

DPA Gestion Privée

Evolutions au 4^{ème} trimestre 2009

Synthèse

La confirmation de la fin de la récession mondiale a bénéficié aux actions qui ont poursuivi, lors d'un rallye de fin d'année, le rebond entamé les trimestres précédents. Mais à l'inverse, l'amélioration de l'environnement économique a pesé sur les obligations d'Etat américaines, et dans une moindre mesure européennes.

DPA Gestion Privée a tiré parti de la hausse des actions et du rebond du dollar au 4^{ème} trimestre. Par ailleurs, grâce à une gestion dynamique des positions, le fonds n'a pas été pénalisé par la baisse de valeur des obligations gouvernementales. Au total, la valeur liquidative des parts de DPA Gestion Privée a augmenté de 3,4% au quatrième trimestre après un gain de 10,0% au troisième (+7.9% depuis la création du fonds le 15 décembre 2006).

La forte progression de la valeur liquidative en 2009 (+23,4%) a permis de récupérer la totalité des pertes enregistrées en 2008, et la valeur liquidative finit ainsi l'année plus haut que le niveau atteint fin 2007. La crise a cependant laissé son empreinte dans la mesure où le rendement

cumulé des deux dernières années (+1,8%) reste sensiblement inférieur aux évaluations réalisées fin 2006 lors du lancement du fonds. De plus, le faible niveau des taux d'intérêt, héritage de la crise, pénalise à court terme le rendement des portefeuilles financiers diversifiés.

Cependant, au-delà des incertitudes de court terme, le rendement de DPA Gestion Privée devrait bénéficier dans la durée de la valorisation toujours attractive des actions et des gains espérés d'une gestion dynamique des positions. Le rendement annuel moyen attendu sur le fonds pour les 10 ans à venir se situe ainsi aux environs de 9%, aux conditions d'investissement prévalant à la fin du quatrième 2009*. Ce rendement élevé finirait d'effacer dans la durée les effets de la crise économique et financière des deux dernières années et l'estimation de la valeur liquidative du fonds fin 2016 dans la moyenne des scénarios économiques et financiers simulés est très proche des projections réalisées il y a 3 ans lors du lancement du fonds.

**Aux cours du 31/12/2009. 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.

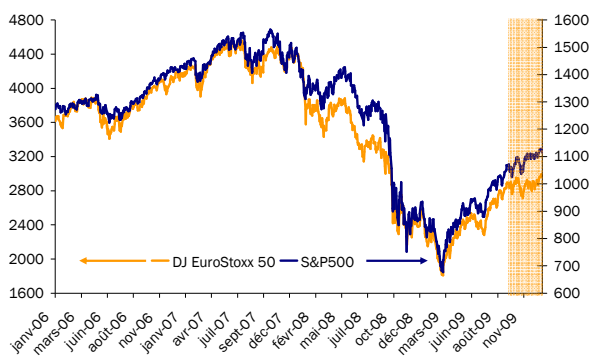
Les marchés financiers au 4^{ème} trimestre 2009

1. Les cours

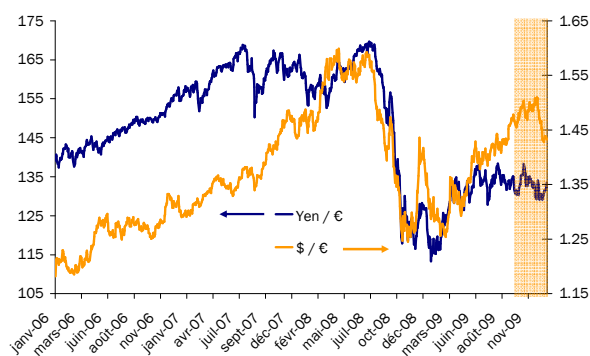
La confirmation de la fin de la récession mondiale a bénéficié aux marchés d'actions et pénalisé les obligations d'Etat. Les actions ont poursuivi le rebond amorcé en mars, mais de façon un peu moins marquée (+4,5% sur le trimestre pour l'indice Euro Stoxx 50 et +7,2% aux Etats-Unis pour l'indice S&P500). Les taux longs ont un peu augmenté, excepté

au Japon, mais ils restent sur de bas niveaux (hausse de 3,28% à 3,39% pour les emprunts d'Etat à 10 ans allemands, de 3,36% à 3,80% aux Etats-Unis et légère baisse de 1,32% à 1,30% au Japon). Sur le marché des changes, le dollar s'est apprécié d'environ 2% face à l'euro comme face au yen.

