nettes +€5 Mds.

Objectif Crédit Fi affiche un rendement à maturité finale de 4,5% et de 4,9% au call pour une sensibilité taux de 5,4 et crédit de 6,1.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Principaux mouvements dans le portefeuille au cours de l'exercice

Titres	Mouvements ("Devise de comptabilité")	
	Acquisitions	Cessions
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
HTI 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

• TECHNIQUES DE GESTION EFFICACE DU PORTEFEUILLE ET INSTRUMENTS FINANCIERS DERIVES

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

- Exposition obtenue au travers des techniques de gestion efficace : **néant.**
- Exposition sous-jacentes atteintes au travers des instruments financiers dérivés : **175 781 816,09**
 - **Change à terme : 132 969 686,30**
 - **Future : 42 812 129,79**
 - **Options : 0,00**
 - **Swap : 0,00**

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

Techniques de gestion efficace	Instruments financiers dérivés (*)

(*) Sauf les dérivés listés

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

Types d'instruments	Montant en devise du portefeuille
Techniques de gestion efficace	
. Dépôts à terme	0,00
. Actions	0,00
. Obligations	0,00
. OPCVM	0,00
. Espèces	0,00
Total	0,00
Instruments financiers dérivés	
. Dépôts à terme	0,00
. Actions	0,00
. Obligations	0,00
. OPCVM	0,00
. Espèces	0,00
Total	0,00

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

Revenus et frais opérationnels	Montant en devise du portefeuille
. Revenus (**)	0,00
. Autres revenus	0,00
Total des revenus	0,00
. Frais opérationnels directs	0,00
. Frais opérationnels indirects	0,00
. Autres frais	0,00
Total des frais	0,00

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

4. INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

- **PROCEDURE DE SELECTION ET D'EVALUATION DES INTERMEDIAIRES ET CONTREPARTIES**

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

- **FRAIS DE NEGOCIATION**

Les frais de négociation sont perçus par LAZARD FRERES BANQUE. Ils ne sont pas soumis à une clé de répartition. Sur la période du 1 avril 2015 au 20 novembre 2015, ces frais sont perçus dans le cadre de la société en participation, qui assure entre LAZARD FRERES BANQUE et LAZARD FRERES GESTION S.A.S. la mise en commun de leurs moyens tendant à la gestion financière, à la gestion administrative et comptable, à la conservation des valeurs et à l'exécution des mouvements sur ces valeurs.

- **EXERCICE DES DROITS DE VOTE**

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

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

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

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

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

- **METHODE DE CALCUL DU RISQUE GLOBAL**

La méthode de calcul utilisée par l'OPC est celle du calcul de l'engagement.

- **AUTRES INFORMATIONS**

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

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

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

Désignation d'un point de contact :

Relations Extérieures – du lundi au vendredi de 9 h à 17 heures.

Tél. : 01.44.13.01.79

où des explications supplémentaires peuvent être obtenues si nécessaire.

OBJECTIF CREDIT FI

Fonds Commun de Placement

Société de Gestion : Lazard Frères Gestion SAS

25, rue de Courcelles
75008 Paris

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX COMPTES SUR LES COMPTES ANNUELS

Exercice clos le 31 mars 2016

En exécution de la mission qui nous a été confiée par la société de gestion, nous vous présentons notre rapport relatif à l'exercice clos le 31 mars 2016, sur :

