

## DPA Gestion Privée

### Evolutions au 3<sup>ème</sup> trimestre 2009

#### Synthèse

Le net rebond des marchés d'actions entamé au deuxième trimestre s'est poursuivi au troisième, dans un contexte favorable de stabilisation de l'environnement économique et financier. DPA Gestion Privée en a profité et a récupéré l'essentiel des pertes enregistrées en 2008. Le fonds avait en effet constitué en début d'année d'importantes positions en actions devenues nettement sous-valorisées dans une perspective de moyen terme. Par ailleurs, DPA Gestion Privée a également tiré partie de la volatilité observée sur les marchés des obligations d'Etat. Au total, la valeur liquidative des parts de DPA Gestion privée a augmenté de 10,1% au troisième trimestre après un gain de 10,0% au deuxième (+4,3% depuis la création du fonds le 15 décembre 2006).

Compte tenu de la valorisation attractive des actions et des gains espérés dans la durée d'une gestion dynamique des positions, le rendement annuel moyen attendu sur le fonds DPA Gestion privée pour les 10 ans à venir se situe aux environs de 9%, aux conditions d'investissement prévalant à la fin du troisième 2009\*.

Ce rendement élevé finirait d'effacer dans la durée les effets de la crise financière des deux dernières années et l'estimation de la valeur liquidative (VL) du fonds fin 2016 dans la moyenne des scénarios économiques et financiers simulés n'est que très légèrement inférieure aux estimations réalisées fin 2006 lors du lancement du fonds.

*\*Aux cours du 25/09/2009. 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.*

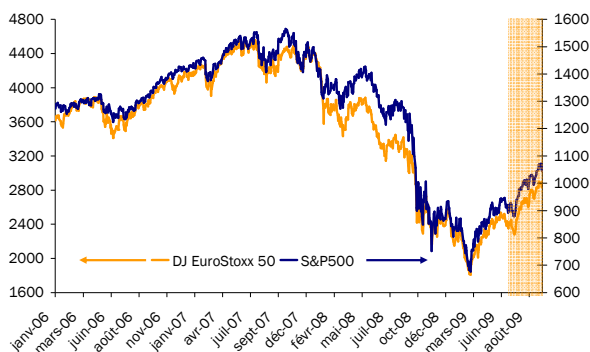
### Les marchés financiers au 3<sup>ème</sup> trimestre 2009

#### 1. Les cours

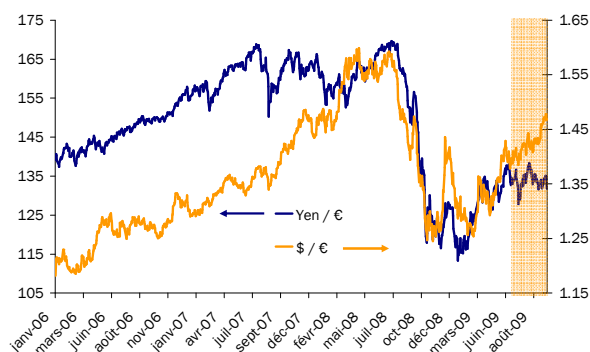
**La confirmation d'un redémarrage graduel et sans inflation des principales économies a bénéficié aux marchés financiers.** Les actions ont poursuivi le vif rebond amorcé en mars (+17,6% sur le trimestre pour l'indice Euro Stoxx 50 et +14,6% aux Etats-Unis pour l'indice S&P500). Les taux longs se sont détendus

à un bas niveau (baisse des taux à long terme de 3,44% à 3,36% pour les emprunts d'Etat à 10 ans allemands, de 3,58% à 3,36% aux Etats-Unis et de 1,40% à 1,32% au Japon). Sur le marché des changes, l'euro a progressé de 4,4% face au dollar (1,4692 \$/€ le 25/09/2009), mais s'est déprécié de 1,5% face au yen.