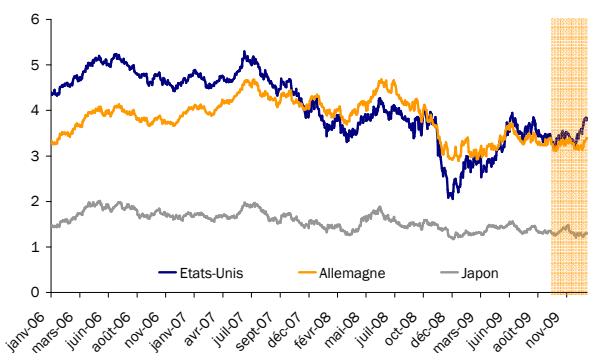
Graphique 1 : Actions



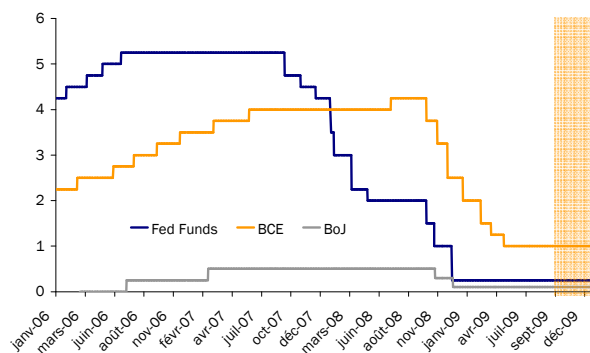
Graphique 2 : Devises



Graphique 3 : Taux 10 ans



Graphique 4 : Taux directeurs



Zone orangée : 4^{ème} trimestre 2009
Source : Bloomberg, DPA Invest

Les indicateurs économiques ont en moyenne continué à surprendre positivement. Dans la plupart des pays, la croissance est de fait redevenue positive dès l'été 2009 (+0,3% pour le PIB sur le 3^{ème} trimestre au Japon, +0,4% en zone euro et +0,6% aux Etats-Unis). Les

enquêtes auprès des entreprises indiquent par ailleurs que la reprise s'est probablement renforcée au 4^{ème} trimestre. L'amélioration de l'activité a permis en fin d'année un net ralentissement des destructions d'emplois, notamment aux Etats-Unis. Les ménages restent inquiets,

mais les craintes extrêmes portant sur l'emploi semblent ainsi reculer, ce qui soutient la consommation qui était particulièrement déprimée pendant l'hiver 2008-2009. Après un été très dynamique, la demande des ménages américains a ainsi, d'après les indicateurs disponibles, surpris positivement au 4^{ème} trimestre. Au final, les craintes d'un scénario économique dit «en W» (reprise fin 2009 suivie d'une rechute dans le courant 2010)

ont continué à diminuer et le « consensus » sur la croissance mondiale en 2010 s'est à nouveau amélioré, sauf au Japon. Comme les gains de productivité sont forts, **la reprise économique en cours a un impact favorable sur les profits des entreprises.** Les résultats publiés aux Etats-Unis en octobre au titre du 3^{ème} trimestre ont généralement surpris positivement.

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

Date de l'enquête	PIB US	PIB Zone Euro	PIB Japon
14/09/2009	2,4%	1,0%	1,5%
12/10/2009	2,6%	1,1%	1,5%
09/11/2009	2,7%	1,2%	1,4%
07/12/2009	2,7%	1,3%	1,5%
11/01/2010	2,9%	1,3%	1,3%

Source : « Consensus forecast »