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

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

1. OPINION SUR LES COMPTES ANNUELS

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

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

OBJECTIF CREDIT FI

2. JUSTIFICATION DES APPRECIATIONS

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

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

3. VERIFICATIONS ET INFORMATIONS SPECIFIQUES

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

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

Neuilly-sur-Seine, le 20 juin 2016

Le Commissaire aux Comptes

Deloitte & Associés



Olivier GALIENNE

6. COMPTES ANNUELS

• BILAN en EUR

ACTIF

	31/03/2016	31/03/2015
Immobilisations nettes		
Dépôts		
Instruments financiers	371 906 644,23	381 443 266,70
Actions et valeurs assimilées		
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé		
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé		
Obligations et valeurs assimilées	361 001 622,95	359 021 679,56
Négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé	361 001 622,95	359 021 679,56
Non négoiciées sur un marché réglementé ou assimilé		
Titres de créances	4 005 385,02	2 301 832,12
Négoiés sur un marché réglementé ou assimilé	4 005 385,02	2 301 832,12
Titres de créances négociables	4 005 385,02	2 301 832,12
Autres titres de créances		
Non négociés sur un marché réglementé ou assimilé		
Organismes de placement collectif	6 021 992,67	19 998 793,96
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays	6 021 992,67	19 998 793,96
Autres Fonds destinés à des non professionnels et équivalents d'autres pays Etats membres de l'UE		
Fonds professionnels à vocation générale et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations cotés		
Autres Fonds d'investissement professionnels et équivalents d'autres Etats membres de l'UE et organismes de titrisations non cotés		
Autres organismes non européens		
Opérations temporaires sur titres		
Créances représentatives de titres reçus en pension		
Créances représentatives de titres prêtés		
Titres empruntés		
Titres donnés en pension		
Autres opérations temporaires		
Instruments financiers à terme	877 643,59	120 961,06
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	877 643,59	120 961,06
Autres opérations		
Autres instruments financiers		
Créances	133 742 008,15	2 997 791,41
Opérations de change à terme de devises	132 969 686,30	21 346,07
Autres	772 321,85	2 976 445,34
Comptes financiers	19 409 004,93	1 040,06
Liquidités	19 409 004,93	1 040,06
Total de l'actif	525 057 657,31	384 442 098,17

PASSIF

	31/03/2016	31/03/2015
Capitaux propres		
Capital	371 135 320,07	369 894 906,67
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées (a)		
Report à nouveau (a)	2 747,47	
Plus et moins-values nettes de l'exercice (a, b)	4 869 548,54	-7 454 094,26
Résultat de l'exercice (a, b)	15 855 371,56	7 912 414,83
Total des capitaux propres (= Montant représentatif de l'actif net)	391 862 987,64	370 353 227,24
Instruments financiers	857 679,57	120 961,06
Opérations de cession sur instruments financiers		
Opérations temporaires sur titres		
Dettes représentatives de titres donnés en pension		
Dettes représentatives de titres empruntés		
Autres opérations temporaires		
Instruments financiers à terme	857 679,57	120 961,06
Opérations sur un marché réglementé ou assimilé	857 679,57	120 961,06
Autres opérations		
Dettes	132 336 990,10	6 980 345,86
Opérations de change à terme de devises	129 055 730,20	
Autres	3 281 259,90	6 980 345,86
Comptes financiers		6 987 564,01
Concours bancaires courants		6 987 564,01
Emprunts		
Total du passif	525 057 657,31	384 442 098,17

(a) Y compris comptes de régularisation

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

- **HORS BILAN en EUR**

	31/03/2016	31/03/2015
Opérations de couverture		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Contrats futures		
Achat 600 EUR/USD IMM 06/15		75 118 505,44
CME CME GBP/USD 0616	10 246 533,72	
CME EUR/USD0616	32 565 596,07	
Vente 295 GBP/USD IMM 06/15		25 343 636,72
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		
Autres opérations		
Engagement sur marchés réglementés ou assimilés		
Engagement sur marché de gré à gré		
Autres engagements		