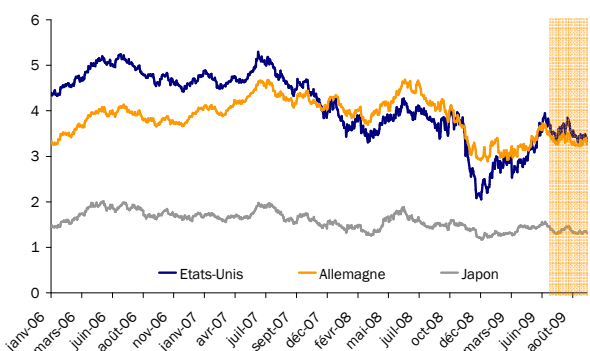
Graphique 1 : Actions



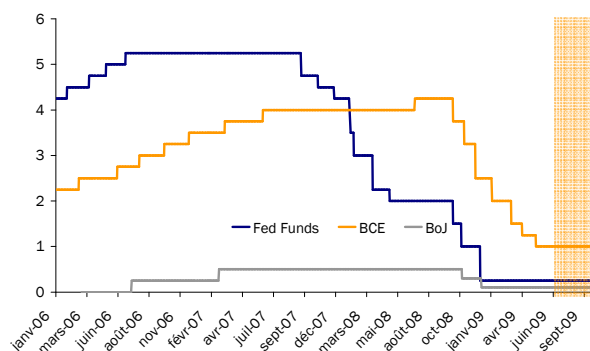
Graphique 2 : Devises



Graphique 3 : Taux 10 ans



Graphique 4 : Taux directeurs



Zone orangée : 3<sup>ème</sup> trimestre 2009  
Source : Bloomberg, DPA Invest

**En matière de croissance, les bonnes nouvelles ont été nombreuses dans le courant du 3<sup>ème</sup> trimestre.** La publication des chiffres d'activité pour le 2<sup>ème</sup> trimestre a d'abord décrit une évolution beaucoup moins défavorable qu'attendu (-0,2% pour le PIB sur le trimestre aux Etats-Unis et en zone euro et +0,6% au Japon). Ce résultat doit beaucoup à un redressement de la demande des pays émergents, notamment chinoise, qui a soutenu la croissance des grands pays industrialisés au 2<sup>ème</sup> trimestre après l'avoir fortement freinée pendant l'hiver. De façon plus prospective, les indicateurs avancés d'activité ont continué à s'améliorer et laissent entrevoir un retour de la croissance au 3<sup>ème</sup> trimestre, probablement sur un rythme soutenu aux

Etats-Unis. Contrairement à des craintes souvent exprimées, la consommation des ménages américains a été très dynamique cet été. Certes, la « prime à la casse » qui a relancé temporairement les ventes automobiles a beaucoup aidé, mais la consommation a été également résistante hors achats d'automobiles. Ces évolutions rendent moins vraisemblable une forte hausse du taux d'épargne des ménages américains qui pèserait durablement sur la croissance mondiale. Au final, les craintes d'un scénario économique dit « en W » (reprise fin 2009 suivie d'une rechute dans le courant 2010) ont nettement diminué et le « consensus » sur la croissance mondiale en 2010 s'est nettement amélioré.

**Tableau 1 : Evolution des prévisions de croissance des grands pays industrialisés en 2010.**

Date de l'enquête	PIB US	PIB Zone Euro	PIB Japon
08/06/2009	1.9%	0.3%	1.3%
13/07/2009	2.1%	0.4%	1.4%
10/08/2009	2.3%	0.6%	1.3%
14/09/2009	2.4%	1.0%	1.5%
12/10/2009	2.6%	1.1%	1.5%

Source : « Consensus forecast »

Par ailleurs, l'absence de risques inflationnistes dans un avenir prévisible a été soulignée par les indicateurs de prix publiés. Du fait de la baisse des prix de l'énergie relativement au pic de l'été 2008, les prix à la consommation se situent dans la plupart des pays nettement sous leurs niveaux d'il y a un an. Hors énergie et alimentation, l'inflation reste en revanche positive, mais très basse (sur un rythme voisin de 1 ½% aux Etats-Unis et en zone euro) et toujours en phase de ralentissement. Enfin, corolaire du comportement des entreprises qui serrent leurs coûts de production et réduisent l'emploi - ce qui accroît le chômage-, les résultats publiés par les entreprises ont généralement surpris positivement, notamment lors de la publication aux Etats-Unis en juillet, des résultats du 2<sup>ème</sup> trimestre.