La visibilité sur l'environnement économique à moyen terme ne s'est cependant guère améliorée au cours des derniers mois. La sortie de récession doit beaucoup aux politiques budgétaires de relance et à l'utilisation de politiques monétaires « non conventionnelles » (taux quasi-nuls et refinancement généreux des banques). Or, la plus grande incertitude continue de régner sur les conditions de retour à des politiques économiques plus orthodoxes. En matière de financement des banques, la Banque Centrale Européenne (BCE) a annoncé la disparition progressive au 1^{er} semestre 2010 des mesures exceptionnelles de refinancement et les régulateurs (réunis au sein du Comité de Bâle) préparent pour la fin 2012 un net durcissement des exigences en capital. Le calendrier de hausse des taux courts reste quant à lui incertain, dans un contexte d'inflation toujours faible malgré la reprise du prix des matières premières. Sur le plan

budgétaire, la voie sera étroite entre une rigueur excessive qui ferait renaître les risques de récession, et un laxisme durable qui menacerait la solvabilité des Etats. Les préoccupations sur leur endettement se sont de fait renforcées au 4^{ème} trimestre avec les difficultés de Dubaï et surtout les avertissements des agences de notation sur plusieurs pays de la zone euro.

Dans ce contexte, le rebond des marchés d'actions entamé au mois de mars s'est poursuivi, mais de façon plus hésitante qu'aux trimestres précédents. En dépit des nouvelles globalement favorables sur les profits et la croissance, les investisseurs se sont interrogés tout au long du trimestre sur les valorisations atteintes compte tenu des incertitudes persistantes sur la situation économique et financière à moyen terme. Ces craintes se sont d'ailleurs traduites par une violente correction technique fin octobre-début novembre. Mais, grâce au

traditionnel rallye de fin d'année, les grands indices boursiers sont finalement sortis gagnants du trimestre. Dans le même esprit, la tendance sur les taux à long terme est restée longtemps hésitante. Mais les bons chiffres d'emploi US publiés début décembre et le rallye boursier de fin d'année ont finalement pénalisé les obligations et provoqué sur le trimestre une nette hausse des taux sur les obligations d'Etat américaines. Les obligations d'Etat allemandes, françaises et japonaises ont été moins affectées grâce à des indicateurs d'inflation particulièrement bas (avec notamment l'inflation de la zone euro hors alimentation et énergie tombant à 1% sur 12 mois).

Enfin, la hausse du dollar face à l'euro et au yen sur le trimestre peut sembler

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).

globalement cohérente avec les indicateurs économiques publiés et l'évolution relative des taux d'intérêt, mais là aussi les marchés ont été particulièrement hésitants. Dans un premier temps, les interrogations sur la place du dollar dans le système financier international, qui avaient marqué le trimestre précédent, ont continué à pousser à la baisse la devise américaine (pic de l'euro à 1,51 \$/€ fin novembre). Il a fallu attendre les bonnes nouvelles de fin d'année sur l'emploi américain et parallèlement les inquiétudes sur la situation budgétaire de certains pays de la zone euro (Grèce, Irlande...) pour que les intervenants de marchés réduisent en décembre les positions vendeuse de dollars prises au cours des mois précédents.

Sur la base de nos évaluations des profits à moyen terme, les primes de risque sur les actions sont toujours assez élevées et l'achat d'actions reste ainsi attractif pour l'investisseur à moyen terme (primes de risque de 8,8% et 6,9% pour les actions européennes et américaines aux cours de la fin septembre contre 8,8% et 7,0% fin septembre). La relative stabilité des primes de risque sur le trimestre, à des niveaux assez élevés, s'explique par les bonnes nouvelles sur la croissance et la rentabilité des entreprises qui ont accompagné la hausse des cours.

Ces estimations ne confortent donc pas l'inquiétude parfois exprimée sur l'existence d'une nouvelle « bulle » qui, après neuf mois de rebond exceptionnel des indices boursiers, aurait conduit les cours à des niveaux surévalués. Certes, les primes de risque ont diminué depuis leur

pic exceptionnel du printemps 2009, mais, en ce qui concerne les marchés européens et américains, les actions ne semblent toujours pas surévaluées si l'on tient compte de la dynamique probablement positive des profits en 2010-2011 et du très faible niveau des taux d'intérêt.

En ce qui concerne les obligations d'Etat, la hausse sensible des taux à long terme américains au 4^{ème} trimestre a nettement amélioré l'attractivité des titres émis par le Trésor américain à la fois dans l'absolu et relativement aux obligations européennes (prime de risque de 0,6% fin décembre contre 0,3% pour les obligations à 10 ans du trésor allemand). Ces primes de risque peuvent paraître toujours faibles compte tenu de l'importance des dettes publiques

qui pourrait rendre les investisseurs en obligations plus exigeants. Mais la palme de la cherté revient toujours, d'après nos estimations, aux obligations japonaises (prime de risque négative de -0,3%, ce qui veut dire que dans la durée un investissement en obligations d'Etat japonaises achetées aux cours actuels rapporterait moins qu'un placement monétaire en yens).

