

DPA Gestion Privée

★★★★★

Morningstar Rating™



Lipper Fund awards 2010
1^{er} sur 3 ans dans la
catégorie
Mixte Euro Equilibré Global



Tremplin 2008
DPA Invest

Evolutions au 1^{er} trimestre 2010

Synthèse

La crise des finances publiques grecques a eu un impact important sur les marchés financiers au 1^{er} trimestre. L'euro a fortement baissé face au dollar et au yen. Les actions des grandes entreprises européennes se sont un peu repliées alors que les cours des entreprises américaines profitaient de la poursuite de la reprise économique.

Dans cet environnement difficile pour la zone euro, DPA Gestion Privée a tiré parti de la hausse des actions américaines et d'une gestion toujours très dynamique des positions en obligations gouvernementales. En revanche, la performance a été un peu pénalisée par la baisse de l'euro. Au total, la valeur liquidative des parts de DPA Gestion Privée a augmenté de 0,8% au 1^{er} trimestre 2010 après un gain de 3,4% au 4^{ème} trimestre 2009 (+8.8% depuis la création du fonds le 15 décembre 2006).

La forte progression de la valeur liquidative sur l'année écoulée (+26,1% de la fin du 1^{er} trimestre 2009 à la fin du 1^{er} trimestre 2010) a permis de récupérer la totalité des pertes enregistrées au cœur de la crise. Cette dernière a cependant laissé

son empreinte dans la mesure où le rendement obtenu depuis le début 2008 (+2,6%) 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 1^{er} trimestre 2010*. 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 à l'horizon d'une dizaine d'années dans la moyenne des scénarios économiques et financiers simulés est très proche des projections réalisées il y a plus de 3 ans lors du lancement du fonds.

**Aux cours du 26/03/2010. 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.*

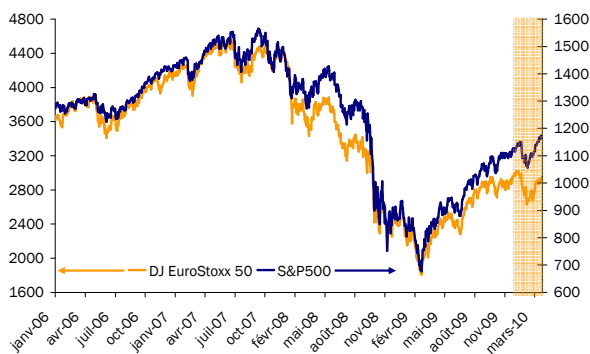
Les marchés financiers au 1^{er} trimestre 2010

1. Les cours

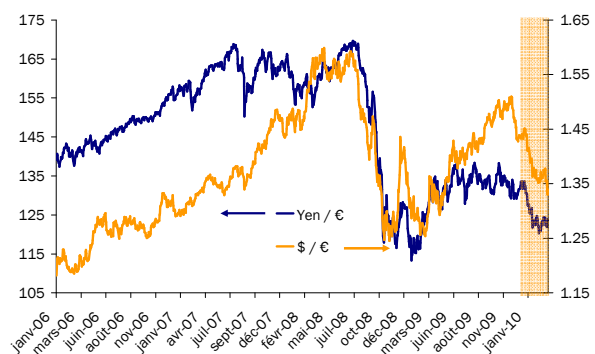
Les marchés financiers ont évolué de façon assez contrastée selon les zones géographiques. Sur le marché des changes, l'euro s'est déprécié de plus de 7% face au dollar comme face au yen. Les actions européennes ont un peu baissé (-0,8% pour l'indice Euro Stoxx 50) alors que les actions américaines poursuivaient le

rebond amorcé en mars 2009 (+3,7% pour l'indice S&P500). Enfin, les taux sur les emprunts d'Etat allemands se sont détendus (de 3,39% à 3,16% pour le taux à 10 ans), alors qu'ils progressaient légèrement aux Etats-Unis (de 3,80% à 3,85%) et au Japon (de 1,30% à 1,39%).

