



► Gilles Dupin,
Président et
Directeur général
de Monceau
Assurances

Page 2 à 10
L'environnement économique et financier

Page 11 à 18
Fiches techniques des supports

Page 19
La gestion des fonds d'investissement supports des contrats en unités de compte

Page 20
Glossaire

(AU SOMMAIRE)

Numéro Spécial Données Financières

(ÉDITO de Gilles Dupin)

■ À propos de risques

L'édition d'Inter'Actifs consacrée chaque année à la présentation des fonds accessibles au travers des produits diffusés par notre mutuelle d'assurance sur la vie complète l'information qui vous est fournie lors de l'envoi des relevés de situation de vos contrats. À côté du traditionnel fonds immobilier, le préféré des sociétaires, la palette des supports mobiliers ainsi accessibles couvre un large spectre, avec des niveaux de risques croissants, des profils les plus défensifs, qui laissent une large place à des produits de taux voire à des obligations convertibles, aux plus dynamiques, investis en OPCVM d'actions. La bonne tenue des marchés en 2013 a récompensé les choix de ceux qui ont accepté un risque plus élevé, en diversifiant leurs avoirs sur ces différents fonds.

Se réjouir de ce constat ne doit pas détourner l'attention d'une réalité plus importante pour une Institution comme la nôtre que l'évolution marchés immobiliers et des indices boursiers d'actions ou d'obligations convertibles. La principale source de préoccupation d'un assureur se situe dans le niveau des taux d'intérêt à 10 ans.

La réglementation applicable aux régimes de retraite en points donne à cette donnée une importance déterminante pour évaluer les droits acquis aux adhérents grâce à leurs cotisations. La faiblesse des taux des emprunts de l'État

français, descendus au niveau inenvisageable voici un an de 1,30%, pèse sur la capacité de revalorisation des prestations servies par ces régimes.

Diriger l'investissement des cotisations versées sur les contrats en euro vers les obligations d'État procure des rendements de plus en plus faibles, très en-deçà de la rémunération qui vous est servie.

Les risques que ferait naître une remontée de ces taux d'intérêt, qui paraît inévitable, ne peuvent être ignorés, conduisant le Gouverneur de la Banque de France à inciter les assureurs vie à réduire les rémunérations versées aux assurés. Que penser d'une telle prise de position publique de l'autorité en charge du contrôle de notre activité ? On peut être choqué. D'abord, parce que le contrôle de l'État s'exerce « dans l'intérêt des assurés et bénéficiaires de contrats » et n'a pas vocation à défendre les assureurs. Ensuite parce qu'elle laisse entendre que les taux annoncés peuvent être arbitrairement fixés, ce qui donne une légitimité aux pratiques inacceptables de nos confrères, trop nombreux, qui dopent les performances publiées grâce aux produits financiers dont ils privent les souscripteurs des contrats les plus anciens, dont ils ne parlent plus.

Très attachée à des règles éthiques strictes en la matière, malheureusement peu connues, la mutuelle verse à ses sociétaires ce qui leur revient, et ne dispose pas de marges de manœuvre. Dès lors, comment gérer le risque bien réel évoqué par le Gouverneur ? En commençant par prêter de moins en moins à des États mal gérés et impécunieux.



Dernière minute : tentative d'escroquerie, soyez vigilant

Plusieurs tentatives d'escroquerie relatives à la recherche des contrats d'assurance vie non réclamés ont été signalées aux assureurs. Des personnes se font passer pour des avocats ou des représentants d'entreprises d'assurances dont elles usurpent le logo. Elles annoncent à leurs victimes qu'elles sont bénéficiaires de contrats d'assurance vie en vue d'obtenir de leur part le paiement indu de sommes présentées comme correspondant à des frais de dossiers. Elles les invitent à transmettre leurs coordonnées bancaires et la copie de leurs pièces d'identité. En cas de doute, vous pouvez contacter l'AGIRA (agira@agira.asso.fr) chargée d'organiser la recherche de contrats d'assurance vie en cas de décès, selon les dispositions prévues par la loi.

Source : FFSA (Fédération française des sociétés d'assurance, Gema (Groupe-mement des mutuelles d'assurance).

■ L'environnement économique et financier par Emmanuel Sales, Directeur général de La Financière de la Cité* et Gilles Dupin, Président et Directeur général de Monceau Assurances



► Emmanuel Sales

L'environnement économique et financier

Au cours du semestre écoulé, l'économie mondiale a montré des signes encourageants de reprise, sans pour autant surmonter le désarroi de la crise financière, dont les facteurs ne sont toujours pas résorbés (1). L'activité demeure ainsi étroitement dépendante des mesures de stimulation monétaire, qui peinent à revenir à la normale après l'orientation des dernières années (2). Dans ce contexte, le maintien de conditions monétaires accommodantes a entretenu la quête de rendement sur les marchés des actions et de la dette privée, laissant une impression déconcertante de découplage entre le dynamisme des marchés et l'évolution sous-jacente de l'économie mondiale (3).

1. L'économie mondiale est toujours aux prises avec la crise financière.

Les six derniers mois de l'année ont été marqués par un affermissement de la croissance mondiale, une dynamique essentiellement due à certaines économies avancées qui ont bénéficié de conditions monétaires ou financières extrêmement favorables. En revanche, dans les pays dits "émergents", l'activité a nettement ralenti, du fait de la baisse de la demande intérieure et du retournement des conditions de financement. Malgré la reprise, l'économie porte la marque de la crise financière qui continue de faire sentir ses effets.

La croissance mondiale s'accélère.

La croissance économique mondiale s'est accélérée au cours des douze derniers mois et devrait s'établir selon les prévisions du Fonds monétaire international à 3,4 % pour l'ensemble de l'année 2014 contre 3,2 % pour 2013. Comme l'an dernier, **les pays avancés ont été les principaux moteurs de cette accélération**. Aux Etats-Unis, le recul apparent du chômage, la stabilisation des marchés immobiliers, le boom de l'exploitation des hydrocarbures de schiste et la hausse des bourses ont soute-

nu l'investissement et la consommation privée, portant la croissance annuelle à environ 2% en rythme annuel. Au Royaume-Uni, malgré le maintien d'un niveau élevé d'endettement du secteur privé, la décrue du chômage, la poursuite de l'expansion des activités financières et la hausse des prix de l'immobilier dans la région de Londres ont contribué à porter la croissance à plus de 3% en rythme annuel pour le premier semestre 2014.

La zone euro demeure au milieu du gué.

La situation de la zone euro est en revanche plus contrastée. Si la plupart des pays en récession devraient renouer avec la croissance au cours de l'année, bénéficiant à la fois du redressement de leur balance commerciale et de l'amélioration de leurs conditions de financement, les écarts se sont accrus entre l'Allemagne d'une part, qui enregistre une forte progression de ses excédents lui permettant d'envisager de présenter un budget fédéral à l'équilibre en 2015, et les autres pays de la zone euro d'autre part, qui affichent une progression inquiétante de leurs chiffres de chômage et d'endettement. **Les projections de croissance en zone euro (+ 1,1 % en 2014 ; 0,7 % pour la France) masquent ainsi de profondes disparités, reflétant l'effet des stratégies de sorties de crise sur les Etats membres.**

Comme la mise en place de la monnaie unique ne s'est pas accompagnée d'une convergence des politiques économiques, ni d'un consensus concernant les politiques de transfert, la gestion de la crise en zone euro demeure à l'échelon national, chaque pays en crise étant invité à résorber ses déséquilibres par la contraction de sa demande interne et le renflouement de son secteur bancaire. **Dans cette zone monétaire inachevée, les mesures adoptées à l'échelon européen font de plus en plus débat** ; les politiques de restriction budgétaire s'accompagnent d'une progression des ratios d'endettement du fait de la contraction de l'activité, tandis que la faiblesse de la demande interne en Allemagne (consommation et investissements) suscite l'interrogation sur les débouchés à long terme de la réorientation vers l'export du tissu industriel des pays d'Europe du Sud. Le risque d'une zone euro durablement affaiblie, engagée dans un cycle de contraction "à la japonaise", est ainsi évoqué par plusieurs économistes.

* FINANCIÈRE DE LA CITÉ : PRINCIPAL PARTENAIRE DU GROUPE EN MATIÈRE DE GESTION D'ACTIFS

Les pays émergents souffrent du durcissement des conditions de financement.

Dans les pays émergents, la croissance économique s'est inscrite en net retrait par rapport aux années précédentes. En Chine, sous l'effet de l'action des autorités pour contenir l'expansion du crédit, l'activité a reculé de plus de trois points de pourcentage depuis son plus haut niveau de 2012 pour s'établir à 7,7 % en rythme annuel au cours du premier semestre 2014. Le ralentissement chinois a ainsi pesé sur les exportateurs de produits de base, dont la Russie et certains pays d'Amérique latine.

Le durcissement des conditions de financement constaté depuis les nouvelles orientations de la politique monétaire américaine au mois de mai 2013 a continué d'affecter les économies émergentes et en particulier les pays cumulant un déficit courant élevé, une croissance rapide du crédit privé et une dette publique conséquente. La Turquie, l'Inde, l'Indonésie ont été ainsi conduits à remonter leurs taux directeurs et à renforcer le contrôle des changes pour faire face à la fuite des capitaux. En revanche, les économies caractérisées par des soldes extérieurs positifs, comme celles des pays d'Asie du Sud-Est ou d'Europe centrale ont pu maintenir des politiques monétaires et budgétaires accommodantes pour pallier la dégradation de l'activité.

La crise financière continue de projeter ses ombres longues sur la reprise.

Malgré le rebond de l'activité, **la reprise demeure modeste en comparaison des précédents historiques.** Dans les économies avancées, le niveau de la production est nettement inférieur à ce qu'il serait si la tendance d'avant la crise s'était prolongée, en particulier dans les pays qui ont connu une phase d'expansion du crédit et de l'immobilier. La production est ainsi inférieure d'environ 12,5 % aux Etats-Unis et de 18,5 % au Royaume-Uni, par rapport au niveau qui aurait été le sien, si la tendance antérieure s'était maintenue. En Espagne, le décalage est de 29 %. Aux Etats-Unis, notamment, la faiblesse de la croissance (à l'aune des phases antérieures de rebond conjoncturel), qui va de pair avec un creusement des inégalités au profit d'une oligarchie financière, une marginalisation des territoires et une contraction de la population active, suscite de nombreuses interrogations.

La faiblesse de la reprise traduit le comportement des agents économiques qui revoient à la baisse leurs anticipations et privilégient l'assainissement des bilans au détriment des dépenses. Cependant, comme le remarque la Banque des règlements internationaux, la

crise financière pourrait également avoir durablement réduit le potentiel de la production. Cela est notamment vrai dans les pays qui enregistrent des taux élevés de chômage des jeunes ou dont le niveau de dette publique pèse durablement sur l'activité, entraînant une augmentation des impôts et un risque de hausse du risque souverain. **En outre, la faiblesse de la demande globale et les contraintes d'assainissement des finances publiques pèsent sur l'investissement**, alors que le renouvellement des infrastructures pourrait être un facteur important de soutien à la croissance, notamment aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et en Allemagne.