• **COMPTE DE RÉSULTAT en EUR**

	31/03/2016	31/03/2015
Produits sur opérations financières		
Produits sur dépôts et sur comptes financiers	-4 874,06	
Produits sur actions et valeurs assimilées	10 192,50	
Produits sur obligations et valeurs assimilées	17 169 966,37	11 078 680,95
Produits sur titres de créances	-494,75	639,07
Produits sur acquisitions et cessions temporaires de titres		
Produits sur instruments financiers à terme		
Autres produits financiers		0,40
Total (1)	17 174 790,06	11 079 320,42
Charges sur opérations financières		
Charges sur acquisitions et cessions temporaires de titres		291,27
Charges sur instruments financiers à terme		
Charges sur dettes financières	2 316,51	7 226,71
Autres charges financières		
Total (2)	2 316,51	7 517,98
Résultat sur opérations financières (1 - 2)	17 172 473,55	11 071 802,44
Autres produits (3)		
Frais de gestion et dotations aux amortissements (4)	2 006 711,95	5 239 342,98
Résultat net de l'exercice (L. 214-17-1) (1 - 2 + 3 - 4)	15 165 761,60	5 832 459,46
Régularisation des revenus de l'exercice (5)	689 609,96	2 079 955,37
Acomptes sur résultat versés au titre de l'exercice (6)		
Résultat (1 - 2 + 3 - 4 + 5 + 6)	15 855 371,56	7 912 414,83

REGLES ET METHODES COMPTABLES

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

Les principes généraux de la comptabilité s'appliquent :

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

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

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

Règles d'évaluation des actifs

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

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

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

Dépôts :

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

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

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

Les obligations et valeurs assimilées sont évaluées au cours de clôture communiqués par différents prestataires de services financiers.

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

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

Titres de créances négociables :

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

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

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

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

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

OPC détenus :

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

Opérations temporaires sur titres :

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

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

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

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

Instruments financiers à terme :

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

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

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

Les swaps :

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

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

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

Engagements Hors Bilan :

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

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

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

Frais de gestion

Les frais de gestion sont calculés à chaque valorisation sur l'actif net hors OPC gérés par Lazard Frères Gestion. Ces frais sont imputés au compte de résultat de l'OPC.

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

Les frais de gestion n'incluent pas les frais de transaction

Le taux appliqué sur la base de l'actif net hors OPC gérés par Lazard Frères Gestion est de :

0,30% pour la part C

1,00% pour la part R

0,70% pour la part I

0,75% pour la part DH

0,30% pour la part G

Les frais de gestions variables concernent uniquement les parts C, R et G. Ils sont de 30% de la surperformance au-delà de l'Eonia + 3%. Cette commission de surperformance sera plafonnée à 2%.

Principe : la performance est calculée en comparant l'évolution de l'actif du FCP à celle de l'évolution de l'actif d'un Fonds de référence, réalisant exactement une performance égale à l'Eonia + 3% (ayant comme valeur de départ, l'actif du 28/03/2013). Cet actif de référence enregistre les mêmes variations de souscriptions et rachats que le Fonds réel.

Un système de High Water Mark est retenu, celui-ci n'autorise la société de gestion à prétendre à des commissions de surperformance, que si le FCP sur la période de référence surperforme le portefeuille indicé.

La période de référence débute à la dernière clôture sur laquelle des frais de gestion variables ont été prélevés par la société de gestion, et se termine à la prochaine clôture sur laquelle des frais de gestion seront calculés.

En cas de surperformance du FCP par rapport à l'actif de référence, à l'issue de l'exercice, une commission de surperformance sera prélevée. La part des frais de gestion variables représentera 30% de la différence entre la performance du FCP et la performance du Fonds de référence. Cette performance est calculée à chaque valeur liquidative.

En cas de sous-performance du FCP par rapport à l'actif de référence, la part des frais de gestion variables est réajustée par une reprise de provision à hauteur de la dotation existante.

En cas de rachats, la quote-part de la provision de frais de gestion variables correspondant au nombre d'actions rachetées est définitivement acquise à la société de gestion. Ceux-ci seront perçus à la clôture de l'exercice.

Affectation des sommes distribuables

Définition des sommes distribuables :

Les sommes distribuables sont constituées par :

Le résultat :

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

Il est augmenté du report à nouveau et majoré ou diminué du solde du compte de régularisation des revenus.