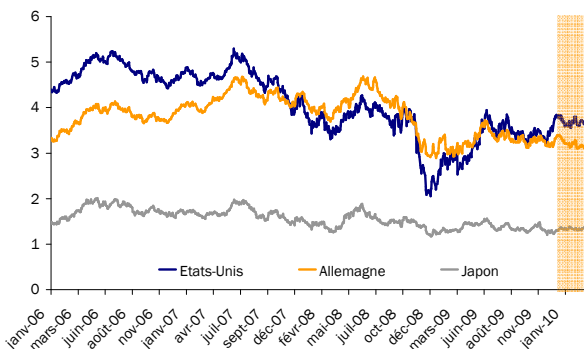
Graphique 1 : Actions



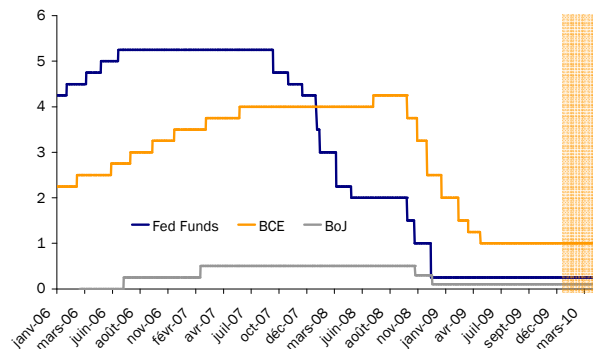
Graphique 2 : Devises



Graphique 3 : Taux 10 ans



Graphique 4 : Taux directeurs



Zone orangée : 1^{er} trimestre 2010
Source : Bloomberg, DPA Invest

Les informations publiées dans le courant du 1er trimestre ont offert une vision divergente de la situation de part et d'autre de l'Atlantique. Aux Etats-Unis, après la forte croissance du 4^{ème} trimestre 2009 (+5,6% en rythme annuel), l'activité a probablement continué à croître à un rythme assez soutenu. Certes, cette reprise

semble en partie toujours « technique » et portée par les comportements de stockage. Mais, la fin des destructions d'emplois peut initier un cercle vertueux de croissance auto-entretenu. De fait, la consommation des ménages semble s'être accélérée en début d'année. En revanche, la construction résidentielle, toujours

pénalisée par les ventes résultant des saisies, peine à repartir. Par ailleurs, la tendance de l'inflation est restée très favorable. Du fait notamment de la faiblesse des loyers, les prix dits « core » (c'est-à-dire hors énergie et alimentation) sont restés à peu près stables en début d'année. Cette situation permet à la banque centrale américaine de continuer à communiquer sur le maintien assez durable de taux monétaires exceptionnellement bas, même si parallèlement elle cherche à réduire son apport direct de liquidités aux banques. Enfin, sur un plan politique, la réforme de la santé a franchi le 21 mars une étape décisive avec le vote favorable

de la Chambre des représentants. Ce succès a renforcé la position du Président Obama.

A l'exception de l'inflation - tout autant sous contrôle - les informations en provenance de la zone euro ont été globalement beaucoup moins favorables. A la surprise générale, il est apparu que l'activité avait stagné dans la région au 4ème trimestre 2009. Par ailleurs, les enquêtes auprès des entreprises étaient plutôt décevantes en début d'année, avant de nettement s'améliorer en mars. Au final, les prévisions de croissance pour l'année 2010 se sont plutôt dégradées depuis la fin 2009, alors qu'elles s'amélioreraient aux Etats-Unis et au Japon.

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

Date de l'enquête	PIB US	PIB Zone Euro	PIB Japon
07/12/2009	2,7%	1,3%	1,5%
11/01/2010	2,9%	1,3%	1,3%
08/02/2010	3,1%	1,3%	1,5%
08/03/2010	3,1%	1,1%	1,9%
12/04/2010	3,2%	1,2%	2,2%

Source : « Consensus forecast »

Mais le plus inquiétant a été la crise grecque, dans sa double dimension économique et politique. Suite à la découverte fin 2009 de l'état réel des finances publiques grecques, il est apparu que seule une aide internationale permettrait à la Grèce de faire face à ses échéances. A l'issue de longues et difficiles tractations ayant tenu les marchés en haleine, les pays européens se sont accordés le 25 mars sur les grandes lignes d'un plan de soutien, impliquant également le FMI. Mais il reste de nombreuses inconnues sur la capacité des autorités grecques à maintenir dans la durée l'austérité promise et sur la solidarité réelle des autres pays, notamment de l'Allemagne.

