

## DPA Gestion Privée

### Evolutions au 1<sup>er</sup> trimestre 2008

#### Synthèse

L'intensification de la « crise du crédit » et les craintes de récession américaine ont fait chuter les marchés d'actions au 1<sup>er</sup> trimestre (-17,9% en trois mois pour les grandes valeurs européennes). Le dollar a également été victime de cet environnement difficile.

Un fonds comme DPA Gestion Privée, qui privilégie la performance à moyen terme et l'investissement dans les classes d'actifs sous-évaluées, n'échappe pas aux conséquences d'une crise financière de cette nature. Au cours du premier trimestre, la valeur liquidative des parts de DPA Gestion privée a ainsi baissé de 2,96% après avoir gagné 5,99% en 2007.

Deux facteurs ont cependant permis de limiter la perte sur le premier trimestre : la préférence accordée aux actions américaines, qui ont beaucoup moins baissé que les européennes, et la gestion

très dynamique des positions en cours de trimestre sur les différents marchés.

Parallèlement, la moindre cherté des actions améliore sensiblement les opportunités de placement pour l'investisseur. La sous-performance du 1<sup>er</sup> trimestre relativement à la tendance de longue période du fonds devrait donc être progressivement compensée dans le moyen terme. De fait, l'estimation de la valeur liquidative (VL) du fonds fin 2016 dans la moyenne des scénarios économiques et financiers s'améliore très légèrement sur le trimestre (passant de €2080 à €2101). Le rendement annuel moyen attendu à cet horizon dépasse un peu 8% compte-tenu des conditions actuelles d'investissement\*.

L'évaluation des risques à moyen terme est peu modifiée (une chance sur 10 d'avoir une VL inférieure à €1651 fin 2016)\*.

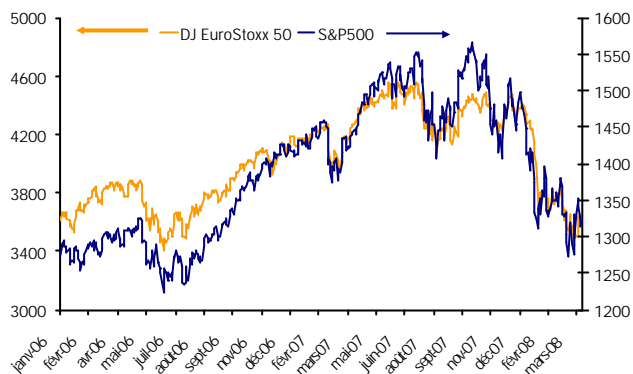
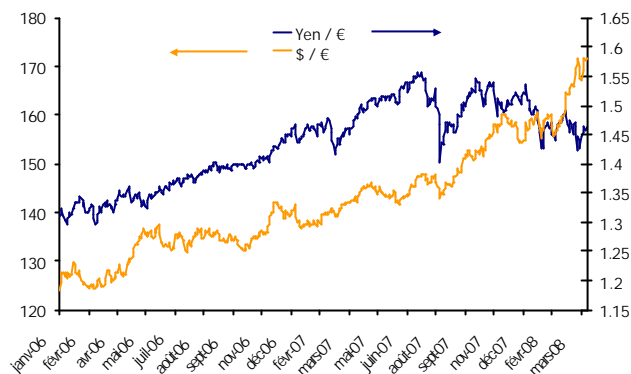
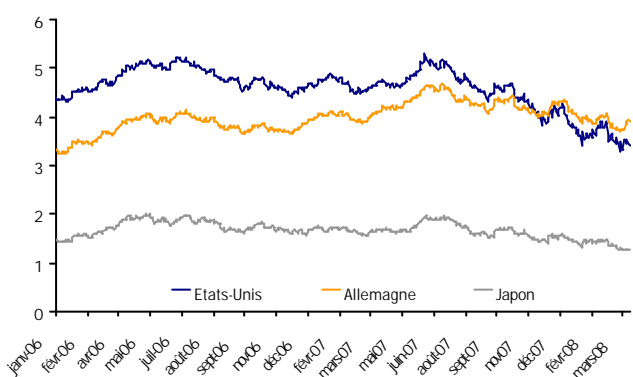
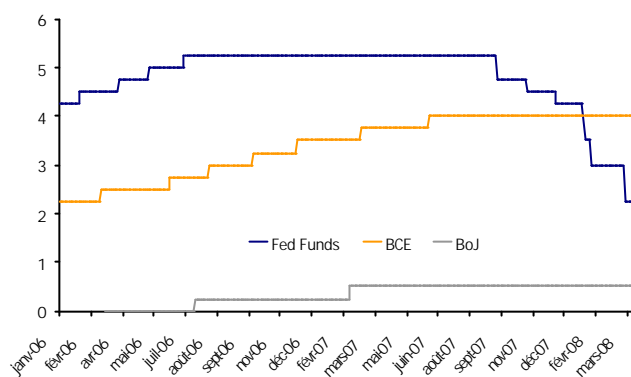
*\*Aux cours du 28/03/2008. Les évaluations présentées dans les rapports de gestion de DPA Invest résultent de l'utilisation d'outils de simulations statistiques tenant compte des risques sur les différents actifs aux différents horizons. Ces simulations de rendement sont fournies pour éclairer l'investisseur sur les perspectives de rendement à terme de DPA Gestion Privée. Elles ne constituent en aucun cas une garantie donnée par DPA Invest aux détenteurs de parts du fonds.*