Les Plus et Moins-values :

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

Modalités d'affectation des sommes distribuables :

Sommes Distribuables	Part C, R, I et DH	Part G
Affectation du résultat net	Capitalisation	Distribution
Affectation des plus ou moins-values nettes réalisées	Capitalisation	Capitalisation et/ou Distribution et/ou Report par décision de la Société De Gestion

Méthode d'ajustement de la valeur liquidative (VL) liée au swing pricing avec seuil de déclenchement à compter du 23 novembre 2015 :

Afin de ne pas pénaliser les porteurs demeurant dans le FCP, un facteur d'ajustement sera appliqué à ceux qui souscrivent ou rachètent des montants significatifs de l'encours du FCP, ce qui est susceptible de générer pour les porteurs entrant ou sortant du FCP des coûts, qui seraient sinon imputés aux porteurs présents dans le FCP. Ainsi, si un jour de calcul de la VL, le total des ordres de souscription / rachats nets des investisseurs sur l'ensemble des catégories de parts du FCP dépasse un seuil prédéterminé par la Société de gestion et déterminé sur la base de critères objectifs en pourcentage de l'actif net du FCP, la VL peut être ajustée à la hausse ou à la baisse, pour prendre en compte les coûts de réajustement imputables respectivement aux ordres de souscription / rachat nets. La VL de chaque catégorie de parts est calculée séparément mais tout ajustement a, en pourcentage, un impact identique sur l'ensemble des VL de chaque catégorie de parts du FCP.

Les paramètres de coûts et de seuil de déclenchement sont déterminés par la Société de gestion et revus périodiquement, cette période ne pouvant excéder 6 mois. Ces coûts sont estimés par la société de gestion sur la base des frais de transaction, des fourchettes d'achat-vente ainsi que des taxes éventuelles applicables au FCP.

Dans la mesure où cet ajustement est lié au solde net des souscriptions / rachats au sein du FCP, il n'est pas possible de prédire avec exactitude s'il sera fait application du swing pricing à un moment donné dans le futur. Par conséquent, il n'est pas non plus possible de prédire avec exactitude la fréquence à laquelle la Société de gestion devra effectuer de tels ajustements, qui ne pourront pas dépasser 2,5% de la VL. Les investisseurs sont informés que la volatilité de la VL du FCP peut ne pas refléter uniquement celle des titres détenus en portefeuille en raison de l'application du swing pricing.

• **EVOLUTION DE L'ACTIF NET en EUR**

	31/03/2016	31/03/2015
Actif net en début d'exercice	370 353 227,24	202 416 878,72
Souscriptions (y compris les commissions de souscription acquises à l'OPC)	261 327 894,60	273 849 243,47
Rachats (sous déduction des commissions de rachat acquises à l'OPC)	-221 247 164,60	-124 544 923,77
Plus-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	4 611 902,80	6 666 162,75
Moins-values réalisées sur dépôts et instruments financiers	-1 990 323,50	-3 067 018,61
Plus-values réalisées sur instruments financiers à terme	12 979 336,65	1 897 971,94
Moins-values réalisées sur instruments financiers à terme	-10 866 676,35	-12 580 353,34
Frais de transactions	-69 975,33	-23 749,35
Différences de change	-8 428 129,17	70 929,89
Variations de la différence d'estimation des dépôts et instruments financiers	-29 596 988,01	19 562 299,81
Différence d'estimation exercice N	5 551 754,99	35 148 743,00
Différence d'estimation exercice N-I	-35 148 743,00	-15 586 443,19
Variations de la différence d'estimation des instruments financiers à terme	656 154,91	273 326,26
Différence d'estimation exercice N	777 115,97	120 961,06
Différence d'estimation exercice N-I	-120 961,06	152 365,20
Distribution de l'exercice antérieur sur plus et moins-values nettes		
Distribution de l'exercice antérieur sur résultat	-1 032 033,20	
Résultat net de l'exercice avant compte de régularisation	15 165 761,60	5 832 459,46
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur plus et moins-values nettes		
Acompte(s) versé(s) au cours de l'exercice sur résultat		
Autres éléments *		0,01
Actif net en fin d'exercice	391 862 987,64	370 353 227,24

*Exercice 2015 : arrondis décimalisation 0,01€.