La tendance des marchés au 1^{er} trimestre a globalement été cohérente avec ce contexte économique et politique. Les obligations d'Etat françaises et surtout allemandes ont bénéficié des bonnes nouvelles sur l'inflation et du faible risque de voir la BCE relever rapidement les taux monétaires dans un contexte de crise grecque et de durcissement marqué des politiques budgétaires dans de nombreux pays de la zone. En revanche, les obligations américaines et japonaises ont un peu souffert des bonnes nouvelles sur la croissance, en dépit d'une inflation toujours très basse. Enfin, on peut noter que la baisse finalement modérée sur le trimestre des actions européennes cache un violent trou d'air (-11% sur l'indice Euro

Stoxx 50) fin janvier et début février. Outre les développements de la crise grecque, le marché a dû alors affronter les craintes de surchauffe et de durcissement des conditions monétaires en Chine. De plus, le Président Obama a endossé le 21 janvier la « règle Volcker » limitant le champ d'activité des institutions financières, ce qui a pesé dans un premier

temps sur leurs cours dans la plupart des pays. La plus grande partie de ce trou d'air a cependant été rattrapée au cours des semaines suivantes, grâce aux progrès - chaotiques - des négociations européennes autour de la Grèce et à un environnement économique international globalement favorable.

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).

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 6,6% pour les actions européennes et américaines aux cours de fin mars 2010 contre 8,8% et 6,9% fin 2009). La légère baisse de la prime de risque estimée sur les actions américaines s'explique par la hausse des cours alors

que les perspectives de profits à moyen terme n'ont pas été revues à la hausse.

Ces estimations de primes de risque ne confortent donc pas l'inquiétude parfois exprimée sur l'existence d'une nouvelle « bulle » qui, après un an 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, les primes de risque se sont améliorées aussi bien dans la zone euro (de 0,3% à 0,4%) qu'aux Etats-Unis (0,6% à 0,8%) et au Japon (-0,3% à 0,0%). La faiblesse de l'inflation conduit à anticiper de façon plus durable qu'auparavant le maintien de taux courts très bas, voire nuls, dans les différentes zones. Cette situation a encore réduit l'attractivité des placements monétaires considérés dans une perspective de moyen terme. En complément, la légère remontée des taux longs aux Etats-Unis et au Japon a également contribué à l'amélioration des primes de risque obligataires. Dans la zone euro, pénalisée par la crise grecque, le

recul du rendement attendu sur les placements monétaires a été particulièrement marqué, ce qui explique la légère hausse de la prime de risque sur les obligations allemandes en dépit de la baisse des taux longs.

En dépit de la hausse des primes de risque obligataires sur le trimestre, les obligations

des Etats allemands et japonais paraissent cependant toujours chères.

Sur le marché des changes, le net rebond du dollar a rendu la devise américaine nettement moins attractive pour un investisseur dans une perspective de moyen terme. La prime de risque s'est en effet sensiblement réduite (0,6% fin mars contre 1,2% fin 2009).

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

Primes de risque	Oblig, €	Actions €	Oblig, US	Actions US	\$/€	Oblig, Yen	Yen/€
au 31/12/2009	0,3%	8,8%	0,6%	6,9%	1,2%	-0,3%	0,4%
au 26/03/2010	0,4%	8,8%	0,8%	6,6%	0,6%	0,0%	0,2%

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 développements de la crise grecque et de son impact sur les valorisations. L'exposition globale aux actions a fluctué entre 53% et 59% du portefeuille sur le trimestre. Conformément à la logique du fonds, les positions ont été réduites à la mi-janvier en réponse à la hausse des bourses et renforcées début février, surtout sur la zone euro, pour tirer partie de valorisations plus attractives suite au trou d'air des marchés.