Ce contexte général est à l'évidence très favorable aux actions, qui ont connu une hausse quasi-continue sur le trimestre, à peine entrecoupée de trois brèves corrections techniques (début juillet, mi-août et fin août). Les évolutions ont été beaucoup plus erratiques et surprenantes sur le marché des obligations d'Etat. En dépit du soutien apporté par la faiblesse historique de l'inflation, le retour des investisseurs vers les actions, la révision à la hausse des perspectives de croissance et

l'explosion des dettes publiques constituaient a priori un environnement très défavorable. De fait, la fin juillet a vu une grande défiance des investisseurs vis-à-vis des obligations, d'où de fortes tensions sur le marché à l'occasion des émissions de dettes publiques et une montée des taux à long terme, particulièrement nette aux Etats-Unis où ils ont frôlé 4% début août. Mais, les marchés bénéficient toujours de la faiblesse des émissions obligataires des Agences américaines spécialisées dans le financement des achats de logement par les ménages. A partir de la mi-août, le bon déroulement des adjudications d'obligations d'Etat, dans un marché également soutenu par l'injection de liquidités par toutes les banques centrales et l'achat direct de titres longs par certaines (Etats-Unis, Royaume-Uni), a permis un certain retour de la confiance. La résistance du marché obligataire a alors pris à contrepied les vendeurs à découvert qui ont racheté leurs positions, contribuant ainsi au retournement inattendu du marché obligataire.

Enfin, comme au trimestre précédent, la baisse du dollar peut paraître paradoxale au vu des signaux plutôt encourageants émis par l'économie américaine. Elle traduit pour partie la plus grande confiance des investisseurs qui fait perdre au dollar son

rôle de valeur refuge face à l'euro. Mais, le reflux de l'aversion au risque aurait dû aussi pénaliser le yen qui s'est au contraire fortement apprécié face aux autres grandes devises. La faiblesse généralisée du dollar semble ainsi aussi refléter, comme au

trimestre précédent, la montée d'inquiétudes spécifiques sur les Etats-Unis avec notamment les doutes exprimés sur le rôle futur du dollar dans le système financier international compte tenu des déséquilibres de l'économie américaine.

## 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 annuelle 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 marquées des marchés au 3<sup>ème</sup> trimestre ont sensiblement modifié l'évaluation de la cherté des différents types de placements.*** La baisse des taux à long terme a diminué l'attractivité des obligations relativement à la détention de liquidités. Dans la durée un investissement en obligations d'Etat achetées aux cours actuels rapporterait à peine plus qu'un placement monétaire dans la zone euro et aux Etats-Unis (primes de risque de respectivement 0,2% et 0,1% sur les obligations d'Etat à 10 ans) et

probablement moins au Japon (prime de risque négative de -0,3%). Cette cherté des marchés obligataires paraît paradoxale dans un contexte marqué par l'importance structurelle des déficits publics dans de nombreux pays. Mais, comme illustré par les évolutions du 3<sup>ème</sup> trimestre, la demande d'obligations reste pour l'instant soutenue par les politiques monétaire ultra-souples, les achats de titres longs par les banques centrales (notamment les achats massifs de titres hypothécaires par la banque centrale américaine) et la faiblesse du secteur de la construction dans la plupart des pays, qui limite les besoins de financement à long et très long terme de la part du secteur privé.

Sur la base de nos évaluations des profits à moyen terme, les primes de risque sur les actions se sont sensiblement réduites avec la vive remontée des cours. Les rémunérations attendues restent cependant élevées dans l'absolu et l'achat d'actions reste ainsi attractif pour l'investisseur à moyen terme (primes de risque de 8,8% et 7,0% pour les actions européennes et américaines aux cours de la fin septembre contre 9,8% et 7,6% fin juin).