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

	Montant	%
Actif		
Obligations et valeurs assimilées		
Autres obligations (indexées, titres participatifs)	3 569 344,71	0,91
Obligations à taux fixe négociées sur un marché réglementé ou assimilé	337 710 146,77	86,18
Obligations à taux. VAR / REV négociées sur un marché réglementé ou assimilé	18 827 418,79	4,80
Obligations convertibles négociées sur un marché réglementé ou assimilé	894 712,68	0,23
TOTAL Obligations et valeurs assimilées	361 001 622,95	92,12
Titres de créances		
Bons du Trésor	4 005 385,02	1,02
TOTAL Titres de créances	4 005 385,02	1,02
Passif		
Opérations de cession sur instruments financiers		
TOTAL Opérations de cession sur instruments financiers		
Hors-bilan		
Opérations de couverture		
Change	42 812 129,79	10,93
TOTAL Opérations de couverture	42 812 129,79	10,93
Autres opérations		
TOTAL Autres opérations		

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

	Taux fixe	%	Taux variable	%	Taux révisable	%	Autres	%
Actif								
Dépôts								
Obligations et valeurs assimilées	339 025 699,00	86,52			18 827 418,79	4,80	3 148 505,16	0,80
Titres de créances	4 005 385,02	1,02						
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers							19 409 004,93	4,95
Passif								
Opérations temporaires sur titres								
Comptes financiers								
Hors-bilan								
Opérations de couverture								
Autres opérations								

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

	< 3 mois	%]3 mois - 1 an]	%]1 - 3 ans]	%]3 - 5 ans]	%	> 5 ans	%
Actif										
Dépôts										
Obligations et valeurs assimilées			8 195 995,65	2,09	10 923 081,08	2,79			341 882 546,22	87,25
Titres de créances			4 005 385,02	1,02						
Opérations temporaires sur titres										
Comptes financiers	19 409 004,93	4,95								
Passif										
Opérations temporaires sur titres										
Comptes financiers										
Hors-bilan										
Opérations de couverture										
Autres opérations										

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

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

	USD		GBP		DEM		Autres devises	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
Actif								
Dépôts								
Actions et valeurs assimilées								
Obligations et valeurs assimilées	101 203 344,18	25,83	56 523 134,24	14,42	1 925 755,31	0,49		
Titres de créances								
OPC	428 094,42	0,11						
Opérations temporaires sur titres								
Créances	536 764,48	0,14						
Comptes financiers	1 745 708,84	0,45	2 172 890,23	0,55				
Passif								
Opérations de cession sur instruments financiers								
Opérations temporaires sur titres								
Dettes	80 733 622,92	20,60	48 605 182,52	12,40				
Comptes financiers								
Hors-bilan								
Opérations de couverture	42 812 129,79	10,93						
Autres opérations								

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

	Nature de débit/crédit	31/03/2016
Créances	Achat à terme de devise	391 382,56
	Fonds à recevoir sur vente à terme de devises	132 578 303,74
	Ventes à règlement différé	3 878,72
	Souscriptions à recevoir	120 689,93
	Coupons et dividendes en espèces	647 753,20
Total des créances		133 742 008,15
Dettes	Vente à terme de devise	128 661 982,63
	Fonds à verser sur achat à terme de devises	393 747,57
	Achats à règlement différé	2 442 515,40
	Rachats à payer	347 749,86
	Frais de gestion	487 592,61
	Frais de gestion variable	3 402,03
Total des dettes		132 336 990,10