2. L'activité demeure étroitement dépendante des politiques monétaires.

L'asthénie de l'économie réelle contraste avec l'ampleur des moyens mobilisés par les grandes banques centrales depuis le déclenchement de la crise financière. Les politiques menées par les grands instituts d'émission appartenant à des zones monétaires intégrées, comme la Réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, détonnent cependant avec les orientations suivies par la Banque centrale européenne.

Les grandes banques centrales nationales poursuivent leurs politiques d'achat de titres.

Aux Etats-Unis, suivant une logique propre au capitalisme américain depuis la fin du XIX^{ème} siècle, **les autorités sont intervenues massivement dès la fin de l'année 2008 pour assurer le sauvetage du système bancaire et prévenir une forte contraction de l'économie**, analogue à celle de la grande crise de 1929. Les taux d'intérêt directeurs ont fortement baissé début 2009 et sont depuis restés proches du taux zéro, les taux directeurs réels s'inscrivant ainsi en territoire négatif depuis 2010, en dépit des signes de reprise de l'économie. D'autre part, la Réserve fédérale a expérimenté une politique massive de rachat d'actifs, dans une première phase, de dettes privées adossées à des portefeuilles de prêts hypothécaires, puis à partir de 2010, d'obligations d'Etat. Le bilan de la Réserve fédérale a ainsi enregistré une expansion considérable, atteignant plus de 3500 milliards de dollars à la date de rédaction de ce rapport, contre 600 milliards de dollars avant la survenance de la crise.

Depuis la mi-2013, devant le raffermissement de l'économie américaine, la Réserve fédérale cherche à revenir à une orientation plus classique de sa politique monétaire en préparant les esprits à une réduction de sa politique

de rachat d'actifs. Toutefois, les turbulences créées par l'annonce de la diminution à venir du programme d'assouplissement quantitatif ont conduit les autorités monétaires américaines à procéder à une réduction progressive de leur programme d'achat de titres, qui devrait vraisemblablement prendre fin au cours de l'année 2014, sous réserve de la survenance de nouvelles difficultés financières.

Dans la foulée des Américains, la Banque d'Angleterre s'est engagée dans une politique similaire à celle de la Fed, en maintenant un programme d'achat de titres de 375 milliards de livres. Depuis l'arrivée aux affaires du gouvernement de M. Abe, la Banque du Japon a suivi la même voie, conduisant à une expansion rapide de son bilan qui est passé de moins de 35% du PIB à plus de 50 % au cours du premier semestre de l'année.

La Banque centrale européenne demeure liée par les contraintes du consensus politique.

La politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) a connu une trajectoire différente de celles des autres instituts d'émission, reflétant le poids de banques dans l'économie et les contraintes du consensus politique entre les différentes cultures monétaires des pays du continent.

Après la période de convergence qui a suivi la mise en place de la monnaie unique, durant laquelle les flux financiers se sont portés du centre vers la périphérie via les marchés de la dette ou le crédit bancaire, **la crise financière a entraîné un phénomène de renationalisation des dettes publiques et privées**, renforçant l'interdépendance entre les Etats et les systèmes bancaires nationaux et fragilisant les pays d'Europe du Sud présentant de forts déficits courants.

Face à cette situation, **la politique de la BCE s'est orientée vers des opérations de soutien aux banques nationales** à travers des opérations de prêts à long terme accordés à des taux d'intérêt très faibles, tout en incitant les banques à augmenter leurs fonds propres. Les taux d'intérêt ont été abaissés à de multiples reprises, compte tenu de la faiblesse de l'inflation et des préoccupations suscitées par l'appréciation de l'euro, tandis que le conseil des gouverneurs de la BCE (à l'exception notable du représentant de la Bundesbank) mettait en place un programme - non activé à ce jour - d'achats massifs d'obligations souveraines, assortis d'une stricte conditionnalité. Parallèlement, les gouvernements de la zone euro jetaient les bases d'une "Union bancaire", mécanisme de supervision et de sauvetage adossé à la BCE, visant à desserrer le lien entre

le secteur bancaire et le risque souverain à l'échelle de chaque pays par la mobilisation en dernier ressort d'un fonds de résolution à constituer.

Avec l'amélioration des conditions financières en zone euro, résultant de l'amélioration des balances commerciales des pays du Sud et du reflux de capitaux placés dans les pays émergents, **les banques européennes ont moins eu recours aux avances de la BCE, dont le bilan s'est contracté**, à la différence des autres banques centrales des pays avancés, qui restent engagées dans des politiques massives d'achat de titres.

Cependant, malgré la reprise conjoncturelle et la réduction des tensions sur le marché de la dette souveraine, **la situation financière de fond reste particulièrement préoccupante dans les pays d'Europe du Sud** (Espagne et Portugal, notamment), où les banques, sous-capitalisées face à des prêts non performants, doivent réduire leurs concours aux entreprises qui, à leur tour, n'ont d'autre choix que de couper massivement dans leurs dépenses d'investissement, déprimant d'autant la croissance. Pour faire face à cette situation et favoriser la transmission de la politique monétaire à l'économie, **la BCE a annoncé au début du mois de juin de nouvelles mesures d'assouplissement comprenant outre l'annonce d'un taux d'intérêt nominal négatif sur les dépôts réalisés par les banques** (- 0,10 %), la mise en place de nouvelles opérations de financement à long terme des banques et le développement d'un nouveau marché de titres adossés à des portefeuilles de crédit aux entreprises pour accompagner le mouvement de désintermédiation du secteur bancaire.



➤ La Banque centrale européenne

Si elles ont favorisé une nouvelle baisse des taux d'intérêt, **ces mesures semblent toutefois sous-dimensionnées pour enrayer la poursuite de la contraction du crédit et la boucle d'interaction négative qui s'est mise en place entre le risque souverain et le risque bancaire dans les pays d'Europe du Sud.** La fixation de taux de dépôt négatifs est un palliatif qui, selon certaines analyses, pourrait même inciter les banques à réduire leurs concours à l'économie en privilégiant la contraction de leur bilan. En outre, la mise en place d'un nouveau marché de la titrisation, censé canaliser l'épargne en quête de rendement vers les petites et moyennes entreprises assoiffées de crédit, est à l'évidence une perspective de long terme. Dans ce contexte, l'accord concernant l'Union bancaire, finalement adopté selon une version a minima par le parlement européen en avril 2014, a déçu les attentes, compte tenu de la lourdeur du mécanisme de mise en oeuvre des garanties et des risques de fuite des déposants qu'il fait courir aux banques en situation d'y faire appel.

En l'absence d'une véritable solidarité financière à l'échelle de la Zone euro, du fait de l'opposition de l'opinion allemande au soutien de banques en difficulté ou au financement de pays perçus comme impécunieux et coupables, **les mécanismes de traitement des crises bancaires en Zone euro restent à l'échelon national.** A cet égard, la faillite récente de Banco Espírito Santo, première banque du Portugal, quelques mois après que les dirigeants européens se sont félicités du retour de l'Etat portugais sur les marchés financiers, constitue un cas d'école, qui met au jour les imperfections de l'architecture financière de la Zone euro.

L'efficacité des politiques monétaires est en question.

Les banques centrales des pays avancés ont pris des mesures essentielles pour garantir la liquidité du système bancaire pendant la phase la plus aigüe de la crise financière. Cependant, le maintien pendant une période longue de conditions monétaires exceptionnellement accommodantes, alors que la reprise reste faible soulève de nombreuses interrogations.

En réduisant les avantages d'une transformation des échéances pour les banques (les primes d'échéance étant nulles, voire négatives en termes réels), **les politiques de taux bas jouent sur le marché de l'argent le même rôle que les mesures de taxation des loyers sur le marché de l'immobilier :** comme la marge de transformation par rapport au taux zéro reste très faible, les banques n'ont pas d'intérêt à prêter et préfèrent contracter leur bilan plutôt que de courir le risque d'avoir des prêts peu rémunérateurs. La faiblesse de l'investissement illustre à cet égard le grip-

page des mécanismes traditionnels de transmission de la politique monétaire à l'économie. **Loin de stimuler l'économie, une détente monétaire prolongée peut ainsi avoir pour effet paradoxal de réduire l'assainissement souhaité** (en particulier dans le secteur financier), tout en suscitant des effets secondaires indésirables, notamment dans les pays émergents présentant un fort déficit courant, qui, avec l'intégration des marchés de capitaux et le développement de grandes sociétés de gestion d'actifs constituant une importante source de financement, doivent de plus en plus composer avec les politiques monétaires des grands Etats. En outre, **les politiques de taux d'intérêt zéro poussent à une mauvaise allocation de l'épargne,** encourageant de mauvaises prises de risque sur les marchés de la dette privée et conduisant à une augmentation des effets de levier.

Dans ce contexte, **l'augmentation massive des concours de crédit libellés en dollar en dehors du territoire américain,** qui est passé de 2000 milliards de dollars en 2003 à près de 7000 milliards de dollars au début de l'année 2014, **fait peser un risque majeur sur la stabilité et la prospérité des économies avancées.** L'acceptation par la communauté financière de la création de liquidités supplémentaires par les autorités américaines, sans en lier expressément l'usage au remboursement des balances existantes, constitue un dévoiement du système monétaire international. Elle consacre le privilège exorbitant d'une monnaie qui permet à la première puissance mondiale de s'affranchir intégralement du joug des nécessités financières.

« Les conséquences de cette création monétaire inégale dans l'histoire occidentale sont encore incertaines »

Les conséquences de cette création monétaire inégale dans l'histoire occidentale sont encore incertaines, mais, comme dit l'Ecclésiaste, "ce qui doit arriver, arrive". Les dangers de ces politiques d'expansion monétaire apparaîtront en plein jour lorsque les titulaires de balances-dollar accentueront leurs demandes de remboursement pour utiliser d'autres devises de règlement des échanges. A moins que la puissance militaire des Etats-Unis n'en décide autrement, **l'opération de liquidation qui interviendra alors, qui impliquera autant les créanciers que les débiteurs, pourrait entraîner une remise à niveau brutale du système financier qui se traduirait par une hausse généralisée des taux d'intérêt et une soif de biens réels (en particulier d'or) de la part d'investisseurs face à l'évanouissement des actifs liquides constituant la contrepartie de leurs créances nominales.**

De ce point de vue, la politique de la BCE a le mérite d'être fondée sur un respect au moins apparent des équilibres monétaires, même si l'Allemagne, qui en est le principal inspirateur, profite de facto d'un avantage compétitif indu en termes de change qui est fort éloigné des principes de l'ordo-libéralisme dont elle se réclame. Ainsi, en imposant le rééquilibrage des balances commerciales et des budgets nationaux, **les autorités monétaires de la zone euro empêchent la mise en jeu de mécanismes naturels d'ajustement qui devraient jouer dans une zone monétaire unifiée et risque ainsi d'entraîner un affaiblissement durable de l'Europe continentale.**

Cette grande crise conduit ainsi à remettre en question le modèle des banques centrales "indépendantes" tel qu'il existe en occident depuis le milieu du XIX^{ème} siècle. Comme le remarquait Milton Friedman tout en saluant leur compétence et leur habileté, "le fait de déléguer à des banquiers centraux de grands pouvoirs discrétionnaires [est] absolument contraire aux principes libéraux". Les banques centrales indépendantes sont des institutions des beaux jours. En période de troubles, ce sont les autorités politiques qui orientent les décisions monétaires, aplanissant les difficultés au risque de créer les conditions de survenance d'une crise plus grave.