En ce qui concerne les obligations d'Etat à 10 ans, le fonds avait commencé le trimestre en position légèrement acheteuse nette (8% du portefeuille le 31/12/09). Le trou d'air sur les actions fin janvier-début février s'est traduit par un traditionnel phénomène de transfert sur les obligations et de compression des primes de risque. Le

fonds a alors pris une position vendeuse nette (jusqu'à -9% du portefeuille le 8 février grâce à l'utilisation des marchés à terme). La remontée moyenne des primes de risque (hausse sensible des taux longs américains, révision à la baisse des scénarios de taux monétaires) s'est ensuite traduite par la fermeture de ces positions vendeuses nettes et le retour de positions acheteuses (19% du portefeuille le 26 mars). Par ailleurs, dans un contexte de taux d'intérêt bas, le fonds a cherché à accroître le rendement de la poche obligataire en diversifiant les investissements dans des placements obligataires présentant un risque de crédit bien rémunéré (achats modestes de titres grecs et d'ETF crédit).

Les positions de change ont aussi été gérées dynamiquement en fonction des valorisations appréciées dans une perspective de moyen terme. Le fonds était

légèrement acheteur de dollars en début de période. Il a pris ses profits et est passé vendeur de la devise américaine quand le marché a semblé sur-réagir aux difficultés de la zone euro, en oubliant un peu vite les déséquilibres propres aux Etats-Unis (déficit budgétaire supérieur à celui de la

zone euro considérée globalement, déficit extérieur toujours important...). Enfin, le fonds a gardé dans une perspective de moyen terme une position « stratégique » vendeuse de yens fluctuant entre -5% et -11% du portefeuille selon le niveau des parités.

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 31/12/09	-19%	25%	32%	30%	1%	-5%	-6%
au 26/03/2010	-12%	28%	29%	27%	-6%	2%	-8%

Au cours du 1^{er} trimestre 2010, la valeur liquidative (VL) des parts de DPA Gestion privée a progressé de 0,77% après avoir progressé de 3,4% au 4^{ème} trimestre 2009 (+8,8% depuis la création du fonds le 15 décembre 2006). Cette poursuite du rebond s'explique surtout par la hausse du marché des actions américaines et les gains tirés de

la gestion dynamique des positions sur les marchés obligataires. En revanche, les positions de change ont contribué un peu négativement (-0,6%) à la performance compte tenu du fort impact négatif de la crise grecque sur l'euro.

Analyse des risques et rendements à moyen terme

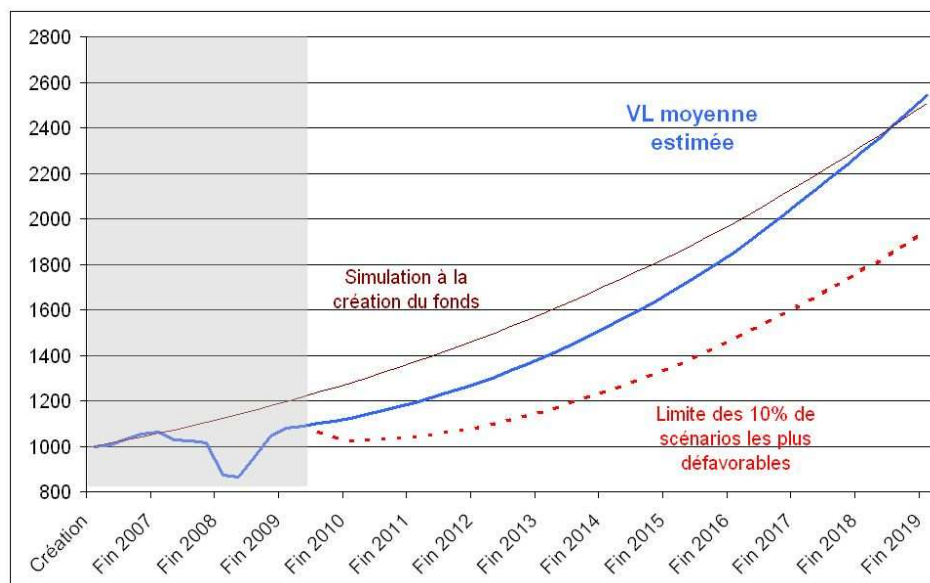
Comme chaque trimestre, des simulations permettent d'évaluer les perspectives de rendement du fonds sur la base des primes de risque estimées sur les différentes classes d'actifs à la fin du 1^{er} trimestre (cours du 26/03/2010).