Sur le marché des changes, la baisse du dollar a rendu la devise américaine plus attractive et s'est traduite par une nette augmentation de la prime de risque offerte aux investisseurs à long terme (1,4% contre 0,8% fin juin).

Tableau 2 : Evolution des primes de risque au cours du trimestre.

Primes de risque	Oblig. €	Actions €	Oblig. US	Actions US	\$/€	Oblig. Yen	Yen/€
au 26/06/2009	0.5%	9.8%	0.5%	7.6%	0.8%	-0.2%	0.1%
au 25/09/2009	0.2%	8.8%	0.1%	7.0%	1.4%	-0.3%	0.0%

## Décisions de gestion de DPA Gestion Privée et performances

**L'allocation d'actifs de DPA Gestion Privée s'est considérablement modifiée en cours du 3<sup>ème</sup> trimestre avec l'évolution marquée des valorisations sur les différents marchés.** L'exposition globale aux actions, fluctuant entre 61% et 54% du portefeuille selon les niveaux atteints par les indices boursiers, a été orientée à la baisse, passant de 59% du portefeuille fin juin à 55% fin septembre. Mais, les brèves corrections techniques observées en juillet et août ont conduit à un renforcement temporaire de ces positions, suivi de prises de profits. Mais, c'est à nouveau sur les obligations que les mouvements ont été les plus importants. A la fin du 2<sup>ème</sup> trimestre, le fonds était acheteur net d'obligations d'Etat toutes zones confondues à hauteur de 18% du portefeuille. Compte tenu de la volatilité des taux à long terme en cours de trimestre – en baisse en tout début de trimestre, puis en hausse sensible aux Etats-Unis, puis à nouveau en baisse à partir de la mi-août – cette exposition aux obligations a fluctué dans une large fourchette (entre une position acheteuse nette représentant 24% du portefeuille et une position vendeuse nette de -9% du portefeuille grâce à

l'utilisation des marchés à terme). Au final, le fonds a fini le trimestre en position vendeuse nette compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt à long terme fin septembre (-5% du portefeuille le 25/09). Par ailleurs, les fluctuations importantes des écarts de taux entre marchés se sont traduites par d'importantes réallocations de la poche obligataire entre zones.

Les positions de change ont aussi été gérées dynamiquement en fonction des valorisations appréciées dans une perspective de moyen terme. Alors que le fonds avait une exposition nulle au dollar en début de trimestre, des positions acheteuses ont progressivement été mises en place pour profiter, dans une perspective de moyen terme, de la faiblesse de la devise américaine. Au 25/09, le fonds est acheteur de dollars à hauteur de 13% du portefeuille. Au cours du trimestre, les variations de position sur le yen ont été beaucoup plus modestes, la position vendeuse fluctuant dans la fourchette -10% / -7% du portefeuille et finissant le trimestre comme elle l'avait commencé (-8% du portefeuille).

Tableau 3 : 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 26/06/09	4%	28%	16%	31%	0%	-2%	-8%
au 25/09/09	-12%	22%	10%	33%	13%	-3%	-8%

Au cours du 3<sup>ème</sup> trimestre, la valeur liquidative (VL) des parts de DPA Gestion privée a progressé de 10,1% après avoir déjà progressé de 10,0% au 2<sup>ème</sup> trimestre (+4,3% depuis la création du fonds le 15 décembre 2006). Ce net rebond s'explique surtout par la forte hausse des

marchés d'actions, mais aussi par la gestion très dynamique des positions prises sur le marché des obligations d'Etat. Les devises ont cependant eu une petite contribution négative compte tenu de la baisse du dollar.