Sur le marché des changes, le rebond modéré du dollar sur le trimestre pris globalement a rendu la devise américaine un peu moins attractive. La prime de risque offerte aux investisseurs à long terme s'est en effet un peu réduite (1,2% contre 1,4% fin septembre).

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

Primes de risque	Oblig, €	Actions €	Oblig, US	Actions US	\$/€	Oblig, Yen	Yen/€
au 25/09/2009	0,2%	8,8%	0,1%	7,0%	1,4%	-0,3%	0,0%
au 31/12/2009	0,3%	8,8%	0,6%	6,9%	1,2%	-0,3%	0,4%

Décisions de gestion de DPA Gestion Privée et performances

L'allocation d'actifs de DPA Gestion privée s'est sensiblement modifiée en cours de trimestre compte tenu des modifications significatives des valorisations sur les différents marchés.

En ce qui concerne les obligations d'Etat à 10 ans, le fonds avait commencé 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 grâce à l'utilisation des marchés à terme). Ces positions vendeuses nettes ont dans un premier temps été accentuées dans un contexte de baisse des taux d'intérêt à long terme (-17% le 5/10). Mais, en fin de

trimestre, la remontée des taux à long terme américains a fait passer le fonds en position acheteuse nette d'obligations (8% du portefeuille fin décembre) avec d'importants achats d'obligations américaines (32% du portefeuille fin décembre) en partie compensés par la poursuite de ventes nettes d'obligations européennes et japonaises.

Les positions de change ont aussi été gérées dynamiquement en fonction des valorisations appréciées dans une perspective de moyen terme. La position vendeuse de yens a ainsi fluctué dans la fourchette -8% / -3% du portefeuille. La

position acheteuse de dollars (13% du portefeuille fin septembre) a été portée à un maximum de 15% quand le dollar s'est affaibli au-delà de 1,50 \$/€. Puis elle a été ramenée autour de 0 à l'occasion du violent rebond de décembre de la devise américaine.

Enfin, par comparaison avec les autres classes d'actifs, l'exposition globale aux actions a été plus stable, fluctuant entre 52% et 56% du portefeuille selon les niveaux atteints par les indices boursiers.

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 25/09/09	-12%	22%	10%	33%	13%	-3%	-8%
Au 31/12/09	-19%	25%	32%	30%	1%	-5%	-6%

Au cours du 4^{ème} trimestre, la valeur liquidative (VL) des parts de DPA Gestion privée a progressé de 3,4% après avoir progressé de 10,0% au 3^{ème} trimestre (+7,9% depuis la création du fonds le 15 décembre 2006). Cette poursuite du rebond s'explique surtout par la hausse des marchés d'actions et l'évolution favorable des taux de change. Par ailleurs, la gestion dynamique des positions sur les marchés obligataires a permis au fonds de ne pas

être pénalisé par la baisse de valeur des obligations gouvernementales américaines, et, dans une moindre mesure, européennes.

La forte progression de la valeur liquidative en 2009 (+23,4%) a finalement permis de récupérer la totalité des pertes enregistrées en 2008, et la valeur liquidative finit ainsi l'année 1,8% plus haut que le niveau atteint fin 2007.