Le retour à l'étalon-or strict, qui fournissait de nombreux correctifs automatiques permettant de remédier aux causes de désordre monétaire dès leur apparition, pourrait être souhaitable. Il supposerait toutefois que les grandes démocraties d'opinion renoncent à utiliser la politique monétaire aux fins de répondre aux demandes sociales, en influençant le marché de l'emploi ou le niveau des prix. C'est donc une évolution peu probable. **Dans ce contexte, et en l'absence de coopération monétaire entre les Etats, il faut s'attendre au maintien d'un régime d'instabilité monétaire et financière marquée.**

3. Les marchés de titres sont demeurés sous l'influence des politiques monétaires.

Comme en 2013, le premier semestre 2014 a été caractérisé par une extrême sensibilité des marchés financiers à la politique monétaire, du fait de son influence sur les taux d'intérêt et la perception du risque.

La perspective de taux directeurs durablement bas relance la quête de rendement.

Après la période de turbulences consécutive à l'évocation par les autorités monétaires américaines d'un tournant de la politique monétaire, qui avait entraîné des dégagements massifs sur le marché obligataire et une hausse prononcée des rendements à long terme, l'année 2014 s'est ouverte sous de nouveaux auspices. Pour rattraper ce qui a été perçu comme une erreur de communication, la Réserve fédérale américaine, suivie par la Banque d'Angleterre et la BCE ont tenté de rassurer les marchés en publiant des "orientations prospectives" de politique monétaire (forward guidance) par lesquelles elles indiquaient poursuivre leurs politiques de taux d'intérêt bas au moins d'ici la fin de l'année 2015. Apparemment rassurés par ce dernier raffinement rhétorique, **les investisseurs et leurs mandataires ont passé outre aux effets baissiers d'une réduction progressive des rachats d'actifs**, pourtant mise en œuvre par la Réserve fédérale à partir du mois de janvier 2014, la perspective du maintien de taux d'intérêt durablement bas relançant la quête de rendement sur tout l'éventail des possibilités de placement.

¹ L'Economie politique des accords monétaires internationaux ; textes publiés en l'honneur de J. Rueff, Paris, 1967.

Dans ce contexte, **les annonces des grandes banques centrales, conjuguées à l'amélioration des chiffres économiques dans les économies avancées ont soutenu les marchés du crédit et des actions.** Malgré le regain de tension en Ukraine et au Proche-Orient, les grandes places boursières franchissaient ainsi de nouveaux records en juin 2014 (4422 points pour l'indice CAC 40 ; 1960 points pour l'indice SP 500), tandis que les primes de rendement sur le marché de la dette privée (environ 80 points de base par rapport au rendement actuariel des opérations d'échange de taux d'intérêt) poursuivaient leur mouvement de contraction, favorisées également par des remboursements importants d'émissions au cours du premier semestre.

Les emprunteurs souverains de la "périphérie" de la Zone euro, suivant le terme désormais en usage, ont largement bénéficié de cette évolution, dont les effets ont été renforcés par les nouvelles mesures d'assouplissement dévoilées par la BCE début 2014. Les écarts de la dette espagnole et de la dette italienne par rapport aux obligations allemandes de même nature se sont ainsi à nouveau contractés, touchant leur point bas d'après la crise à respectivement 141 et 160 points de base, tandis que les taux d'intérêts à 10 ans des Etats du coeur de la Zone poursuivaient leur mouvement de baisse, s'inscrivant à 1,24 % pour l'Allemagne et à 1,70 % pour la France, contre respectivement 1,93 % et 2,56 % en fin d'année 2013.

Dans ce contexte favorable, le Portugal pouvait à nouveau solliciter les marchés financiers en janvier 2014, et la Grèce, deux ans après une opération de restructuration massive, lançait avec succès en avril un emprunt sursouscrit de trois milliards d'euros assorti d'un rendement inférieur à 5 %, faisant apparaître la capacité d'oubli déconcertante d'opérateurs financiers uniquement préoccupés par la recherche de rendements nominaux à court terme.

La recherche de rendement profite aux marchés financiers des pays émergents.

Après avoir subi une vague de dégagements en 2013 après l'annonce de la fin de la politique d'achat de titres de la Réserve fédérale américaine et les mesures prises par les autorités chinoises pour freiner le développement des opérations de portage sur devises (carry trade), **les marchés financiers des pays émergents ont enregistré un fort rattrapage au cours du premier semestre 2014,** les cours de bourse effaçant la chute intervenue depuis le mois de juin 2013. Les interventions sur les marchés des changes et sur les taux d'intérêt de plusieurs banques centrales des pays émergents présentant un fort déficit courant (Brésil, Turquie, Inde) ont permis de faire remonter la valeur de certaines monnaies, soulageant la pression sur les entreprises

locales qui avaient emprunté sur les marchés internationaux en émettant des obligations en devises. La perception du risque étant plus faible, les actions des pays émergents et les opérations de portage sur devise ont enregistré un regain de faveur auprès d'investisseurs en soif de rendement.

L'influence des banques centrales sur la valorisation des actifs suscite l'interrogation.

Le premier semestre 2014 a confirmé l'extrême sensibilité des marchés financiers aux annonces et aux modifications des politiques des banques centrales et, en particulier de la Réserve fédérale américaine. Les initiatives des banques centrales ont laissé leur marque sur le segment long de la courbe des taux, davantage que les analyses portant sur la situation de l'économie réelle. **Par ailleurs, la détente monétaire, par son effet sur la recherche de rendement, a eu un impact généralisé sur tout l'éventail des possibilités de placement dont les primes de risque se sont amenuisées,** même dans les économies en récession et pour les émetteurs présentant un risque de défaut non négligeable. Ce phénomène s'est manifesté sur les marchés d'actions par un recul prononcé de la volatilité implicite, revenue à ses niveaux d'avant-crise. **La perception du risque par les investisseurs est tombée à son plus bas niveau depuis la période 2004-2007 et la phase d'envolée des marchés d'actions de la fin des années 1990.**

L'influence des banques centrales sur la valorisation des actifs ne laisse pas de susciter un certain malaise. **Comme toute mesure de fixation administrative, les politiques de taux administrés ont créé une distorsion dans les prix et altéré la relation entre les primes de risque et les fondamentaux sur certains marchés et certains secteurs.** Sur les grands indices boursiers des pays avancés, les prix ont davantage augmenté que les anticipations de croissance, et les indicateurs conventionnels de valorisation, comme le rapport cours bénéfice ou le rapport entre la valeur boursière d'une entreprise et la valeur de remplacement de son capital fixe, sont passés au-dessus de leur moyenne à long terme. Cette progression des marchés d'actions se poursuit alors que les anticipations de bénéfices ont une moindre incidence sur les variations de cours que pendant la période 2009-2011, pendant laquelle le rebond des bourses était associé à la révision à la hausse des bénéfices futurs.



➤ Gilles Dupin

Les faits marquants de la gestion financière

En septembre 2008, la décision prise par la banque Lehman Brothers de se placer sous la protection de l'article 11 de la loi sur les faillites marquait le signal de **l'écroulement de pans entiers du système financier**. La raréfaction du crédit favorisait la transmission à l'économie réelle de cette crise, apparue au début de l'été 2007 avec l'annonce par une grande banque européenne de la suspension des demandes de rachat sur certains de ses fonds investis en titres adossés à des crédits hypothécaires américains.

Le groupe a été **épargné par les effets directs** de ce naufrage grâce à une gestion financière adaptée, préservant sur cette période le niveau de ses fonds propres malgré les prélèvements fiscaux subis sur la réserve de capitalisation. Il a choisi d'adopter de façon constante la démarche la plus prudente possible pour appréhender les risques de marché auxquels ses adhérents étaient inévitablement confrontés, sans altérer la qualité des participations aux excédents versées aux sociétaires et clients des sociétés d'assurance vie. Les importants fonds propres accumulés depuis vingt ans ont autorisé de tels choix, qui ont pu peser, parfois de manière importante, sur le niveau des résultats, contribuant sans nul doute à leur volatilité.

Le traumatisme créé par cette crise, les travaux rigoureux d'analyse menés à cette occasion et poursuivis ensuite, ont structuré les décisions d'investissement prises et mises en oeuvre depuis. Menés dans un environnement de marché incertain et difficile, les processus de décision en matière financière ont continûment été marqués par :

- le souci constant d'une correcte **adéquation avec la structure des passifs**, appréciée séparément pour chacun des neuf cantons gérés (Fonds en euros de Dynavie, des Carnets Multi-Epargne, du Carnet d'Epargne réassuré ou non ; contrats de rentes viagères ; gestion générale ; RCR ; Fonréa ; Fonds Acti Retraite). Il s'agit là d'une caractéristique essentielle de la gestion financière développée dans le groupe ;
- les **réflexions et analyses développées au sein du Comité d'Orientations Financières**. Elles sont relayées de façon opérationnelle par le Comité de suivi des risques de signature. Initialement constitué pour surveiller le risque de signature inhérent aux

portefeuilles d'obligations privées, ce Comité a vu son domaine de travail et d'analyse élargi au suivi des risques souverains en zone euro ;

- les **orientations arrêtées par le Conseil d'Administration**, en particulier en mars 2014 lors de l'examen du rapport sur la politique de placements de l'exercice 2013 ;
- les contraintes que feront naître les nouvelles règles de calcul de la marge de solvabilité, imposées par la **directive Solvabilité II**.

Dans les faits, inscrivant leurs évolutions dans des tendances durables, marquées par des politiques monétaires accommodantes permettant le maintien des taux à des niveaux très bas et par le recours à l'endettement des agents publics, les marchés ont présenté ces dix dernières années des périodes temporairement atypiques, permettant d'identifier, après réflexions et études approfondies, autant d'opportunités d'investissements ou de gisements d'actifs à écarter, décisions qui marquent les portefeuilles aujourd'hui constitués et contribuent à expliquer les performances affichées en ce début d'année 2014.

En premier lieu, dans un contexte de baisse sensible des taux longs obligataires, confrontée à la nécessité d'afficher des taux de rendement alléchants sur les fonds en euro des produits d'assurance vie diffusés par le groupe, la gestion financière s'est intéressée aux **produits structurés**, offrant une rémunération majorée les premières années de vie du produit, moyennant l'acceptation d'un risque ultérieur, portant sur la rémunération annuelle, et parfois sur la valeur nominale du titre. Les premiers d'entre eux, particulièrement complexes, ont été cédés aux agents structureurs au début de 2007, en même temps qu'étaient vendues les obligations émises par des banques américaines (Lehmann en particulier), alors que la crise aurait vraisemblablement eu raison de leur valeur en 2008.