• **NOMBRE DE TITRES ÉMIS OU RACHETÉS**

	En parts	En montant
Part C		
Parts souscrites durant l'exercice	10 616,189	138 444 619,04
Parts rachetées durant l'exercice	-9 519,755	-123 864 723,47
Solde net des souscriptions/rachats	1 096,434	14 579 895,57
Part I		
Parts souscrites durant l'exercice	40 065,935	42 252 892,06
Parts rachetées durant l'exercice	-26 490,929	-27 808 317,25
Solde net des souscriptions/rachats	13 575,006	14 444 574,81
Part R		
Parts souscrites durant l'exercice	114 263,681	33 896 601,62
Parts rachetées durant l'exercice	-126 163,505	-36 894 342,88
Solde net des souscriptions/rachats	-11 899,824	-2 997 741,26
Part G		
Parts souscrites durant l'exercice	441 356,000	46 315 177,23
Parts rachetées durant l'exercice	-311 350,000	-32 679 781,00
Solde net des souscriptions/rachats	130 006,000	13 635 396,23
Part DH		
Parts souscrites durant l'exercice	450,000	418 604,65
Parts rachetées durant l'exercice		
Solde net des souscriptions/rachats	450,000	418 604,65

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

	En montant
Part C	
Commissions de rachat acquises	
Commissions de souscription acquises	
Total des commissions acquises	
Part I	
Commissions de rachat acquises	
Commissions de souscription acquises	
Total des commissions acquises	
Part R	
Commissions de rachat acquises	
Commissions de souscription acquises	
Total des commissions acquises	
Part G	
Commissions de rachat acquises	
Commissions de souscription acquises	
Total des commissions acquises	
Part DH	
Commissions de rachat acquises	
Commissions de souscription acquises	
Total des commissions acquises	

- **FRAIS DE GESTION**

	31/03/2016
Part C	
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	522 254,17
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,29
Frais de gestion variables	2 046,11
Rétrocessions des frais de gestion	
Part I	
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	465 380,70
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,68
Frais de gestion variables	
Rétrocessions des frais de gestion	
Part R	
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	894 573,58
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,97
Frais de gestion variables	1 011,42
Rétrocessions des frais de gestion	
Part G	
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	120 406,73
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,29
Frais de gestion variables	344,50
Rétrocessions des frais de gestion	
Part DH	
Commissions de garantie	
Frais de gestion fixes	694,74
Pourcentage de frais de gestion fixes	0,75
Frais de gestion variables	
Rétrocessions des frais de gestion	

- **ENGAGEMENTS RECUS ET DONNÉS**

Garanties reçues par l'OPCVM

Néant.

Autres engagements reçus et/ou donnés

Néant.

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

	31/03/2016
Titres pris en pension livrée	
Titres empruntés	

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

	31/03/2016
Instruments financiers donnés en garantie et maintenus dans leur poste d'origine	4 005 385,02
Instruments financiers reçus en garantie et non inscrits au bilan	

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

	Code Isin	Libellés	31/03/2016
Actions			
Obligations			
TCN			
OPC			6 021 992,67
	FR0013072733	OBJECTIF CAPITAL FI DH	428 094,42
	FR0010952788	OBJECTIF CAPITAL FI IC	5 593 898,25
Instruments financiers à terme			

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

	31/03/2016	31/03/2015
Sommes restant à affecter		
Report à nouveau	2 747,47	
Résultat	15 855 371,56	7 912 414,83
Total	15 858 119,03	7 912 414,83

	31/03/2016	31/03/2015
Part C		
Affectation		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	8 173 488,33	3 819 031,13
Total	8 173 488,33	3 819 031,13

	31/03/2016	31/03/2015
Part I		
Affectation		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	2 847 479,54	2 090 484,01
Total	2 847 479,54	2 090 484,01

	31/03/2016	31/03/2015
Part R		
Affectation		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	2 989 058,71	1 274 173,78
Total	2 989 058,71	1 274 173,78

	31/03/2016	31/03/2015
Part G		
Affectation		
Distribution	1 844 725,74	726 000,00
Report à nouveau de l'exercice	822,11	2 725,91
Capitalisation		
Total	1 845 547,85	728 725,91
Informations relatives aux parts ouvrant droit à distribution		
Nombre de parts	430 006,000	300 000,000
Distribution unitaire	4,29	2,42
Crédits d'impôt		
Crédit d'impôt attaché à la distribution du résultat		

	31/03/2016	31/03/2015
Part DH		
Affectation		
Distribution		
Report à nouveau de l'exercice		
Capitalisation	2 544,60	
Total	2 544,60	