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). Ces simulations sont cependant un peu moins favorables qu'au trimestre précédent. En effet, la crise grecque va probablement contribuer à maintenir un peu plus longtemps les taux monétaires de la zone euro à un niveau très bas. Ainsi, les

placements monétaires présents dans le portefeuille auront selon toute vraisemblance une rentabilité faible à moyen terme.

Au final, les conséquences « patrimoniales » de la crise financière demanderont un peu plus de temps que prévu précédemment pour être totalement effacées. La VL moyenne estimée à l'horizon de la fin 2016 se situe 6,5% sous le niveau simulé il y a un peu plus de trois ans (€1854 contre €1983 dans les simulations initiales). Ce n'est qu'à l'horizon du début 2019 que les résultats des deux exercices de simulation convergeraient à nouveau.

Graphique 5 : Simulation à la fin du 1^{er} trimestre 2010 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.

Cette convergence, même un peu retardée, peut cependant paraître paradoxale 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 ne se sont-elles pas plus modifiées entre la fin 2006 et le début 2010 ?

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 en 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 1^{er} trimestre 2010. 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 de l'année écoulée 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 de l'année écoulée. Mais, la forte croissance des dettes publiques est porteuse de risques. En particulier, le bras de fer entre les marchés et les gouvernements de la zone euro autour de la crise grecque n'est pas encore terminé. Les investisseurs sont à juste titre inquiets des divergences observées dans la zone euro et de la difficulté pour les pays ayant les plus gros déficits (la Grèce, mais aussi l'Espagne, le Portugal...) de ramener ces derniers dans les limites fixées par le traité de Maastricht sans subir en conséquence une longue période de dépression économique. Ces craintes maintiennent les taux d'intérêt à un niveau très pénalisant, voire insoutenable pour la Grèce. Seul un engagement sans ambiguïté de l'Allemagne en faveur des pays en difficulté, conditionné bien sûr par la mise en œuvre des mesures de rééquilibrage promises, permettra de casser ce cercle vicieux. Cette situation risque de maintenir à court terme une certaine volatilité sur les marchés.

Mais les incertitudes de court terme sur l'évolution des taux d'intérêt, notamment dans les pays européens les plus endettés, 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 : 26/03/2010

Actifs gérés (en k€) : 8871 (8874 au 31/12/2009)

Nombre de parts : 8155 (8221 au 31/12/2009)

Valeur Liquidative : 1087,75

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

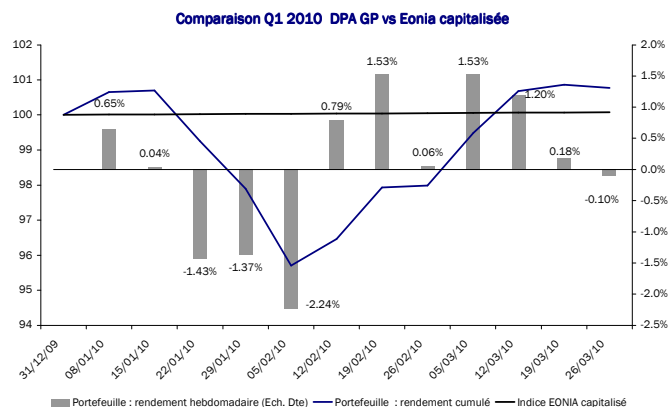
Commissaire aux comptes :