### Les marchés financiers au 1<sup>er</sup> trimestre 2008

#### 1. Les cours

**La crise financière amorcée à l'été 2007 s'est considérablement aggravée au 1<sup>er</sup> trimestre 2008.** Dans un contexte de très grande volatilité des marchés, les actions de la zone euro ont perdu 17,9% sur le trimestre et les actions américaines 11,2% (grandes capitalisations : indice Euro Stoxx 50 dans la zone euro et S&P500 aux Etats-Unis). En revanche, la crise a bénéficié aux

obligations : les taux d'intérêt à long terme ont sensiblement baissé aux Etats-Unis (de 4,17% à 3,44% pour les emprunts d'Etat à 10 ans) et un peu moins dans la zone euro (de 4,33% à 3,93%) et au Japon (de 1,46% à 1,28%). Sur le marché des changes, le dollar a de nouveau lourdement chuté face à l'euro (-7,2% à 1,578 \$/€) et encore plus nettement face au yen (-11,9% à 99,6 ¥/\$).

**Graphique 1 : Actions**

**Graphique 2 : Devises**

**Graphique 3 : Taux 10 ans**

**Graphique 4 : Taux directeurs**


Zone orangée : 1<sup>er</sup> trimestre 2008

Source : Bloomberg, DPA Invest

**Les investisseurs en actions ont dû faire face tout au long du trimestre à une succession de mauvaises nouvelles économiques et financières.** Au plan économique, de nombreux indicateurs laissaient présager un net ralentissement aux Etats-Unis, voire l'amorce d'une récession. La situation de l'immobilier résidentiel américain, directement affecté par la crise du marché du crédit, a notamment continué de se dégrader. Ventes de logements, mises en chantier et prix se sont inscrits en nette baisse. Après avoir bien résisté au 2<sup>ème</sup> semestre 2007, la consommation des ménages américains a également montré des signes de faiblesse, dans un contexte de ralentissement de la croissance des revenus et de perte de

valeur des patrimoines mobiliers et immobiliers. Dans les autres pays, l'activité a semblé mieux résister mais les anticipations de croissance se sont dégradées compte tenu de la forte appréciation de l'euro et du yen face au dollar et de la nouvelle hausse du prix du pétrole qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages (plus de 10\$ en plus sur le trimestre, à 105\$/baril fin mars). Au plan financier, les inquiétudes sur la situation des banques se sont exacerbées. Elles ont enregistré de nouvelles pertes massives sur les titres en portefeuille affectés par l'effondrement de l'immobilier américain. Le refinancement des plus fragiles est devenu très difficile et la crise a culminé avec le sauvetage en catastrophe de la banque américaine Bear Stearns par la

banque centrale américaine le 14 mars. Paradoxalement, cette quasi-faillite a débouché sur une accalmie sur les marchés, cet épisode ayant montré que les banques centrales étaient prêtes à employer des moyens exceptionnels pour enrayer le risque de crise systémique.