Ont été mis en portefeuille des titres structurés pour le groupe, pour lesquels la **rémunération aléatoire dépend soit de la pente de la courbe des taux, soit du niveau de l'inflation**. Les émetteurs de tels produits appartiennent tous au secteur bancaire (BNP Paribas, RBS, Dexma, Halifax, Rabobank, BPCE) et font l'objet d'un suivi rigoureux du comité de suivi des risques. Ces titres, structurés entre 2005 et 2007, sur des périodes parfois longues, jusque 15 ans, sont concentrés dans les fonds des contrats en euro. Le portefeuille ainsi constitué répond aux attentes initiales, procurant toujours un écart de rémunération bienvenu par rapport à des produits obligataires classiques.

Avec le même objectif de rendement, **en dépit du peu de liquidité** offert par les marchés sur ce type d'actifs et **malgré la dégradation de la qualité moyenne des signatures en portefeuille** à laquelle conduit cette politique, mettant à profit les fortes tensions sur les primes de crédit, le groupe s'est intéressé en 2008 aux **obligations du secteur privé**, offrant alors un différentiel de rémunération attractif par rapport aux obligations souveraines de même maturité. En outre, l'absence de visibilité avait conduit à adopter d'autant plus facilement des stratégies d'attente que la quasi-disparition du marché interbancaire avait poussé le système bancaire à offrir des rémunérations très attractives pour les placements de trésorerie et les certificats de dépôts de durée courte, entre 3 et 12 mois, rémunérations qui ne pénalisaient pas les attitudes prudentes de repli.

La normalisation des primes de crédit, les politiques concertées des banques centrales d'injection massive de liquidités dans le système bancaire, ont mis à mal ces stratégies courant 2009. Le niveau des taux d'intérêt courts ne permettant plus une correcte rémunération des positions d'attente, les centres d'intérêt du groupe se sont déplacés vers les **obligations indexées sur l'inflation émises par des Etats**, à un moment où de nombreux opérateurs s'inquiétaient plutôt du risque de déflation. Cette politique a renforcé les portefeuilles déjà importants accumulés progressivement en obligations indexées sur l'inflation émises par des Etats souverains de la zone euro, sur des gisements en pratique concentrés sur **la France et l'Italie**, expliquant ainsi l'origine de l'exposition du groupe au risque italien que l'analyse ne permet pas de distinguer du risque de signature présenté par l'Etat français ou, à tout le moins, de justifier l'écart de taux payé à ce moment-là par ces deux pays pour emprunter.

Cette exposition au risque italien s'est alourdie à la faveur des arbitrages auxquels le groupe a procédé en 2012, poursuivis à la marge en 2013, consistant à céder des titres Oati 3,40 % 2029, qui représentaient plus de 10 % des avoirs gérés, pour acheter des obligations italiennes indexées sur des échéances mieux étalées, entre 2023 et 2041.

La recherche d'une protection contre l'inflation, amorcée avec l'acquisition des premières Oat indexées en 1999-2000, s'est amplifiée depuis. **Protéger les actifs contre un scénario de reprise d'inflation et de tensions sur les taux à long terme**, et, en conséquence, renforcer les portefeuilles de biens réels sont même, depuis 2010, les thèmes privilégiés pour la gestion financière. Même si le scénario d'une forte tension sur les taux longs et d'une reprise de l'inflation n'est pas perçu de manière unanime comme probable à court terme, c'est celui qui aurait, si l'on n'y prenait garde, les effets les plus dévastateurs sur les avoirs du groupe, porteur d'engagements de long, voire très long terme.

Dans cette logique, les investissements en actifs réels ont été systématiquement privilégiés.

La **politique d'acquisitions immobilières**, active dès le début des années 2000, concentrée sur des immeubles de bureaux en évitant le secteur résidentiel, moins rentable et administré, est restée soutenue. De tels actifs apportent sur le long terme une protection contre l'érosion monétaire tout en offrant une indexation de fait des loyers.

En 2012, la décision était prise d'acquérir des **stocks d'or** physique, démarche rendue possible dès la création par la Financière de la Cité, d'un fonds spécialisé, Germinal. Le groupe détient ainsi aujourd'hui, au travers de ce support, un peu plus de 2 tonnes d'or stockées dans les coffres du Crédit Suisse à Zurich. Enfin, complétant les expositions en **obligations convertibles**, privilégiées de longue date par le groupe dans ses allocations d'actifs, les **portefeuilles d'actions**, principalement européennes, ont été régulièrement renforcés, tant pour les régimes de retraite en points, que pour les fonds en euro des sociétés vie ou les autres cantons gérés.



La faiblesse des taux à long terme au début de 2013 a été mise à profit pour céder les dernières lignes d'obligations souveraines à taux fixe.

Explorer ces voies, exigeantes en besoin de fonds propres dans le référentiel Solvabilité II, ne pouvait être envisagé sans une correcte appréhension des effets attendus de l'entrée en vigueur de cette directive, adoptée par le Parlement Européen en mars 2009. Les résultats des simulations effectuées depuis ont souligné le caractère exagéré de l'état de psychose qui a suivi l'adoption inopportune de cette directive, et qui a conduit de

nombreux opérateurs à céder, pour ne pas écrire brader, leurs portefeuilles d'actions, et réduire considérablement leurs expositions à cette classe d'actifs. Dans le même temps, le groupe maintenait les siennes, voire les augmentait régulièrement, à la mesure des ressources à investir.

Enfin, se protéger contre un scénario de poussées inflationnistes et de tensions sur les taux longs conduit logiquement à **se désintéresser des obligations longues à taux fixes**. La faiblesse des taux à long terme au début de 2013 a été mise à profit pour céder les dernières lignes d'obligations souveraines à taux fixe.

En revanche, les obligations indexées sur l'inflation longues répondent en partie aux besoins exprimés par le groupe. La mise en œuvre en 2012 du "plan de sauvetage" de la Grèce suscite toutefois des **interrogations sur la place à réserver aux obligations souveraines**. La généralisation de "clauses d'actions collectives" semblables à celles introduites a posteriori par le parlement grec permettant de spolier les créanciers de ce pays, a été imposée par les autorités européennes ; les contrats d'émission de dettes souveraines postérieurs au 1er janvier 2013 contiennent tous de telles clauses de façon obligatoire. **La méfiance s'impose donc**. Les signatures souveraines, lorsqu'elles offrent une indexation sur l'inflation, paraissent devoir être réservées à la couverture des passifs à très long terme, faute d'une autre alternative.

Tels sont les principes directeurs de la politique financière suivie ces dernières années.

Ils ont permis d'afficher, notamment en 2013, des performances de qualité, qui ont bénéficié tant aux adhérents des régimes de retraite qu'aux titulaires de contrats d'assurance vie en euro et qui ont bonifié les résultats comptables sociaux et combinés de l'exercice.

Ils sont restés en vigueur pour ce premier semestre 2014, période qui ouvre des perspectives très encourageantes sur la qualité des performances des produits d'assurance vie et sur le niveau de la contribution de la gestion financière aux résultats de 2014.

Le Conseil d'administration a décidé de conserver ces principes directeurs inchangés pour les prochains mois.

Fiches techniques des supports

Inflation et performances des fonds brutes de frais.....	p.12
Monceau Performance	p.12
Monceau Sélection France Europe	p.13
Monceau Sélection Internationale	p.13
Monceau Patrimoine	p.14
Monceau Trésorerie	p.14
Monceau Convertibles	p.15
Monceau Europe Dynamique	p.15
Monceau Ethique	p.16
Monceau Inflation	p.16
Carnet de Prévoyance	p.17
F2	p.17
Historique des chiffres clés du support immobilier.....	p.18

Nom du support : **FCP Monceau Performance**
 Code ISIN : FRO007009717
 Classification AMF : Obligations et autres titres de créances libellés en euros
 Société de gestion : Financière de la Cité

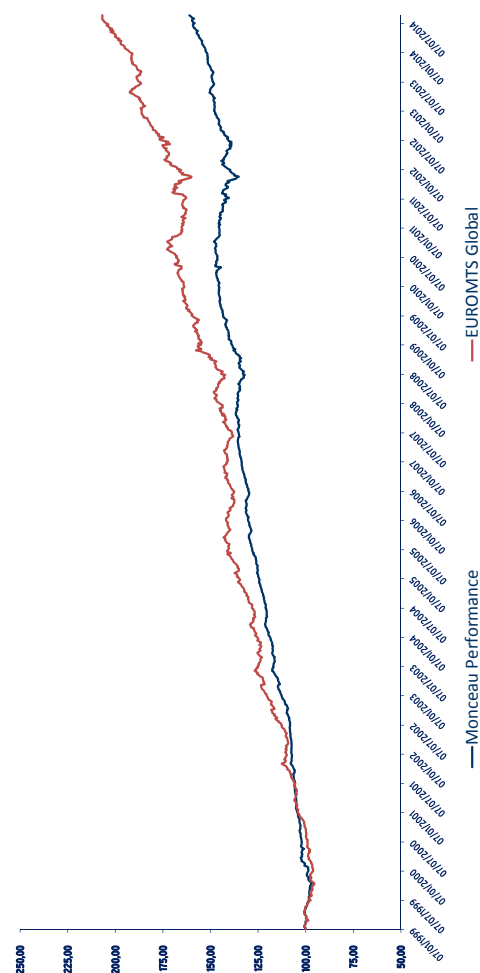
Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds :
 Dynavie,
 Monceau Entreprise

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
32 736 833 €	0,30 %	0,30 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capgemini & Capgemini)	Commission de rachat maximum (TTC)
5,00 %	Néant