CABINET SELLAM

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

• Performance au 26/03/2010

PERFORMANCE		3 mois	1er janvier	Création
Depuis le		31/12/09	31/12/09	15/12/06
PORTEFEUILLE		0,77%	0,77%	8,78%
Indice de référence (EONIA)		0,08%	0,08%	9,21%
Ecart		0,69%	0,69%	-0,44%



• Indicateurs de risque

INDICATEURS DE RISQUE		
	1 an	3 ans
	27/03/09	29/12/06
VOLATILITE PORTEFEUILLE	10.44%	16.41%
Volatilité de l'indice	0.00%	0.00%
RATIO DE SHARPE	2.46	ns

• Ventilation de l'actif net

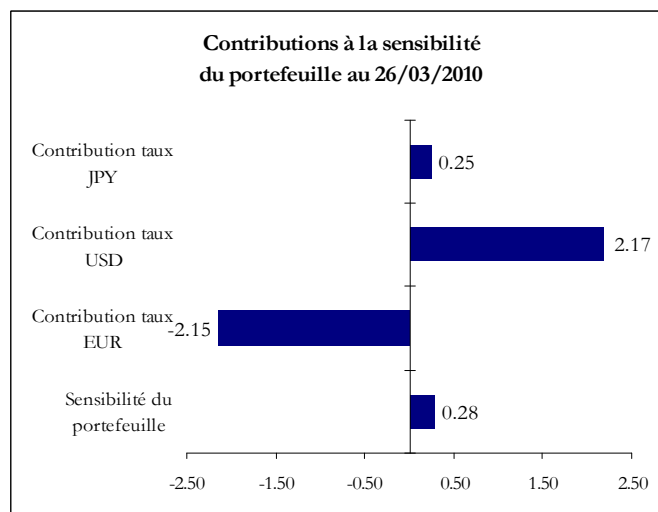
VENTILATION DE L'ACTIF NET		
	31/12/09	26/03/10
Parts/Actions OPCVM Monétaires	91.28%	91.95%
Instruments financiers à terme	0.49%	0.08%
Comptes financier autres que les dépôts	8.23%	7.97%
TOTAL	100%	100%

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)

	26/03/2010
Actions	54.6%
Obligations	2.9%
Total	57.4%



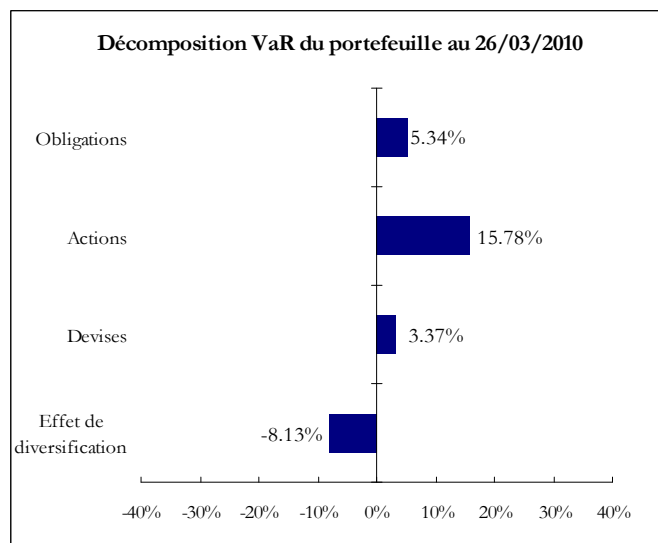
- Tableaux d'exposition au risque**

Indicateurs de risque actuariels

	26/03/2010	31/12/2009	Variation (pts)
Sensibilité du portefeuille	0.28	0.49	-0.20
Contribution taux EUR	-2.15	-1.55	-0.59
Contribution taux USD	2.17	2.52	-0.35
Contribution taux JPY	0.25	-0.48	0.74

Indicateurs de risque statistiques

	26/03/2010	31/12/2009	Variation (pts)
VaR portefeuille (1 an à 95%)	16.36%	22.36%	-6.00
Obligations	5.34%	6.98%	-1.64
Actions	15.78%	22.36%	-6.59
Devises	3.37%	2.63%	0.74
Effet de diversification	-8.13%	-9.61%	1.48



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