Analyse des risques et rendements à moyen terme

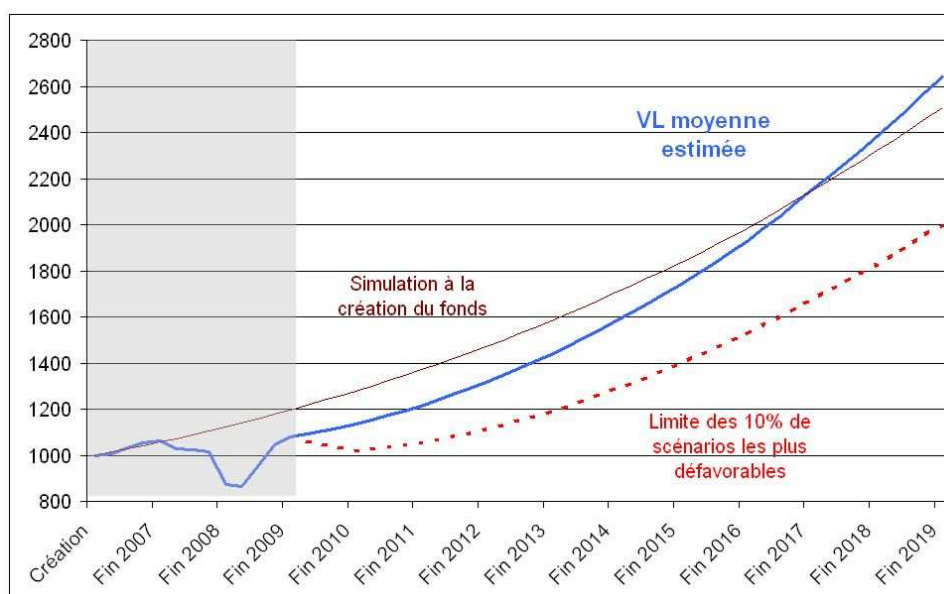
Comme chaque trimestre, des simulations permettent d'évaluer les perspectives de rendement du fonds sur la base des primes de risque estimées sur les différentes classes d'actifs à la fin du 4^{ème} trimestre (cours du 31/12/2009).

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). Ce rendement est proche de celui obtenu dans les simulations réalisées il y a 3

mois grâce à la hausse des primes de risque sur les obligations, qui compense la petite baisse estimée en parallèle sur les primes de risque actions.

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 3% 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 4^{ème} 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 fin 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 conjuguent 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 4^{ème} trimestre 2009. Dans ces conditions, les rendements moyens simulés en 2010 et 2011 (de l'ordre de 6 % 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 trois 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 deux années 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 neuf derniers mois. Mais l'évolution incertaine des taux d'intérêt fait peser des aléas sur ce scénario. Une hausse trop rapide des taux monétaires, liée à la volonté des banques centrales de prévenir le risque de toute nouvelle « bulle » ou à la réapparition de tensions inflationnistes dans un contexte de rebond du prix des matières premières, limiterait le retour des investisseurs vers les actifs risqués. Par ailleurs, indépendamment de la conduite des politiques monétaires, les déficits publics très élevés font craindre un mouvement de hausse des taux à long terme.

Mais les incertitudes de court terme sur l'évolution des taux d'intérêt et la prise de risque des investisseurs ne remettent pas en cause l'attractivité des rendements attendus dans la durée.

Nous informons les investisseurs dans DPA Gestion Privée que le fonds a effectué des investissements dans des ETF cherchant à reproduire l'évolution d'indices crédit. Pour permettre une bonne valorisation de ces titres en cohérence avec le reste du portefeuille, et non aux cours de clôture de la veille, le Prospectus a été ainsi modifié :

➤ **Règle d'évaluation des actifs :**

- Les instruments financiers cotés sont évalués à leur dernière valeur boursière connue, coupon couru inclus.

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 : 31/12/2009
Actifs gérés (en k€) : 8874 (7696 au 25/09/2009)
Nombre de parts : 8221 (7375 au 25/09/2009)
Valeur Liquidative : 1079.45

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

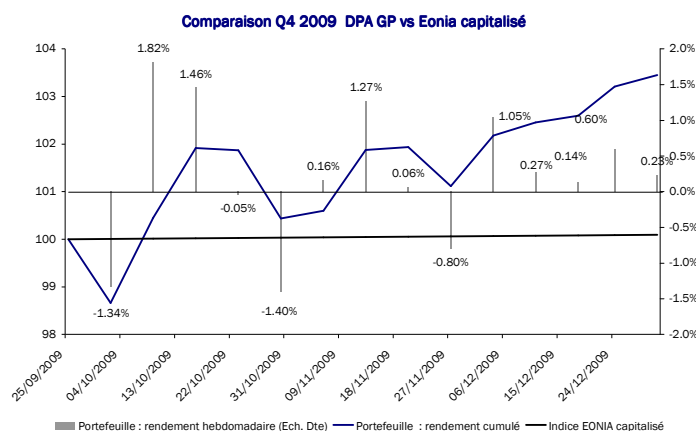
Commissaire aux comptes :