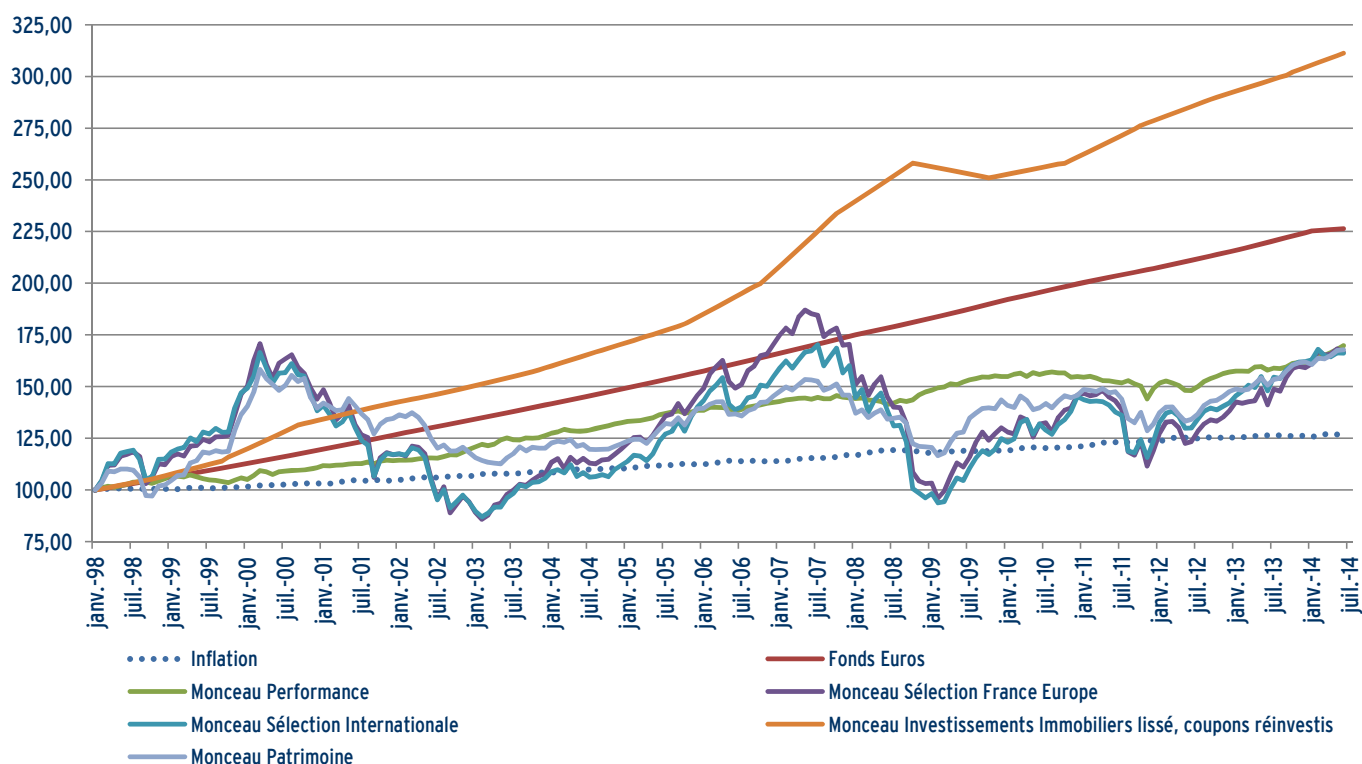
	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	2,88 %	4,98 %
Volatilité	1,76 %	1,81 %

Evolution des performances du 07/01/1999 au 07/07/2014



Inflation et performances des fonds brutes de frais

Performances et inflation (base 100 en janvier 1998)



Monceau Sélection France Europe

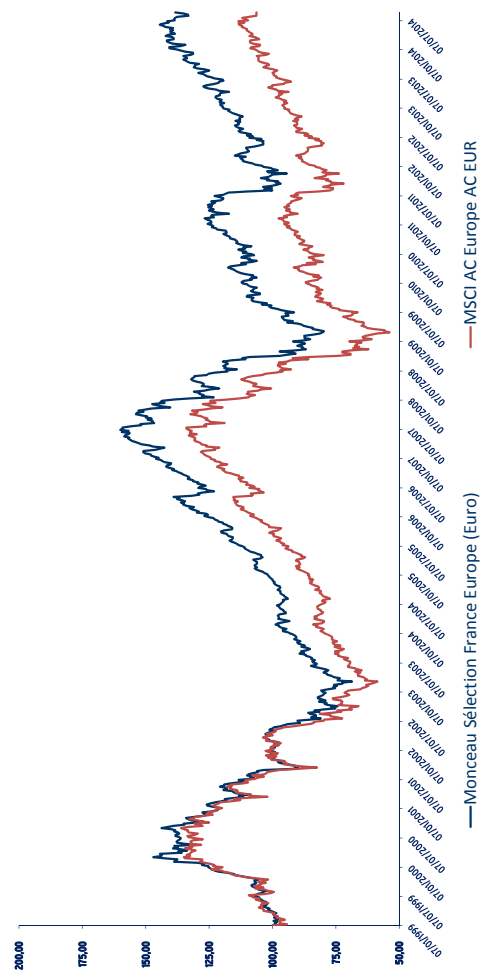
Nom du support : **FCP Monceau Sélection France Europe**
 Code ISIN : FROO07016720
 Classification AMF : Actions des pays de la Communauté européenne
 Société de gestion : Metropole Gestion (depuis le 01/10/2013)
 Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds :
 Dynavie,
 Carnet Multi Épargne,
 Carnet d'épargne multisupport,
 Monceau Entreprise,
 Carnet Indiciel 1, Dynaxion

Actif du fonds au 31/12/2013	212 246 777 €	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	2,00 %	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)	1,95 %
------------------------------	---------------	--------------------------------------	--------	--------------------------------------	--------

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	4,00 %	Commission de rachat maximum (TTC)	Néant
---	--------	------------------------------------	-------

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
10,67 %	12,83 %	16,53 %
Volatilité	Volatilité	Volatilité
	9,13 %	3,48 %
		7,86 %

Evolution des performances du 07/01/1999 au 07/07/2014



Monceau Sélection France Internationale

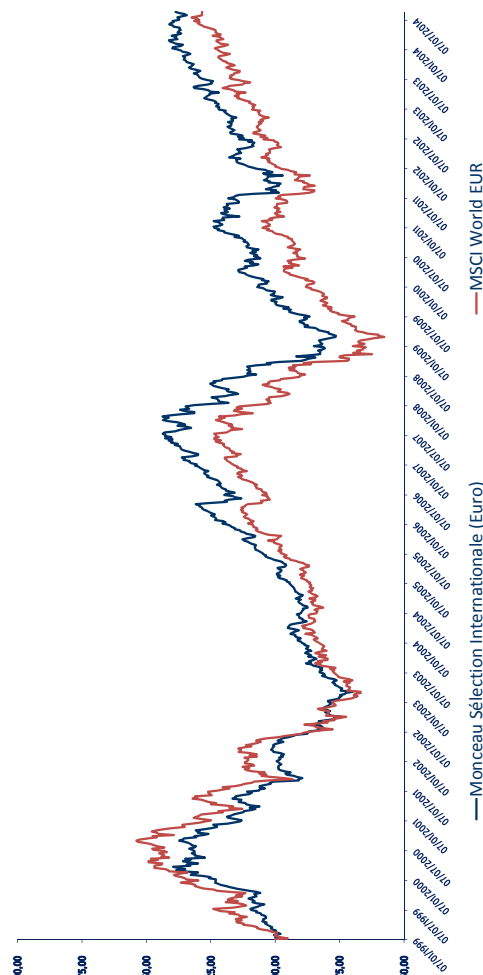
Nom du support : **FCP Monceau Sélection France Internationale**
 Code ISIN : FROO07016712
 Classification AMF : Actions Internationales
 Société de gestion : Financière de la Cité
 Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds :
 Dynavie, Carnet
 Indiciel International

Actif du fonds au 31/12/2013	42 542 877 €	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	2,00 %	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)	1,85 %
------------------------------	--------------	--------------------------------------	--------	--------------------------------------	--------

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	4,00 %	Commission de rachat maximum (TTC)	Néant
---	--------	------------------------------------	-------

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
12,05 %	13,78 %	14,53 %
Volatilité	Volatilité	Volatilité
	7,39 %	2,42 %
		9,00 %

Evolution des performances du 07/01/1999 au 07/07/2014



Monceau Patrimoine (ex Monceau Sélection Plus)

Nom du support : **Monceau Patrimoine**
 Code ISIN : FRO010515940
 Classification AMF : Diversifié
 Société de gestion : La Financière de la Cité

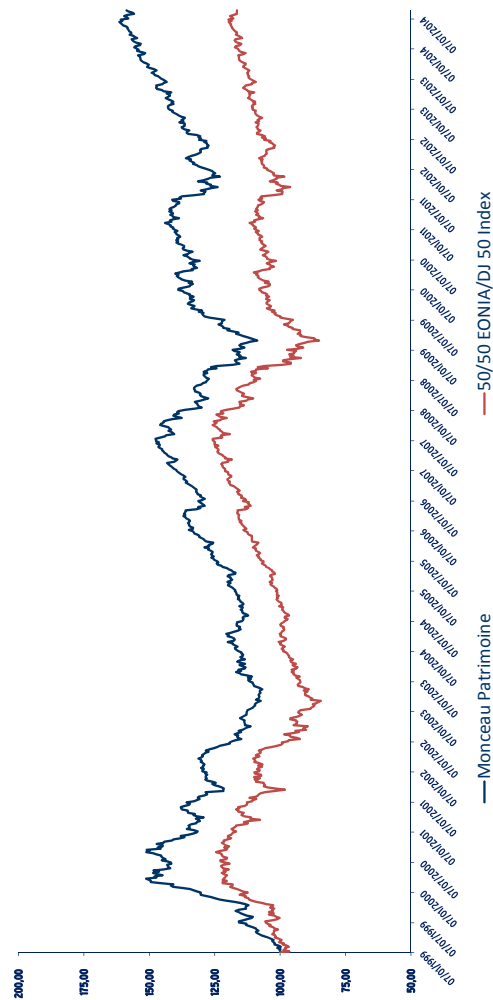
Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds :
 Dynavie,
 Carnet Valeurs Mondiales,
 Dynaxion

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
47 792 428 €	1,80 %	1,05 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	Commission de rachat maximum (TTC)
4,75 %	Néant

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
11,15 %	9,73 %	4,61 %
Volatilité	Volatilité	Volatilité
7,24 %	5,06 %	5,02 %

Evolution des performances du 07/01/1999 au 07/07/2014



Monceau Trésorerie

Nom du support : **FCP Monceau Trésorerie**
 Code ISIN : FRO007072087
 Classification AMF : Monétaire Euro
 Société de gestion : La Financière de la Cité à compter du 12/07/2013 (La Française AM avant)

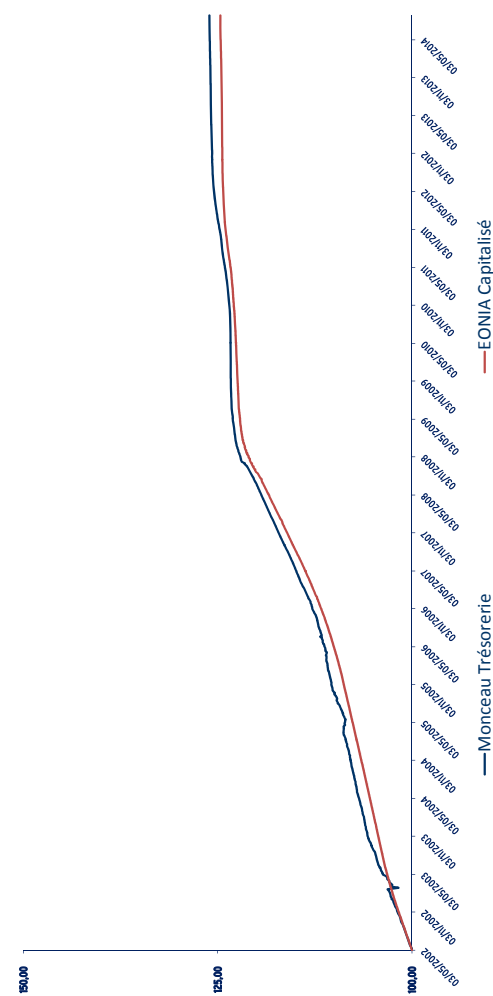
Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds :
 Dynavie,
 Carnet Multi Épargne,
 Carnet d'épargne multisupport,
 Monceau Entreprise,
 Carnet Indiciel 1, Dynaxion