## Analyse des risques et rendements à moyen terme

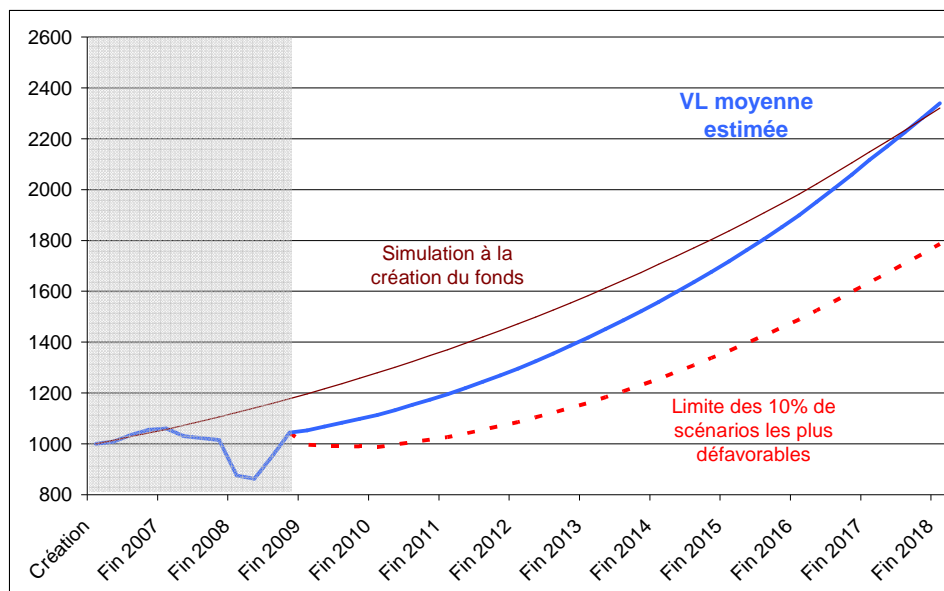
Comme chaque trimestre, des simulations permettent d'évaluer les perspectives de rendement du fonds sur la base des primes de risque estimées sur les différentes classes d'actifs à la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre (cours du 25/09/2009).

Compte-tenu de l'attractivité actuelle des actions dans une perspective de moyen terme, le rendement moyen simulé pour les 10 prochaines années se situe à un niveau toujours très élevé (autour de 9% par an). Sans surprise, ce rendement est un peu plus bas que celui obtenu dans les simulations

réalisées à la fin du 2<sup>ème</sup> trimestre et surtout du 1<sup>er</sup> trimestre : la forte hausse récente des actions diminue mécaniquement un peu le potentiel restant de rebond des actions à moyen et long terme.

Au total, ce rendement élevé finirait d'effacer dans la durée les effets de la crise financière des deux dernières années. Depuis la création du fonds fin 2006, les simulations réalisées n'ont revu à la baisse que de 4% la VL moyenne estimée à l'horizon de la fin 2016 (€1899 contre €1983 simulé il y a près de trois ans).

**Graphique 5 : Simulation à la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre 2009 de la Valeur Liquidative de DPA Gestion Privée**



Les résultats présentés ici 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.

Ce résultat semble paradoxal tant la crise a fait baisser les taux d'intérêt et donc la rémunération des placements les moins risqués. De plus, la crise a eu un fort impact négatif sur la profitabilité des entreprises, avec notamment des pertes massives dans certains secteurs (finance en 2008, automobile et biens intermédiaires en 2009...). Pourquoi donc les perspectives « patrimoniales » à moyen terme pour l'investisseur dans DPA Gestion Privée se sont-elles aussi peu modifiées entre fin 2006 et la mi-2009 ?

Il y a à cela trois raisons principales. Premièrement, les perspectives à moyen terme sur les profits des entreprises ne doivent pas être analysées à la seule aune des résultats de 2008-2009. La sortie de récession permet un rebond de la profitabilité des entreprises, notamment dans les secteurs les plus cycliques. Dans un contexte de stricte maîtrise des coûts, l'année 2010 devrait ainsi être une année de forte progression des profits. Deuxième élément limitant un peu l'impact de la crise dans nos analyses, nous étions particulièrement prudents à la fin 2006 sur les perspectives à moyen terme sur les marchés d'actions. Les profits des entreprises, notamment financières, semblaient alors exceptionnellement élevés et les simulations prenaient déjà en compte une normalisation à la baisse des profits à moyen terme. Troisièmement, comme illustré depuis le début de l'année 2009, la crise et la volatilité des marchés qui en découle offrent des opportunités pour un fonds comme DPA Gestion Privée. La montée de l'aversion au risque permet notamment à l'investisseur de long terme d'acquérir des actifs à bon prix. DPA Gestion Privée, profitant de son horizon d'investissement long, a ainsi accru son exposition aux actions lorsque leurs primes de risque ont fortement augmenté.