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

	31/03/2016	31/03/2015
Sommes restant à affecter		
Plus et moins-values nettes antérieures non distribuées		
Plus et moins-values nettes de l'exercice	4 869 548,54	-7 454 094,26
Acomptes versés sur plus et moins-values nettes de l'exercice		
Total	4 869 548,54	-7 454 094,26

	31/03/2016	31/03/2015
Part C		
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	2 387 587,20	-3 723 635,78
Total	2 387 587,20	-3 723 635,78

	31/03/2016	31/03/2015
Part I		
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	915 295,72	-1 249 320,88
Total	915 295,72	-1 249 320,88

	31/03/2016	31/03/2015
Part R		
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	1 043 322,35	-1 834 898,38
Total	1 043 322,35	-1 834 898,38

	31/03/2016	31/03/2015
Part G		
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	538 035,30	-646 239,23
Total	538 035,30	-646 239,23

	31/03/2016	31/03/2015
Part DH		
Affectation		
Distribution		
Plus et moins-values nettes non distribuées		
Capitalisation	-14 692,03	
Total	-14 692,03	

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

	30/03/2012	28/03/2013	31/03/2014	31/03/2015	31/03/2016
Actif net 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					
Actif net en EUR	113 031 209,71	119 057 437,23	164 439 924,17	185 007 122,11	191 590 846,66
Nombre de titres	11 392,106	10 489,562	13 126,963	13 788,022	14 884,456
Valeur liquidative unitaire en EUR	9 921,88	11 350,08	12 526,88	13 417,95	12 871,87
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR			899,27	-270,06	160,40
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	460,40	104,93	166,96	276,98	549,12
OBJECTIF CREDIT FI I					
Actif net en EUR				62 071 930,20	73 325 714,11
Nombre de titres				57 645,335	71 220,341
Valeur liquidative unitaire en EUR				1 076,79	1 029,56
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR				-21,67	12,85
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat				36,26	39,98
OBJECTIF CREDIT FI R					
Actif net en EUR	33 051 598,96	25 870 548,08	37 976 954,55	91 166 077,68	83 423 166,00
Nombre de titres	144 438,000	99 499,071	133 229,052	300 659,242	288 759,418
Valeur liquidative unitaire en EUR	228,82	260,00	285,05	303,22	288,90
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR			20,45	-6,10	3,61
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat	10,62	2,60	3,63	4,24	10,35
OBJECTIF CREDIT FI G					
Actif net en EUR				32 108 097,24	43 131 204,59
Nombre de titres				300 000,000	430 006,000
Valeur liquidative unitaire en EUR				107,02	100,30
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR				-2,15	1,25
Distribution unitaire en EUR sur résultat				2,42	4,29
Report à nouveau unitaire en EUR sur résultat					
Crédit d'impôt unitaire en EUR					*

* Le crédit d'impôt unitaire ne sera déterminé qu'à la date de mise en distribution, conformément aux dispositions fiscales en vigueur.

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

	30/03/2012	28/03/2013	31/03/2014	31/03/2015	31/03/2016
Actif net 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					
Actif net en USD					446 767,73
Nombre de titres					450,000
Valeur liquidative unitaire en USD					992,81
Capitalisation unitaire sur plus et moins-values nettes en EUR					-32,64
Capitalisation unitaire en EUR sur résultat					5,65

* Le crédit d'impôt unitaire ne sera déterminé qu'à la date de mise en distribution, conformément aux dispositions fiscales en vigueur.