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
17 628 505 €	0,08 %	0,08 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	Commission de rachat maximum (TTC)
Néant	Néant

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
1,86 %	0,01 %	0,08 %
Volatilité	Volatilité	Volatilité
0,01 %	0,01 %	0,01 %

Evolution des performances du 03/05/2002 au 003/05/2014



Monceau Convertibles

Nom du support : **FCP Monceau Convertibles** Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds : Dynavie,
Carnet d'épargne multisupport, Carnet Indiciel 1, Dynaxion

Code ISIN : FRO007046446

Classification AMF : Diversifié

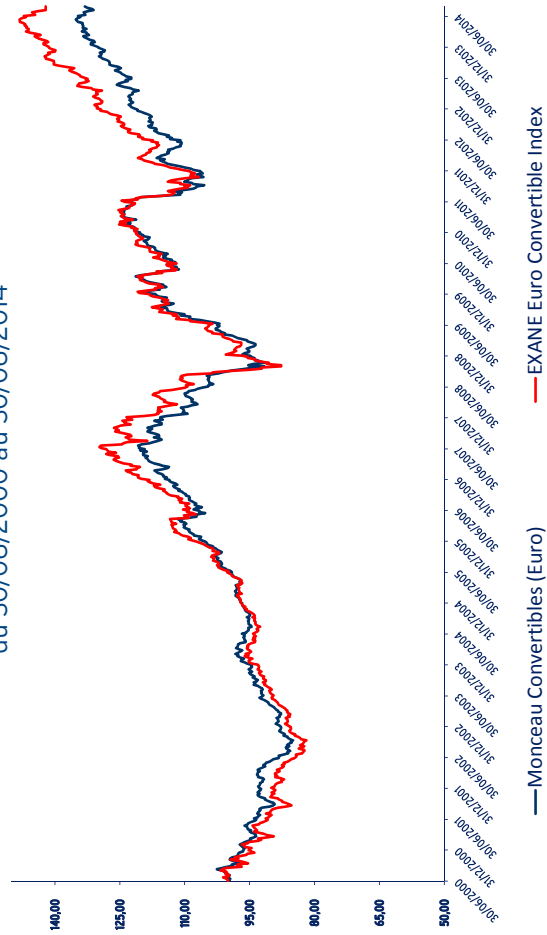
Société de gestion : La Financière de la Cité

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
83 281 916 €	1,794 %	1,35 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	Commission de rachat maximum (TTC)
4,00 %	Néant

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
8,57 %	7,89 %	2,89 %
Volatilité	Volatilité	Volatilité
6,78 %	4,37 %	3,47 %

Evolution des performances du 30/06/2000 au 30/06/2014



Monceau Europe Dynamique

Nom du support : **FCP Monceau Europe Dynamique** Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds : Dynavie, Dynaxion

Code ISIN : FRO007070636

Classification AMF : Actions Internationales

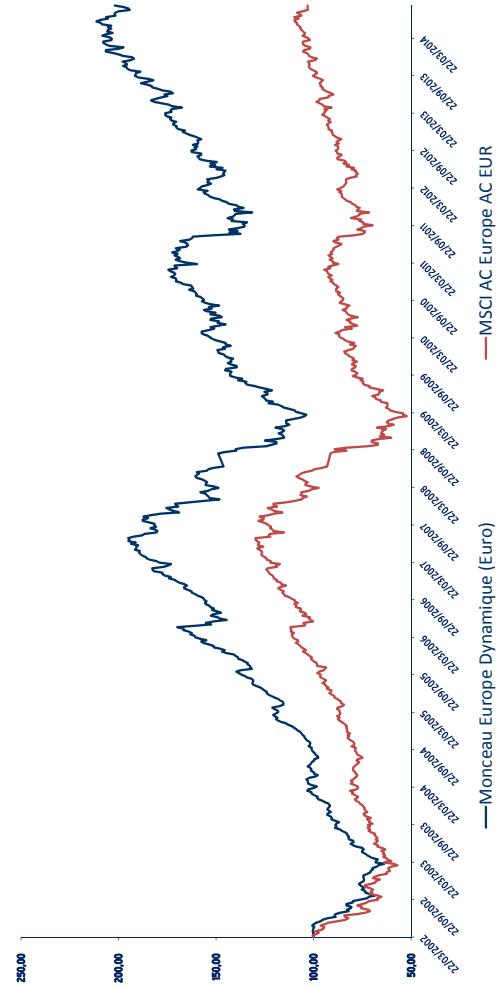
Société de gestion : Métropole Gestion

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
36 858 567 €	1,75 %	1,30 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	Commission de rachat maximum (TTC)
4,00 %	Néant

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
17,93 %	13,97 %	20,52 %
Volatilité	Volatilité	Volatilité
13,97 %	9,81 %	2,76 %
		9,83 %

Evolution des performances du 22/03/2002 au 22/03/2014



Monceau Ethique

Nom du support : **FCP Monceau Ethique**
 Code ISIN : FRO007056098
 Classification AMF : Actions de pays de la zone euro
 Société de gestion : La Financière Responsable

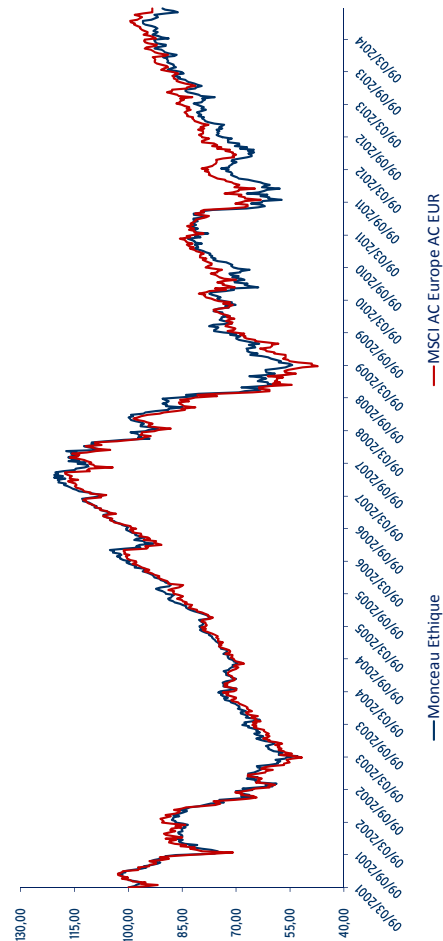
Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds : Dynavie

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
14 816 232 €	1,00 %	1,00 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	Commission de rachat maximum (TTC)
2,00 %	Néant

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
13,47 %	15,98 %	2,76 %
Volatilité	Volatilité	Volatilité
19,30 %	12,51 %	11,50 %

Evolution des performances du 09/03/2001 au 09/09/2014



Monceau Inflation

Nom du support : **FCP Monceau Inflation**
 Code ISIN : FRO010967141
 Classification AMF : Diversifié
 Société de gestion : Vestathena (depuis le 23/07/2014, La Financière de la Cité avant)

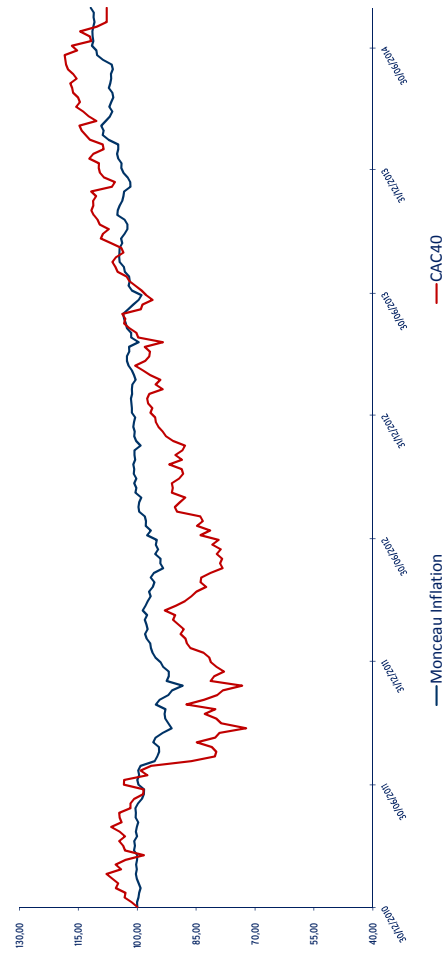
Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds : Dynavie, Dynaxion

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
46 113 227 €	0,90 %	0,81 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	Commission de rachat maximum (TTC)
4,75 %	Néant

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
3,63 %	2,89 %	6,53 %
Volatilité	Volatilité	Volatilité
8,66 %	7,46 %	7,98 %

Evolution des performances du 30/12/2010 au 30/06/2014



Nom du support : FCP Monceau Ethique

Composition : 1 4,289895 parts de la SICAV Neufilze France D, 2 8,769293 parts de la SICAV Crédit Mutuel CIC France, 3 4 parts du FCP SGAM Invest France diversifiée, 4 24,224342 parts de la SICAV Étoile Action France part D, 5 3 parts de la SICAV Uni Hoche, 6 1,38555 parts du FCP SGAM Invest Europe Large Cap C

Code ISIN : 1 FRO011732817 2 FRO010361048 3 FRO010286740

Classification AMF : 4 FRO010383745 5 FRO000930455 6 FRO010286732

Société de gestion : 1 Neufilze Private Assets, 2 CM-CIC Asset Management, 3 Société Générale Asset Management, 4 Étoile Gestion, 5 Palatine Asset Management

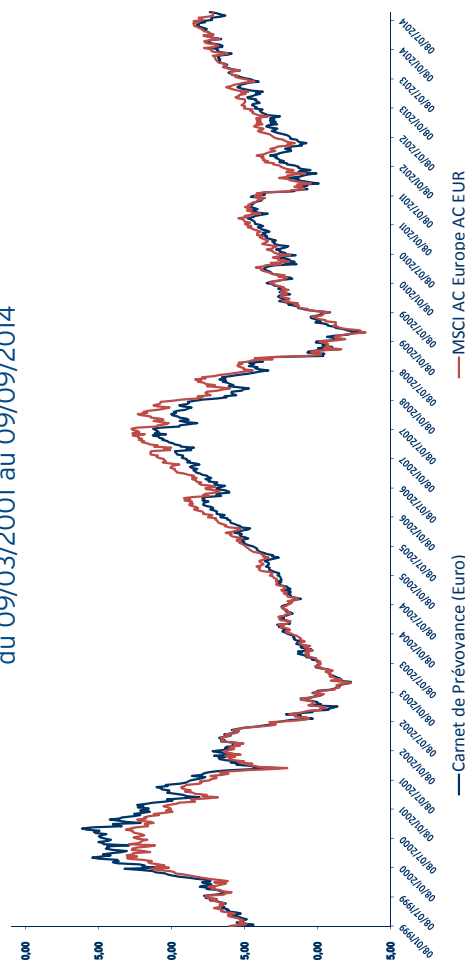
Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds : Carnet de prévoyance, FCPiE