Au final, si les craintes d'implosion du système financier ont reculé en fin de trimestre, les investisseurs restent cependant très inquiets face à la possibilité

d'un cercle vicieux où le ralentissement de l'économie pèserait fortement sur la solvabilité des ménages et des entreprises, provoquant de nouvelles pertes chez les banques et une intensification du rationnement du crédit susceptible d'accroître en retour les risques de récession. Dans ce contexte, les économistes ont fortement réduit au cours du trimestre leurs prévisions de croissance pour l'année 2008.

**Tableau 1 : Evolution des prévisions sur la croissance des grands pays industrialisés en 2008.**

Date de l'enquête	PIB US	PIB Zone Euro	PIB Japon
10/12/07	2,1%	1,9%	1,5%
14/01/08	2,0%	1,8%	1,5%
11/02/08	1,6%	1,6%	1,4%
10/03/08	1,4%	1,5%	1,3%
14/04/08	1,3%	1,5%	1,3%

Source : « Consensus forecast »

***A des degrés divers, les marchés d'actions ont cependant trouvé un certain soutien dans l'évolution des taux d'intérêt.*** En dépit des tensions sur les prix des produits de base (pétrole et autres matières premières), la banque centrale américaine (la Fed) a jugé que les risques de récession justifiaient un assouplissement monétaire exceptionnel. Son taux directeur a ainsi été abaissé en 3 mois de 4,25% à seulement 2,25%. Cette baisse des taux monétaires a engendré une forte demande sur les obligations longues et provoqué la chute des taux d'intérêt à long terme. Les actions américaines en bénéficient doublement : la baisse des taux rend moins attractif les placements sans risques et soutiendra à terme l'activité économique aux Etats-Unis. En revanche, la Banque Centrale Européenne (BCE) n'a pas baissé ses taux directeurs, en arguant de perspectives de croissance moins dégradées à court terme

et de l'évolution défavorable des prix à la consommation. Les marchés anticipent cependant une attitude plus conciliante de la BCE plus tard en 2008, quand les tensions inflationnistes seront moins fortes. L'anticipation de baisse future des taux a également bénéficié aux marchés obligataires de la zone euro, mais moins qu'aux Etats-Unis, et n'a que faiblement soutenu les marchés d'actions qui ont chuté beaucoup plus qu'outre-Atlantique.

***Enfin, l'évolution du dollar reflète l'évolution divergente des taux d'intérêt et le rôle de valeur refuge joué par certaines devises.*** Ainsi, l'évolution du yen continue d'être très bien corrélée à la situation globale des marchés financiers. Quand la crise s'intensifie, les investisseurs japonais rapatrient leurs capitaux et le yen monte face à toutes les devises. C'est ce qui s'est passé au 1<sup>er</sup> trimestre.

## 2. L'évolution des primes de risque.

**Les « primes de risque » jouent un rôle clef dans le pilotage de DPA Gestion Privée.** Elles mesurent la surperformance attendue dans la durée sur les divers placements relativement à un placement monétaire dans la devise du pays considéré. Par exemple, une prime de risque de 5% sur les actions en euros signifie que, dans la durée, ces actions devraient rapporter en moyenne annuellement 5% de plus qu'un placement monétaire sans risque en capital. DPA Invest estime ces primes à partir d'un scénario portant sur les grandes variables économiques (inflation, profits des entreprises, taux monétaires dans les différentes zones). Leur calcul tient compte des cours d'achat des différents placements : ainsi, à scénario de profit donné, la prime de risque sur les actions baisse quand les cours des actions montent et que l'on achète plus cher sa participation dans les entreprises en question (voir le site [www.dpainvest.com](http://www.dpainvest.com)).

**Les évolutions heurtées des marchés au 1<sup>er</sup> trimestre ont sensiblement modifié l'évaluation de la cherté relative des différents types de placement.** Si la valorisation des actions paraissait raisonnable fin 2007, elle semble maintenant attractive pour l'investisseur à long terme relativement à un placement monétaire (primes de risque de 5,8% par an fin mars contre 4,5% fin décembre pour les actions américaines et 6,7% fin mars contre 5,2% fin décembre pour les actions

européennes). La baisse des taux longs dans les différentes zones au cours du 1<sup>er</sup> trimestre a en apparence encore réduit l'attractivité des obligations pour l'investisseur à long terme. Mais cette baisse doit être analysée en tenant compte en parallèle de l'évolution des taux monétaires. En effet, le rendement attendu dans la durée des placements monétaires souffre également du recul des taux courts et d'anticipations de nouvelles baisses, notamment aux Etats-Unis. Ainsi, la cherté relative des obligations ne s'est que modérément accrue.