Ces trois facteurs se conjugent pour expliquer la relative stabilité, depuis la

création du fonds, des performances attendues à l'horizon d'une dizaine d'années. Mais si les perspectives à moyen terme restent favorables, il est évidemment très difficile d'évaluer le calendrier précis des gains pour l'investisseur. Une question fondamentale concerne la dynamique du marché des actions et la possibilité d'une poursuite du rattrapage des pertes observées sur ce marché depuis le début 2008. De façon conventionnelle, dans ces simulations statistiques, nous supposons comme scénario central l'absence de rattrapage rapide et le maintien à moyen et long termes des primes de risque estimées à la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre 2009. Dans ces conditions, les rendements moyens simulés en 2010 et 2011 (de l'ordre de 6 ½ % par an) apparaissent un peu inférieurs à leur tendance de moyen terme compte tenu du bas niveau actuel des taux d'intérêt qui pénalise les investisseurs.

Les évolutions des deux derniers trimestres ont cependant le mérite de souligner le caractère très conventionnel et prudent de ce scénario de rattrapage lent. Les valorisations attractives sur les actions pourraient continuer à attirer des achats importants au cours des trimestres à venir si le retour de la croissance se confirme. En effet, les liquidités sont abondantes et particulièrement mal rémunérées.

Un tel scénario de retour des primes de risque vers des niveaux plus normaux et de rattrapage rapide s'inscrirait dans le prolongement de la tendance des six derniers mois. Il est cependant soumis à plusieurs aléas : possibilité d'un rebond très marqué du prix de certaines matières premières, risque de forte hausse des taux longs dans un contexte de déficits publics excessivement élevés, remise en question du rôle international du dollar...

Mais les incertitudes de court terme ne remettent pas en cause l'attractivité des rendements attendus dans la durée.

## 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 :** 25/09/2009

**Actifs gérés (en k€) :** 7696 (6972 au 26/06/2009)

**Nombre de parts :** 7375 (7350 au 26/06/2009)

**Valeur Liquidative :** 1043.48

### 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

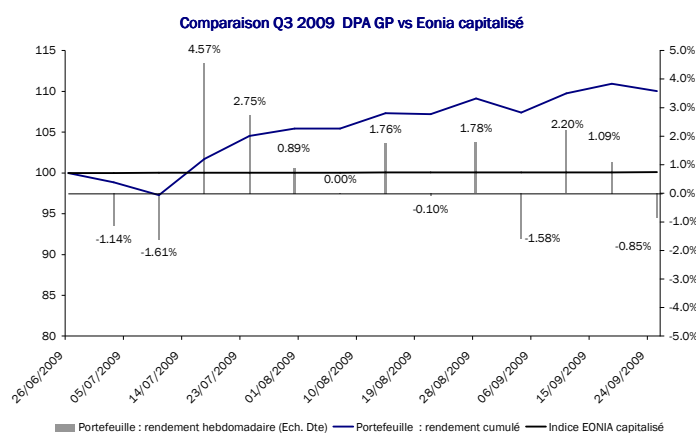
### Commissaire aux comptes :

CABINET SELLAM

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

### Performance au 25/09/2009

PERFORMANCE		3 mois	1er janvier	Création
Depuis le		26/06/2009	24/12/2008	15/12/2006
<b>PORTEFEUILLE</b>		10,01%	19,27%	4,35%
Indice de référence (EONIA)		0,09%	0,68%	9,02%
Ecart		9,92%	18,59%	-4,67%