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
1 56 906 400 €	2 465 395 000 €	1 1,75 %
3 330 307 800 €	4 218 835 200 €	2 2,39 %
5 361 959 200 €	5 99 122 100 €	3 2,40 %
		4 1,75 %
		5 1,20 %
		6 2,40 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	Commission de rachat maximum (TTC)
1 1 %, 2 3 %	1 1 %
3 4 %, 4 5 %, 5 2,00 %	2 3 %, 3 4 %, 4 5 %, 5 Néant

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
Volatilité	Volatilité	Volatilité
17,91 %	NA	17,61 %
		3,82 %
		NA

Evolution des performances du 09/03/2001 au 09/09/2014



Nom du support : F2 (U92)

Composition : 1 4,289895 parts de la SICAV Neufilze France D, 2 24,224342 parts de la SICAV Étoile Actions France part D, 3 1,38555 parts du FCP SGAM Invest Europe Large Cap C

Code ISIN : 1 FRO011732817 2 FRO010383745 3 FRO010286732

Classification AMF : 1 2 Actions françaises, 2 Actions européennes

Société de gestion : 1 Neufilze Private Assets, 2 Étoile Gestion, 3 Société Générale Asset Management

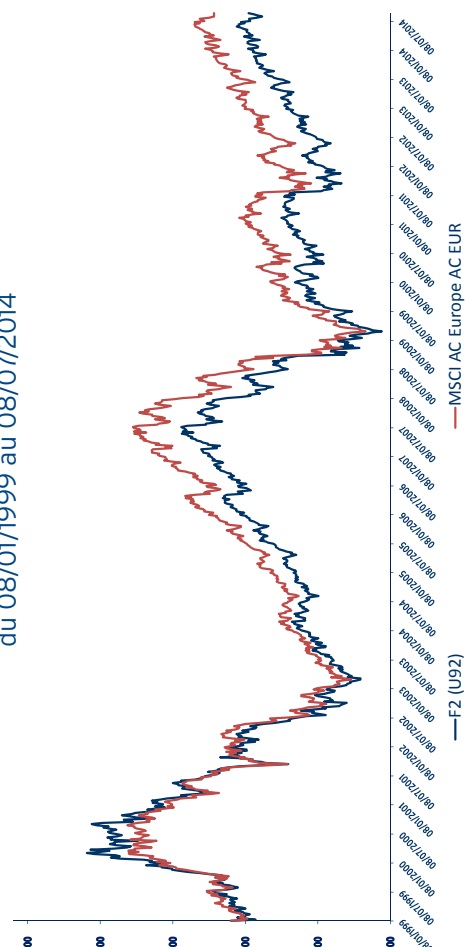
Contrat(s) permettant d'accéder à ce fonds : Carnet Multi Épargne

Actif du fonds au 31/12/2013	Frais fixes de gestion maximum (TTC)	Frais de gestion réels en 2013 (TTC)
1 56 906 400 €	1 1,750 %	1 1,75 %
2 218 835 200 €	2 1,750 %	2 1,75 %
3 99 122 100 €	3 2,400 %	3 2,40 %

Commission de souscription maximum (TTC) (néant pour les souscriptions effectuées dans le cadre des contrats de Capma & Capmi)	Commission de rachat maximum (TTC)
1 1,00 %	1 100 %
2 2,00 %	2 Néant

Sur 3 ans (du 31/12/2010 au 31/12/2013)	Sur 1 an (du 31/12/2012 au 31/12/2013)	1 ^{er} semestre 2014 (du 31/12/2013 au 30/06/2014)
Performance (non annualisée)	Performance	Performance
Volatilité	Volatilité	Volatilité
17,29 %	NA	3,20 %
		NA

Evolution des performances du 08/01/1999 au 08/07/2014



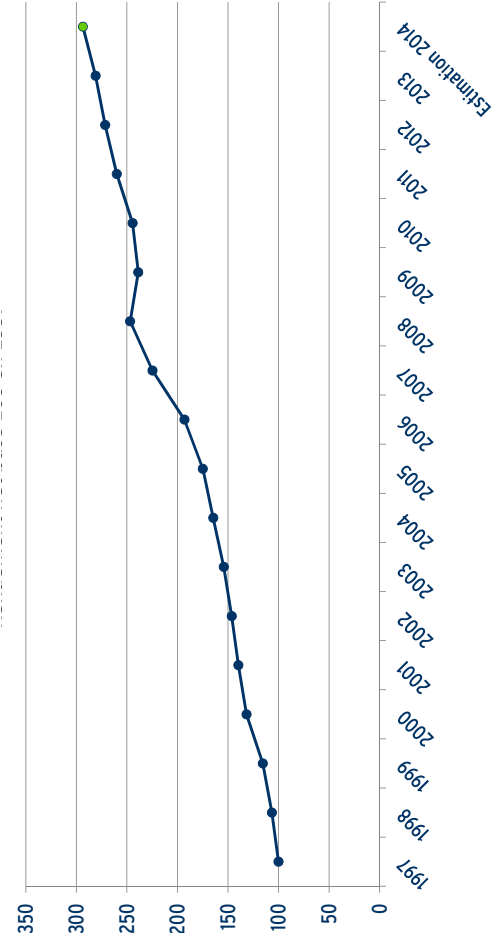
Historique des chiffres clés du support immobilier

Monceau investissements immobiliers (MII)

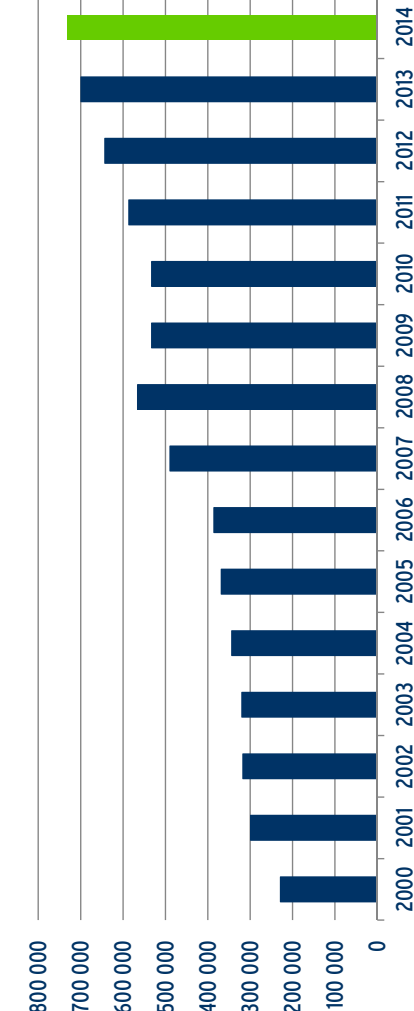
	30/09/00	30/09/01	30/09/02	30/09/03	30/09/04	30/09/05	30/09/06	30/09/07	30/09/08	30/09/09	30/09/10	30/09/11	30/09/12	30/09/13	30/09/14 *
Capital social	216 939 k€	281 129 k€	297 129 k€	297 129 k€	312 723 k€	328 623 k€	328 623 k€	369 623 k€	401 381 k€	401 381 k€	401 381 k€	420 228 k€	452 492 k€	484 183 k€	504 966 k€
Primes d'émission	3 115 k€	6 525 k€	7 525 k€	7 525 k€	8 695 k€	10 245 k€	10 245 k€	17 317 k€	27 560 k€	27 559 k€	27 559 k€	33 713 k€	46 457 k€	59 767 k€	68 984 k€
Report à nouveau	0 k€	1 844 k€	2 032 k€	477 k€	379 k€	404 k€	1 016 k€	115 k€	633 k€	220 k€	381 k€	3 101 k€	1 751 k€	1 620 k€	1 289 k€
Résultat de l'exercice	30 241 k€	16 864 k€	13 813 k€	16 575 k€	17 508 k€	17 873 k€	22 406 k€	18 726 k€	20 242 k€	17 792 k€	18 218 k€	8 840 k€	20 008 k€	16 146 k€	37 232 k€
Capitaux propres	250 295 k€	306 362 k€	320 499 k€	321 706 k€	339 305 k€	357 145 k€	362 290 k€	405 781 k€	449 816 k€	446 952 k€	447 540 k€	465 881 k€	520 708 k€	561 716 k€	612 471 k€
Plus values latentes (non comptabilisées)	6 564 k€	9 163 k€	12 055 k€	14 380 k€	21 392 k€	28 174 k€	46 261 k€	101 253 k€	136 386 k€	103 115 k€	100 395 k€	130 519 k€	141 981 k€	153 690 k€	152 945 k€
Capitaux propres réévalués	256 859 k€	315 525 k€	332 554 k€	336 086 k€	360 697 k€	385 319 k€	408 551 k€	507 034 k€	586 202 k€	550 067 k€	547 935 k€	596 401 k€	662 689 k€	715 406 k€	765 416 k€
Nombres de parts	10 846 960	14 056 460	14 856 460	14 856 460	15 636 160	16 431 160	16 431 160	18 481 160	20 069 062	20 069 062	20 069 062	21 011 392	22 624 605	24 209 135	25 248 276
Valeur de la part avant distribution de dividende	23,680 €	22,447 €	22,384 €	22,622 €	23,068 €	23,451 €	24,864 €	27,435 €	29,209 €	27,409 €	27,302 €	28,385 €	29,291 €	29,551 €	30,316 €
Dividende distribué	28 397 k€	16 828 k€	15 368 k€	16 673 k€	17 483 k€	17 261 k€	23 241 k€	18 207 k€	20 656 k€	17 630 k€	15 499 k€	10 190 k€	20 139 k€	16 477 k€	33 220 k€
Capitaux propres réévalués après distribution	228 462 k€	298 697 k€	317 186 k€	319 413 k€	343 214 k€	368 058 k€	385 310 k€	488 827 k€	565 546 k€	532 437 k€	532 437 k€	586 211 k€	642 550 k€	698 929 k€	732 196 k€
Valeur de part support de l'unité de compte	21,062 €	21,250 €	21,350 €	21,500 €	21,950 €	22,400 €	23,450 €	26,450 €	28,180 €	26,530 €	26,530 €	27,900 €	28,400 €	28,870 €	29,000 €
Rendement pour le détenteur de part	+ 14,6 %	+ 6,6 %	+ 5,3 %	+ 6,0 %	+ 7,3 %	+ 6,8 %	+ 11,0 %	+ 17,0 %	+ 10,4 %	- 2,74 %	+ 2,91 %	+ 7,0 %	+ 4,98 %	+ 4,05 %	+ 5,01 %
Mètres carrés détenus	45 231 m²	51 657 m²	91 425 m²	96 799 m²	92 165 m²	94 249 m²	99 387 m²	99 356 m²	92 756 m²	104 071 m²	100 724 m²	94 226 m²	94 224 m²	101 225 m²	103 400 m²

* en attente de confirmation par l'AG

Rendement cumulé support immobilier Dynavie net de frais de gestion



Capitaux propres réévalués au 30/09 après distribution



■ La gestion des fonds d'investissement supports des contrats en unités de compte

Vous trouverez ci-dessous la description de l'évolution de vos supports d'investissement au cours des derniers mois. Les supports sont classés par horizon d'investissement et niveau de risque croissant. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Votre interlocuteur habituel se tient à votre entière disposition pour vous conseiller dans le choix des supports les plus adaptés à vos besoins et à votre situation patrimoniale.

