

## MOT DU GÉRANT

Entre deux eaux...

Les marchés sont actuellement tiraillés entre les acteurs qui anticipent une reprise économique atone voire très molle pour les années à venir en Europe et aux Etats-Unis, et ceux qui prédisent une rechute en récession (le désormais célèbre « double dip ») en 2011. Le mois d'août aura partiellement conforté les seconds.

En effet, tous les chiffres macroéconomiques américains (emploi, confiance des consommateurs, perspectives de production, mises en chantier, immobilier résidentiel) ont été plus mauvais qu'anticipé laissant planer le spectre d'une déflation et d'un ralentissement important aux Etats-Unis. Dans ce contexte, les marchés boursiers ont été chahutés et, de fait, les investisseurs ont trouvé refuge dans les emprunts souverains qui ont atteint des niveaux quasi-historiques (2,10 % pour le Bund 10 ans et 0,93 % pour le 10 ans japonais, des niveaux jamais atteints). Par ailleurs, le rendement des grands indices des pays développés sont passés au-dessus de celui de l'emprunt d'Etat à 10 ans. En France, le rendement du CAC 40 aux environs des 4,30 % est bien supérieur à celui de l'OAT (2,50 %) et pratiquement équivalent à la rémunération d'une obligation privée spéculative de maturité 4 ans. Cette situation totalement inédite depuis les années 1950 illustre bien le climat de défiance vis-à-vis des actifs à risque.

Quant aux plus optimistes, ils expliqueront qu'il existe une dichotomie entre la macro et la microéconomie. Les entreprises ont réussi à tirer leur épingle du jeu avec de bonnes publications semestrielles, de bons niveaux de rentabilité et des trésoreries importantes. Celles-ci ont d'ailleurs permis la réalisation d'opérations de croissances externes dans différents secteurs (informatique, matières premières, biotechnologie...).

Les investisseurs actions doivent donc faire face à une décorrélation entre les résultats et la croissance.

Nous nous attendons à un deuxième semestre assez difficile avec le risque de rechute d'activité, des révisions à venir sur les bénéfices 2011 et des craintes déflationnistes. Ainsi, pensons-nous qu'il faut toujours être particulièrement sélectif en privilégiant les secteurs peu cycliques qui offrent de la visibilité, des cash-flow récurrents et un dividende pérenne. Nous pensons que le positionnement du portefeuille respecte bien ces trois critères avec un rendement moyen autour de 4,3 % pour la poche actions.

Sur la partie obligataire, nous avons rallongé la maturité moyenne sur des échéances 2014-2015 puisque 20 % du portefeuille arrive à expiration en 2011.

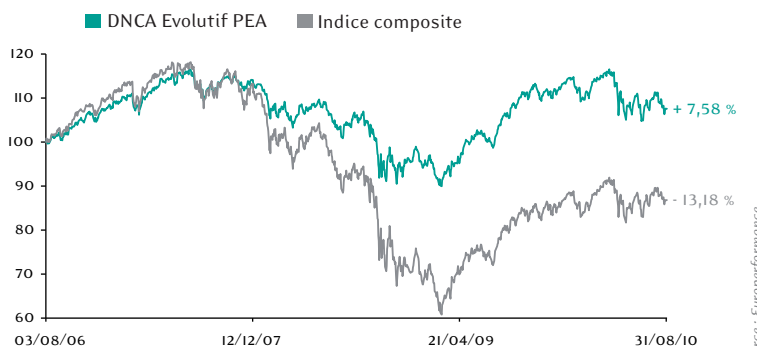
Xavier DELAYE

Augustin PICQUENDAR

Performance DNCA Evolutif PEA Performances 2007 : 4,82 % / 2008 : -14,53 % / 2009 : 17,12 %	- 4,99 %
Performance Indice composite* * Indice composite : 75 % DJ Stoxx 600 - 25 % Eonia	- 0,43 %
Valorisation DNCA Evolutif PEA	107,58 €
Actif net	97,0 M€

Les performances passées ne présagent en rien des performances futures.

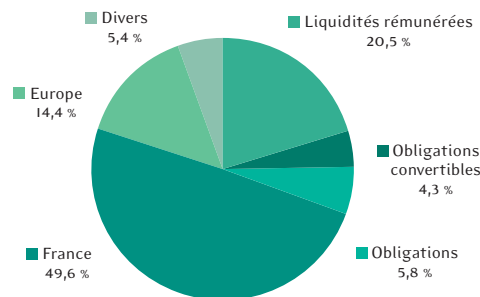
## PERFORMANCE DEPUIS LA CRÉATION



## PRINCIPALES POSITIONS

FRANCE TELECOM	GDF SUEZ
VIVENDI	CARREFOUR
ROYAL DUTCH SHELL	SAINT GOBAIN
SANOFI-AVENTIS	CNP ASSURANCES
TOTAL	VINCI

## RÉPARTITION DU FONDS



## PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES

PER 2010 estimé : 10,8x

Rendement net 2009 estimé : 4,3 %  
Valeurs en portefeuille : 36