CABINET SELLAM

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

Performance au 31/12/2009

PERFORMANCE		3 mois	1er janvier	Création
Depuis le		25/09/2009	24/12/2008	15/12/2006
PORTEFEUILLE		3,45%	23,38%	7,94%
Indice de référence (EONIA)		0,10%	0,77%	9,12%
Ecart		3,35%	22,61%	-1,18%



Indicateurs de risque

INDICATEURS DE RISQUE		1 an	3 ans
		24/12/2008	29/12/2006
VOLATILITE PORTEFEUILLE		17,48%	16,26%
Volatilité de l'indice		0,08%	0,21%
RATIO DE SHARPE		1,29	ns

Ventilation de l'actif net

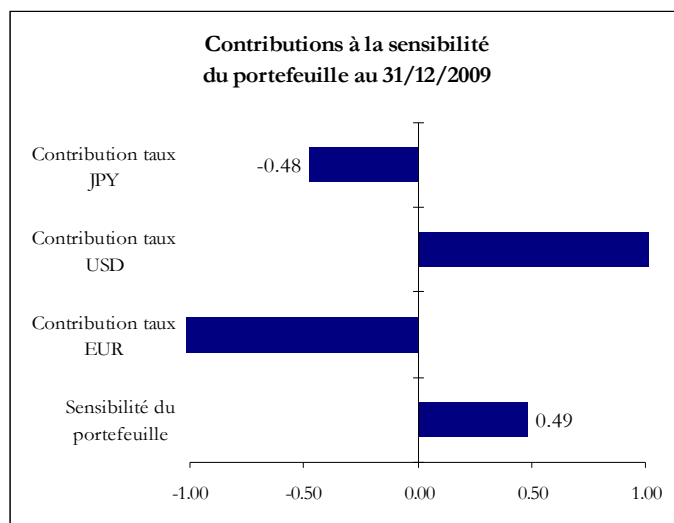
VENTILATION DE L'ACTIF NET		25/09/2008	31/12/2009
Parts/Actions OPCVM	Monétaires	90,96%	91,28%
Instruments financiers à terme		-0,14%	0,49%
Comptes financier autres que les dépôts		9,18%	8,23%
TOTAL		100%	100%

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)

	31/12/09
Actions	55.2%
Obligations	4.9%
Total	60.1%



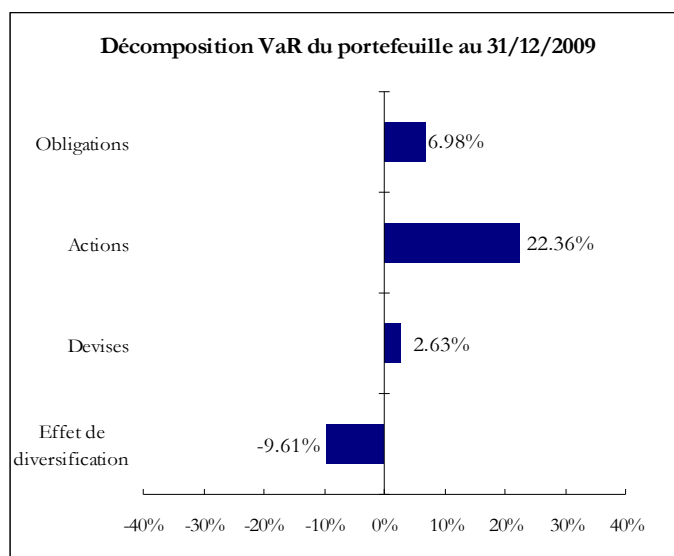
- Tableaux d'exposition au risque**

Indicateurs de risque actuariels

	31/12/09	25/09/09	Variation (pts)
Sensibilité du portefeuille	0.49	-0.28	0.77
Contribution taux EUR	-1.55	-0.80	-0.75
Contribution taux USD	2.52	0.79	1.73
Contribution taux JPY	-0.48	-0.27	-0.21

Indicateurs de risque statistiques

	31/12/09	25/09/09	Variation (pts)
VaR portefeuille (1 an à 95%)	22.36%	31.98%	-9.62
Obligations	6.98%	3.82%	3.16
Actions	22.36%	32.54%	-10.17
Devises	2.63%	3.63%	-1.00
Effet de diversification	-9.61%	-8.01%	-1.60



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