Les obligations américaines et japonaises restent particulièrement chères (primes de risque négatives de -0,5% aux Etats-Unis et -0,7% au Japon). Les obligations européennes offrent toujours une prime de risque légèrement positive relativement à un placement monétaire, sans pour autant être bon marché (prime de risque limitée à 0,2% fin mars contre 0,5% fin décembre).

Sur le marché des changes, dans une perspective de moyen terme, la surévaluation de l'euro s'est accentuée au cours du premier trimestre face au dollar et l'investisseur dans la devise américaine peut espérer dans la durée une rémunération accrue pour le risque pris (prime de risque de 1,5% fin mars contre 1,1% fin décembre). En revanche, le fort rebond du yen a réduit son attractivité pour l'investisseur (prime de risque de 0,6% fin mars contre 1,3% fin décembre).

Tableau 1 : Evolution des primes de risque au cours du trimestre.

Primes de risque	Oblig. €	Actions €	Oblig. US	Actions US	\$/€	Oblig. Yen	Yen/€
au 28/12/07	0,5%	5,2%	-0,3%	4,5%	1,1%	-0,6%	1,3%
au 31/03/2008	0,2%	6,7%	-0,5%	5,8%	1,5%	-0,7%	0,6%

## Décisions de gestion de DPA Gestion Privée et performances

**La forte volatilité des marchés financiers au 1<sup>er</sup> trimestre a conduit à une gestion très dynamique de DPA Gestion Privée.** En effet, l'allocation d'actif du fonds est fréquemment ajustée quand l'évaluation de moyen terme des rendements disponibles sur les différents placements change. Or, les forts mouvements de marché ont provoqué des modifications sensibles de primes de risque.

Sur les marchés actions, la baisse s'est accompagnée d'un renforcement de l'exposition du fonds en profitant de cours dépréciés une première fois à la mi-janvier et une seconde fois à la mi-mars. Sur le trimestre pris globalement, la part des actions a ainsi progressé de 36% à 41% du portefeuille, avec un maximum à 42% à la mi-mars. Ce renforcement s'est fait exclusivement sur les actions américaines car la politique économique de relance observée aux Etats-Unis (baisse des taux d'intérêt, réductions d'impôts) apporte un élément de protection aux investisseurs.

**La gestion des positions sur les obligations et les devises a été encore plus**

**dynamique.** Entre le début et la fin du trimestre, la position globale en obligations a baissé de 15% à -7% du portefeuille, le fonds devenant vendeur net d'obligations, du fait de leur cherté, à travers des positions sur les marchés à terme. Cette position vendeuse nette a même atteint ponctuellement -20% du portefeuille en cours du trimestre pour profiter de la cherté exceptionnelle des obligations américaines dans les phases les plus aiguës de la crise financière (mi-janvier, mi-mars).

Enfin, selon la même logique, l'exposition aux différentes devises s'est fortement modifiée au cours du trimestre, la part du dollar fluctuant entre -8% et +11% du portefeuille et celle du yen entre -4% et +7% en fonction des cours observés. La sous-évaluation manifeste du dollar en fin de trimestre a conduit DPA Gestion Privée à se porter acquéreur de la devise américaine, mais ces achats effectués dans une perspective de moyen terme restent encore prudents compte tenu des incertitudes de court terme pesant sur l'économie américaine.

**Tableau 2 : Exposition du fonds aux différentes classes d'actifs en début et fin de trimestre (en % du portefeuille)**

Exposition	Oblig. €	Actions €	Oblig. US	Actions US	\$/€	Oblig. Yen	Yen/€
au 28/12/07	23%	13%	2%	23%	-7%	-10 %	7%
au 31/03/08	8%	10%	-5%	31%	10%	-10%	-4%