• **INVENTAIRE en EUR**

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
Obligations et valeurs assimilées				
Obligations et valeurs assimilées négociées sur un marché réglementé ou assimilé				
ALLEMAGNE				
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 ALLEMAGNE			37 654 528,58	9,61
AUTRICHE				
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 AUTRICHE			14 853 100,37	3,79
BELGIQUE				
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 BELGIQUE			4 401 968,39	1,12
DANEMARK				
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 DANEMARK			5 113 516,22	1,30
ESPAGNE				
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 ESPAGNE			12 193 015,42	3,11
ETATS UNIS AMERIQUE				
RBS CAPI T E3R+1.69% PERP	EUR	3 080 000	2 964 260,08	0,76
TOTAL ETATS UNIS AMERIQUE			2 964 260,08	0,76

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
FRANCE				
ACAFF 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 FRANCE			68 460 241,73	17,47
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
IRLANDE				
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 IRLANDE			12 883 314,96	3,29
ITALIE				
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 ITALIE			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
LUXEMBOURG				
DEXIA BIL FRN 27/02/17 CV *EUR	EUR	2 600 000	2 574 054,17	0,66

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
TALANX FINANZ 8.3673% 15/06/2042	EUR	1 300 000	1 727 287,56	0,44
TOTAL LUXEMBOURG			4 301 341,73	1,10
NORVEGE				
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 NORVEGE			6 853 784,81	1,75
PAYS-BAS				
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.TV I I-08074 I 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
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 I 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 PAYS-BAS			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
ROYAUME UNI				
ABBE NAT 1.125% 14-01-22 EMTN	EUR	1 500 000	1 498 244,63	0,38
ABBEY NATI TF/TV PERP	USD	3 000 000	3 571 363,33	0,91
ABBEY I 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
DRES DR 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.I	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

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
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
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 ROYAUME UNI			104 234 305,20	26,60
SUEDE				
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 SUEDE			1 722 761,91	0,44
SUISSE				
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 SUISSE			6 991 334,36	1,78
TOTAL Obligations & val. ass. ng. sur mar. régl. ou ass.			361 001 622,95	92,12
TOTAL Obligations et valeurs assimilées			361 001 622,95	92,12
Organismes de placement collectif				
OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays				
FRANCE				
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 FRANCE			6 021 992,67	1,54
TOTAL OPCVM et FIA à vocation générale destinés aux non professionnels et équivalents d'autres pays			6 021 992,67	1,54
TOTAL Organismes de placement collectif			6 021 992,67	1,54

Désignation des valeurs	Devise	Qté Nbre ou nominal	Valeur actuelle	% Actif Net
Titres mis en dépôt				
Titres de créances négociés sur un marché réglementé ou assimilé				
FRENCH REP ZCP 20-07-16	EUR	4 000 000	4 005 385,02	1,02
TOTAL Titres de créances négo. sur marchés régl. ou ass.			4 005 385,02	1,02
TOTAL Titres mis en dépôt			4 005 385,02	1,02
Instruments financiers à terme				
Engagements à terme ferme				
Engagements à terme ferme sur marché réglementé ou assimilé				
CME CME GBP/USD 0616	USD	-130	-100 527,62	-0,03
CME EUR/USD0616	USD	260	877 643,59	0,23
TOTAL Engagements à terme fermes sur marché réglementé			777 115,97	0,20
TOTAL Engagements à terme fermes			777 115,97	0,20
TOTAL Instruments financiers à terme			777 115,97	0,20
Appel de marge				
Appels de marges C.A.Indo en \$ us	USD	-862 812,51	-757 151,95	-0,19
TOTAL Appel de marge			-757 151,95	-0,19
Créances			133 742 008,15	34,13
Dettes			-132 336 990,10	-33,77
Comptes financiers			19 409 004,93	4,95
Actif net			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

- **COMPLEMENT D'INFORMATION RELATIF AU REGIME FISCAL DU COUPON**

DECOMPOSITION DU COUPON

	NET GLOBAL	DEVISE	NET UNITAIRE	DEVISE
Revenus soumis à un prélèvement à la source obligatoire non libératoire	1 677 023,40	EUR	3,90	EUR
Actions ouvrant droit à abattement et soumis à un prélèvement à la source obligatoire non libératoire				
Autres revenus n'ouvrant pas droit à abattement et soumis à un prélèvement à la source obligatoire non libératoire	167 702,34	EUR	0,39	EUR
Revenus non déclarables et non imposables				
Montant des sommes distribuées sur les plus et moins-values				
TOTAL	1 844 725,74	EUR	4,29	EUR