### Indicateurs de risque

INDICATEURS DE RISQUE		
	1 an	3 ans
<b>VOLATILITE PORTEFEUILLE</b>	27,33%	ns
Volatilité de l'indice	0,17%	ns
<b>RATIO DE SHARPE</b>	ns	ns

### Ventilation de l'actif net

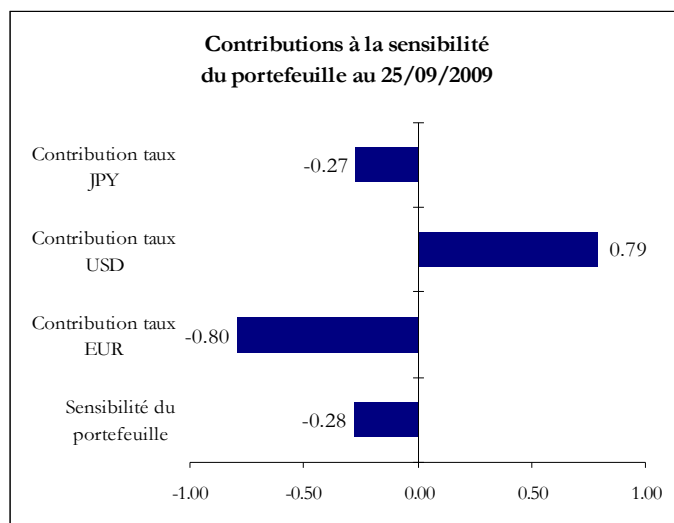
VENTILATION DE L'ACTIF NET		
	26/06/2009	25/09/2008
Parts/Actions OPCVM	89,45%	90,96%
Monétaires	-0,32%	-0,14%
Instruments financiers à terme	10,87%	9,18%
Comptes financier autres que les dépôts	100%	100%
<b>TOTAL</b>		

*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)**

	25/09/2009
Actions	53.8%
Obligations	2.8%
Total	56.6%



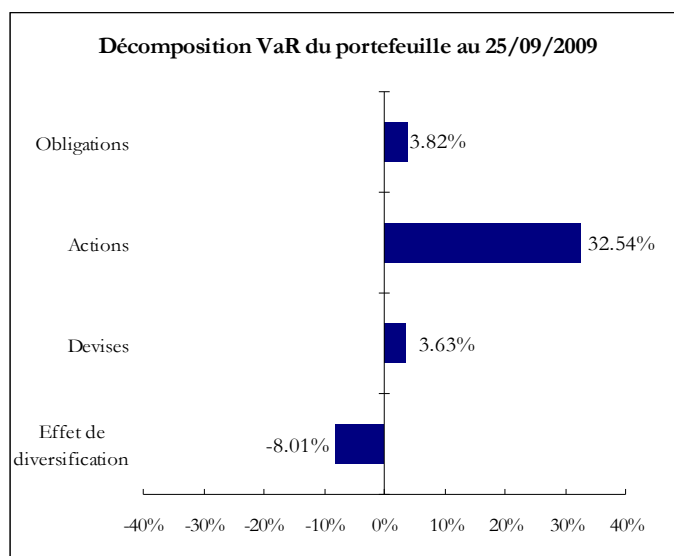
- Tableaux d'exposition au risque**

**Indicateurs de risque actuariels**

	25/09/2009	26/06/2009	Variation (pts)
Sensibilité du portefeuille	-0.28	2.13	-2.41
Contribution taux EUR	-0.80	0.74	-1.54
Contribution taux USD	0.79	1.38	-0.59
Contribution taux JPY	-0.27	0.00	-0.27

**Indicateurs de risque statistiques**

	25/09/2009	26/06/2009	Variation (pts)
VaR portefeuille (1 an à 95%)	31.98%	34.70%	-2.72
Obligations	3.82%	4.96%	-1.14
Actions	32.54%	35.30%	-2.76
Devises	3.63%	7.29%	-3.66
Effet de diversification	-8.01%	-12.86%	4.85



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