**Au cours du premier trimestre, la valeur liquidative (VL) des parts de DPA Gestion privée a baissé de 2,96% après avoir gagné 0,47% au 4<sup>ème</sup> trimestre (+2,93% depuis la création du fonds le 15 décembre 2006).** DPA Gestion Privée est un fonds géré dans une perspective de moyen terme et investi sur des classes d'actifs jugées

attractives à terme même si ces dernières présentent des risques à court terme. En effet, privilégier la gestion du risque à court terme conduit souvent à laisser passer des opportunités d'investissement. Le risque à court terme n'est donc pas un indicateur pertinent pour l'investisseur à horizon long qui bénéficie de forces de

rappel : les baisses excessives sont généralement corrigées dans la durée (voir les simulations qui suivent). Si un fonds « value » de ce type, privilégiant la performance à moyen terme, ne peut échapper aux conséquences de court terme d'une crise financière comme celle observée depuis le début de l'année, deux

facteurs ont permis de limiter la perte : la préférence accordée aux actions américaines qui ont beaucoup moins baissé que les européennes et la gestion très dynamique des positions en cours de trimestre sur les différents marchés qui a contribué positivement à la performance.

## **Analyse des risques et rendements à moyen terme**

Le rendement de DPA Gestion Privée au 1<sup>er</sup> trimestre a été très inférieur à sa tendance de longue période du fait de la crise financière.

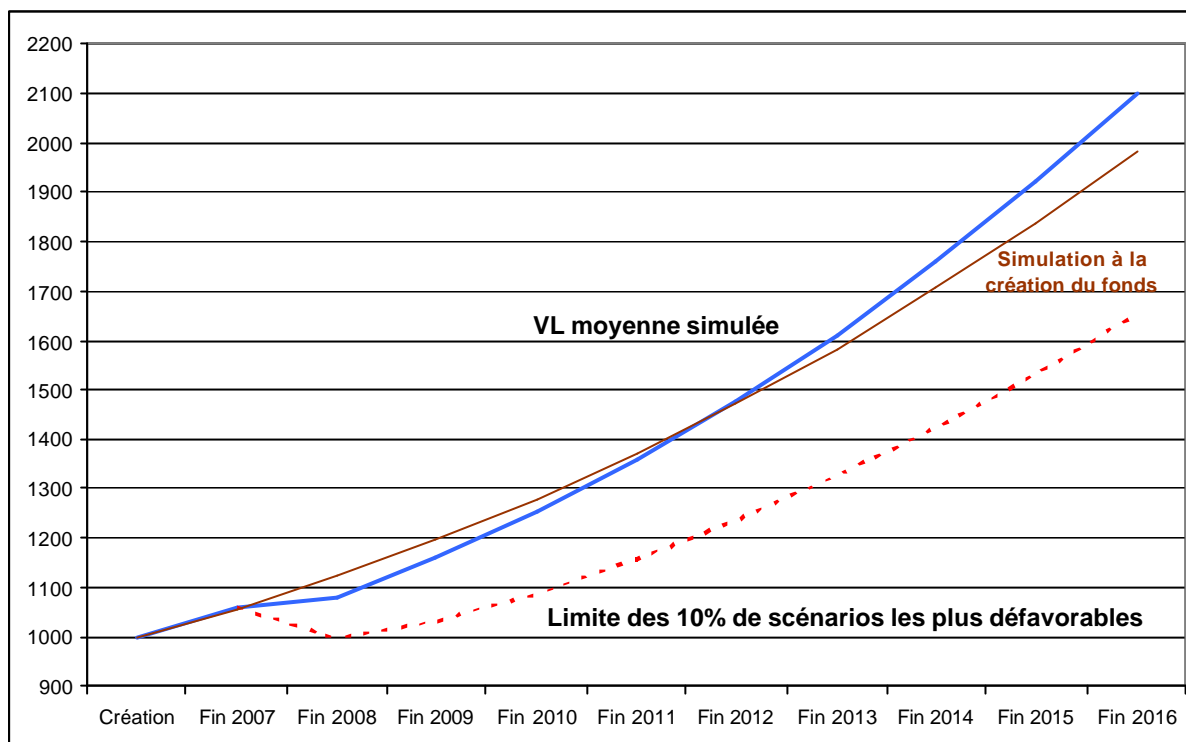
Mais, en contrepartie, les opportunités de placement du point de vue de l'investisseur à long terme s'améliorent fortement. D'une part, les actions deviennent peu chères. D'autre part, le niveau très déprécié du dollar offre des opportunités pour l'investisseur à long terme, même si, comme indiqué précédemment, DPA Gestion Privée ne se renforce pour l'instant qu'avec une grande prudence sur cette devise. En termes d'opportunités d'investissement, le seul élément défavorable pour l'investisseur à long terme est le recul des taux d'intérêt et donc du rendement des placements monétaires et en obligations (encore que des obligations beaucoup trop chères offrent des opportunités de vente à découvert).