Monceau Trésorerie

Monceau Trésorerie est un fonds monétaire d'attente, destiné essentiellement à permettre une rémunération minimale de l'épargne dans le cadre de dispositifs d'arbitrages programmés.

Monceau Trésorerie demeure aligné sur les taux directeurs de la Banque centrale européenne. La rémunération du fonds est conforme à celle d'un placement d'attente, dans un environnement de taux historiquement bas.

Monceau Performance

Monceau Performance est investi en obligations publiques et privées. Il vise à réaliser une performance supérieure à celle des obligations d'État à 3-5 ans.

Dans un environnement de forte baisse des taux à long terme, le fonds a privilégié les obligations indexées sur l'inflation et a conservé une faible sensibilité obligataire. La stratégie vise à protéger le portefeuille contre une hausse éventuelle des taux à long terme et une reprise de l'inflation.

Monceau Convertibles

Monceau Convertibles est un fonds investi en obligations convertibles européennes.

Les marchés d'obligations convertibles ont bénéficié jusqu'au début de l'année de la faiblesse des taux d'intérêt et de perspectives favorables pour l'économie mondiale. A partir du mois de mai, les convertibles ont été affectés par les inquiétudes sur la situation de l'économie américaine et la crise de la dette. Elles ont confirmé leur rôle protecteur dans la tourmente boursière et présentent aujourd'hui de bons niveaux de valorisation.

Monceau Patrimoine

Monceau Patrimoine est un fonds mixte, qui vise à surperformer un portefeuille composé à 50 % d'actifs monétaires et à 50 % d'actions.

Après le rebond des dernières années, Monceau Patrimoine a cherché à préserver les performances acquises face aux nouvelles difficultés financières touchant

les marchés d'actions et de la dette. Le fonds conserve l'essentiel de ses positions en obligations privées d'entreprises industrielles et commerciales. Il a ainsi pu amortir une grande partie du choc boursier. Avec une stratégie visant à capter la prime de rendement des obligations privées et une exposition modérée aux risques de marché, le fonds demeure bien adapté pour une gestion à moyen terme.

Monceau Inflation

Monceau Inflation a pour objectif d'obtenir une valorisation de l'épargne à long terme supérieure à celle de l'indice d'inflation. Pour ce faire, le fonds investit dans un portefeuille diversifié, composé d'obligations indexées sur l'inflation d'une part et d'actions spécialisées dans des secteurs liés à l'évolution de l'inflation, comme l'immobilier et les matières premières, d'autre part.

Le Fonds a été créé le 30 décembre 2010. La part investie en valeurs du secteur immobilier et en mines d'or a permis de limiter l'impact des baisses de marché sur la valeur liquidative.

Monceau Sélection France Europe

Monceau Sélection France Europe vise à réaliser une performance supérieure à celle des grandes actions européennes à long terme.

Après le rebond de 2009-2010, les marchés d'actions sont à nouveau entrés dans la tourmente. Les risques de rechute de l'économie américaine, la spéculation sur la zone euro entretiennent un climat d'extrême nervosité. Le Fonds a maintenu son écart avec l'évolution des bourses européennes. Dans une perspective de prudence, les investissements privilégient toujours des sociétés européennes ayant des perspectives de résultat clairement visibles, un endettement faible et un dividende stable dans la durée.

Monceau Sélection Internationale

Monceau Sélection Internationale vise à réaliser une performance supérieure à celle des grandes actions internationales à long terme.

Malgré une large diversification de ses avoirs, Monceau Sélection Internationale n'a pas été épargné par la dégradation du climat économique, qui a touché l'ensemble des places boursières dans le monde. Le Fonds conserve toutefois une bonne longueur d'avance sur son indice, avec une variation des rendements beaucoup plus faible.

Monceau Éthique

Monceau Éthique est un fonds nourricier du fonds commun de placement LFR Euro Développement Durable - parts M. Il a comme objectif de gestion d'investir dans des valeurs alliant la mise en oeuvre d'une stratégie "socialement responsable" et de rentabilité financière.

Dans un environnement de marché très difficile, Monceau Éthique a creusé son écart avec son indice de référence au cours des derniers mois. A partir de l'été, le repli sur des valeurs aux fondamentaux solides a permis d'amortir l'impact de la crise boursière. Le fonds demeure investi dans une sélection judicieuse de sociétés reconnues pour leur approche dite "socialement responsable", identifiées comme telles par l'équipe de gestion.

Monceau Europe Dynamique

Monceau Europe Dynamique recherche les différentes sources de surperformance sur les actions européennes (petites et moyennes capitalisations, zones géographiques, secteurs, etc.).

Monceau Europe Dynamique a poursuivi sa progression à un rythme soutenu pendant le second semestre 2010 et durant les premiers mois de 2011. Le fonds a tiré parti de sa stratégie consistant à privilégier des entreprises sous-valorisées au regard de leurs perspectives de résultat. Le regain de tension sur les marchés financiers à partir de l'été n'a pas manqué d'impacter le fonds, qui conserve cependant une bonne longueur d'avance sur son indice de référence.

■ Supports financiers

Autorité des marchés financiers (A.M.F.)

L'Autorité des marchés financiers est un organisme public indépendant issu de la fusion de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). Ses missions sont de veiller :

- à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne ;
- à l'information des investisseurs ;
- au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

Commission de rachat

Lors d'une opération de désinvestissement d'un fonds, elle vient diminuer le prix de remboursement, donc la valeur de la part ou de l'action. En ce qui concerne les fonds accessibles au titre des contrats de Capma & Capmi, il est prévu des conditions privilégiées pour les adhérents puisque ceux-ci bénéficient d'une exonération totale des frais de rachat.

Commission de souscription

Lors d'un investissement dans un fonds, elle vient augmenter le prix de souscription payé par l'investisseur, donc la valeur de la part ou de l'action. Cette commission se cumule avec celles propres au contrat d'assurance vie. En ce qui concerne les fonds accessibles dans le cadre des contrats de Capma & Capmi, il est prévu des conditions privilégiées pour les adhérents puisque ceux-ci bénéficient d'une exonération totale de la commission de souscription. Ainsi, dans le cadre des contrats de Capma & Capmi, seuls les frais du contrat sont appliqués aux versements effectués par le souscripteur.

F.C.P.

Un fonds commun de placements est une copropriété de valeurs mobilières qui a pour objet d'investir les fonds qui lui sont confiés, selon sa vocation, sur différents titres tels que les actions, les obligations aussi bien sur les marchés français qu'étrangers. Les droits des investisseurs dans un F.C.P. sont représentés par des parts.

Fonds nourricier

Un fonds nourricier est un fonds investi en totalité dans un autre fonds d'investissement, appelé fonds maître.

Frais de fonctionnement et de gestion

Il s'agit des frais supportés directement par le fonds et destinés à lui permettre de remplir ses objectifs. Ils sont exprimés en pourcentage de l'actif géré. Les fonds peuvent prévoir un taux de frais de fonctionnement et de gestion maximum. La plupart des fonds accessibles au titre des contrats de Capma & Capmi prélèvent en réalité des frais inférieurs au taux maximum prévu. La performance de la part en est ainsi améliorée. En effet, la valeur de la part ou de l'action tient compte des frais de fonctionnement et de gestion effectivement perçus. La performance d'une part ou d'une action annoncée pour une période donnée est donc nette des frais de gestion du fonds.

O.P.C.V.M.

Les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (O.P.C.V.M.) ont pour objet l'investissement de capitaux qui leur sont confiés dans la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières. On trouve deux types d'O.P.C.V.M. : les S.I.C.A.V. (sociétés d'investissement à capital variable) et les F.C.P. (fonds communs de placements).

Performance de la part ou de l'action

Il s'agit de l'évolution de la valeur de la part (F.C.P., S.C.I.) ou de l'action (S.I.C.A.V.) entre deux dates données. Cette évolution peut être positive ou négative.

S.I.C.A.V.

Une société d'investissement à capital variable est une société qui a pour mission d'investir les fonds qui lui sont confiés, selon sa vocation, sur différents titres tels que les actions, les obligations aussi bien sur les marchés français qu'étrangers. Le capital des S.I.C.A.V. est divisé en actions qui sont détenues par les investisseurs.

Supports profilés

Ils sont composés d'une sélection de supports effectuée parmi ceux accessibles au titre de Dynavie. Le "poids" de chacun des supports retenus permet d'adapter le profil au type de gestion souhaitée. Au sein de Dynavie, trois profils de gestion ont été déterminés : "Prudence", "Équilibre" et "Dynamique". Ils prennent en compte un niveau de risque croissant afin de répondre aux différentes attentes des adhérents. La quote-part de chaque support est choisie par Capma & Capmi à l'intérieur de fourchettes définies contractuellement.

Unités de compte

Les contrats d'assurance vie en unités de compte proposent de répartir les versements des souscripteurs entre différents supports tels que les S.I.C.A.V., les F.C.P. ou encore les S.C.I. Les unités de compte font référence aux actions ou aux parts de ces supports.

Volatilité de la part ou de l'action

La volatilité est un indicateur qui mesure les écarts de performances de la part ou de l'action. Elle est calculée sur une période donnée et permet d'apprécier, pour celle-ci, le rapport performance/risque. La volatilité d'un fonds doit être considérée par rapport à celle de la catégorie à laquelle il appartient. Les degrés de volatilité d'un fonds varient selon le type d'actifs qui le composent. Ainsi, parmi les fonds les moins volatiles on trouve ceux de la catégorie "monétaire" et parmi les plus volatiles ceux appartenant à certaines catégories "actions". À performance égale entre deux fonds d'une même catégorie, celui qui affiche la volatilité la plus faible est celui qui a la probabilité la plus importante d'offrir une performance régulière.

■ Supports immobiliers

Plus-value latente

Différence positive entre la valeur de marché actuelle du patrimoine immobilier évaluée par un expert indépendant et valeur comptable du patrimoine au bilan de l'entreprise.

Primes d'émission

Les primes d'émission constituent une réserve assimilable à du capital, alimentée lors des augmentations de capital par prélèvement sur le versement des associés.

Report à nouveau

Réserve composée par l'accumulation des résultats non distribués de l'entreprise.

S.C.I.

Les sociétés civiles immobilières ont pour objet d'acquérir et de gérer des biens immobiliers. Les droits des associés dans une société civile immobilière sont représentés par des parts.