Au final, les simulations réalisées tous les trimestres pour évaluer les perspectives de

rendement du fonds confirment une nette amélioration de l'environnement d'investissement pour l'investisseur à long terme. Dans cette optique, la sous-performance du 1<sup>er</sup> trimestre devrait progressivement être compensée dans les trimestres ou années à venir. De fait, l'estimation de la valeur liquidative du fonds dans la moyenne des scénarios d'ici la fin 2016 s'améliore très légèrement relativement à l'estimation faite à la fin du 4<sup>ème</sup> trimestre. Elle est par ailleurs supérieure de 6% au résultat des premières simulations réalisées au lancement du fonds fin 2006 (la VL moyenne simulée passant de €1983 à €2101).

Enfin, l'estimation des risques n'a pas été significativement révisée. Dans les simulations réalisées, la VL a une chance sur 10 d'être inférieure à €651 fin 2016, soit un rendement annuel de 5,5% depuis la fin du premier trimestre 2008 contre 8,5% dans le scénario moyen.

**Graphique 5 : Simulation de la Valeur Liquidative de DPA Gestion Privée**



*Les résultats présentés ci-après résultent de l'utilisation d'outils de simulations statistiques tenant compte des risques sur les différents actifs aux différents horizons. Ces simulations fournissent une estimation du rendement que peut espérer (au sens statistique du terme) un investisseur compte tenu des primes de risques sur les différentes classes d'actifs. Ces simulations de rendement sont fournies pour éclairer l'investisseur sur les perspectives de rendement à terme de DPA Gestion Privée. Elles ne constituent en aucun cas une garantie donnée par DPA Invest aux détenteurs de parts du fonds.*

## DPA GESTION PRIVEE

**Nature juridique :** FCP de droit français

**Classification :** Diversifié

**Affectation des résultats :** capitalisation

**Objectif de gestion :** obtenir, au terme de la durée de placement recommandée, soit au moins 3 ans, une performance supérieure à celle de l'indice EONIA + 2,5 %, dépassant celle observée historiquement sur les fonds diversifiés équilibrés du type 50% actions / 50% obligations.

**Indicateur de référence :** Eonia

**Date de valorisation :** 28/03/08

**Actifs gérés (en k€) :** 6623 (4535 au 28/12/07)

**Nombre de parts :** 6434 (4276 au 28/12/07)

**Valeur Liquidative :** 1029,31

### Autres caractéristiques générales

Date de création : 8/12/06

Devise de référence : euro

OPCVM d'OPCVM : Jusqu'à 100% de l'actif net

Code ISIN : FR0010400127

Horizon de placement : 3 ans

Valorisation : hebdomadaire

Norme européenne : OPCVM respectant les règles de la directive 85/611/CE modifiée.

Minimum première souscription : 1 part

### Frais de gestion

1.10% TTC

### Commission de surperformance

25% au-delà d'Eonia + 3 %

### Société de gestion :

DPA INVEST

### Dépositaire et conservateur :

BNP Paribas Securities Services

### Commissaire aux comptes :

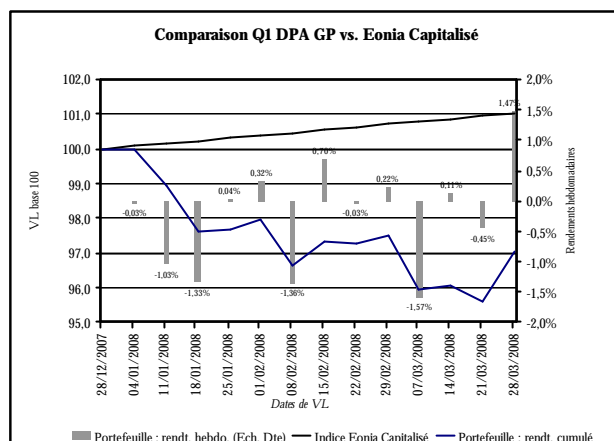
CABINET SELLAM

*Le commissaire aux comptes n'a pas certifié ce document d'information périodique.*

### Performance au 28/03/08

#### Performance

	depuis le	3 mois 28/12/2007	1er janvier 28/12/2007
<b>Portefeuille</b>		-2,96%	-2,96%
Indice de référence (Eonia)		1,01%	1,01%
<b>Ecart</b>		-3,97%	-3,97%



### Indicateurs de risque

	1 an	3 ans
<b>Volatilité Portefeuille</b>	4,75%	ns
Volatilité indice	0,02%	ns
<b>Ratio de Sharpe</b>	ns	ns

### Ventilation de l'actif net

#### Ventilation de l'actif net

	28/12/2007	28/03/2008
Parts/ Actions OPCVM Monétaires	95,71%	95,80%
Instruments financiers à terme	4,54%	0,80%
Comptes financiers autres que les dépôts	-0,25%	3,40%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

*Les porteurs de parts pourront demander le détail du portefeuille à DPA Invest au 10, rue des Moulins 75001 PARIS.*

- Ratios d'engagements sur contrats à terme (en % de l'actif net)

**Ratios d'engagement sur contrats à terme  
(en % de l'actif net)**

	28/03/2008
Actions	41.3%
Obligations	11.6%
Total	52.9%

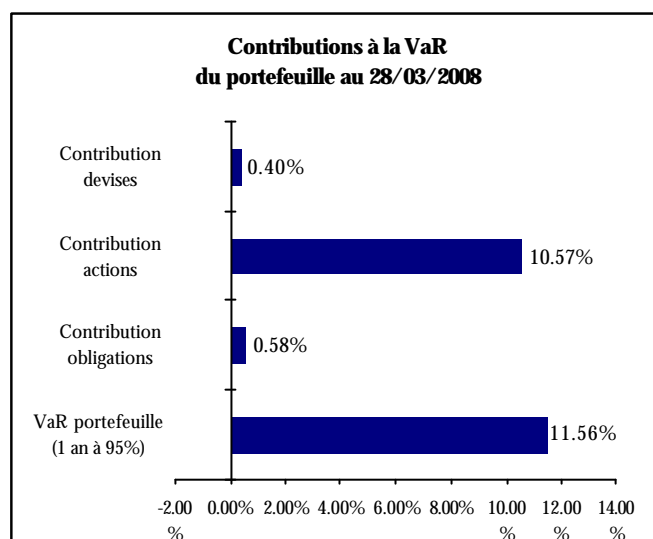
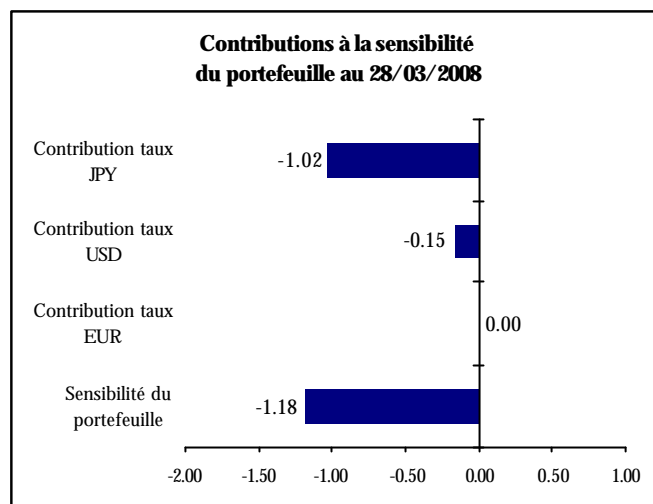
- Tableaux d'exposition au risque

**Indicateurs de risque actuariels**

	28/03/2008	28/12/2007	Variation
Sensibilité du portefeuille	-1.18	0.67	-1.85
Contribution taux EUR	0.00	1.61	-1.61
Contribution taux USD	-0.15	-0.31	0.16
Contribution taux JPY	-1.02	-0.63	-0.39

**Indicateurs de risque statistiques**

	28/03/2008	28/12/2007	Variation
VaR portefeuille (1 an à 95%)	11.56%	6.89%	4.67
Contribution obligations	0.58%	-0.20%	0.78
Contribution actions	10.57%	7.51%	3.06
Contribution devises	0.40%	-0.43%	0.83



**Les performances du passé ne préjugent pas des performances futures ; elles ne sont pas constantes dans le temps.**