

ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

L'allocation d'actifs immobiliers : de la financiarisation à l'europanisation



L'immobilier a toujours fait partie de l'allocation des investisseurs. Pour les particuliers, il constitue le socle initial du patrimoine, non pour son rôle économique mais pour sa fonction d'utilité. Pour l'institutionnel, il a d'abord fait office de sûreté réelle, mise en regard des engagements, puis de soutien à la politique de logement des gouvernements et à la croissance démographique. La résultante de ces fonctions non financières est que l'immobilier n'a que marginalement été reconnu comme une classe d'actifs au même titre que les autres actifs financiers.

suite en page 2

SOMMAIRE

Le Groupe UFG

La chronique de l'économiste
Actualités du Groupe UFG

page 3

UFG IM

La sagesse, le meilleur rempart contre
l'incertitude
La valeur du mois : Commerzbank

page 4

UFG PE

Une belle opération pour Diadème Innovation I
Actualités

page 5

UFG REM

Le marché de l'immobilier résidentiel :
encore des opportunités

page 6

UFG Alteram

Les turbulences s'éloignent, l'alternatif
continue
Les stratégies d'arbitrages
Les indices EDHEC
Perspectives

page 7

Conjoncture

La croissance mondiale sous le joug des pays émergents

La croissance mondiale est au beau fixe. Avec un rythme élevé de 5 % l'an, rien ne semble assombrir l'horizon.

Explication de ce « nirvana planétaire », la part de plus en plus importante prise par la Chine et l'Inde dans le PIB mondial.

Même en Europe, malgré un euro élevé, la vigueur se poursuit. Mais attention à ne pas trop subir le joug de ces pays encore fragiles. ■

En page 3.

ZOOM

GESTION D'ACTIFS

La sagesse, le meilleur rempart contre l'incertitude

Face aux politiques monétaires disparates en regard des résultats des entreprises toujours dynamiques, quelle politique de placement adopter dans cette configuration ? En page 4

CAPITAL INVESTISSEMENT

Belle opération pour Diadème Innovation I

La cession de sa participation dans DoubleTrade va engendrer pour les souscripteurs un quadruplement de leur mise sur cette société. En page 5

IMMOBILIER

Toujours des opportunités sur l'immobilier résidentiel

Dans un contexte de marché qui semble avoir atteint ses limites, sans signes tangibles de retournement, il reste de belles opportunités à saisir, notamment pour les investisseurs institutionnels. En page 6



suite de l'édito

La principale cause semble provenir du caractère non fongible de l'immobilier, plus précisément de l'existence de risques idiosyncrasiques combinés à une liquidité faible, d'un environnement juridique et fiscal complexe, et de la gestion concrète du patrimoine. De fait, les pays anglo-saxons, où l'immobilier est devenu une véritable classe d'actifs, par exemple dans le modèle d'allocation d'actif/passif, ont largement financiarisé et titrisé cet actif.

secteur économique comme géographique, le principal détaché des intérêts, tout cela permet aux investisseurs de définir les risques pris. À l'actif, les instruments sont nombreux : les REITS, comparables à nos foncières cotées, existent depuis le début des années 60 et leur capitalisation est de 360 milliards de dollars ; en matière d'immobilier collectif non coté, on constate un fort développement de fonds, *cores* ou opportunistes, accompagnés d'un marché de produits dérivés (principalement sur indices), indispensable à la liquidité et à la gestion active des risques.

crise des années 90. Sur le premier point, il serait peut-être temps que les investisseurs appliquent à cette classe d'actifs le bon sens qu'ils appliquent aux autres : acheter au son du canon, vendre au son du violon et de manière plus générale observer si les prix et les loyers actuels sont ou non élevés. Or une étude sur une longue période montre que le marché d'immobilier de bureau n'est pas aujourd'hui dans une situation de bulle spéculative. Le multiple du loyer sur le prix est effectivement élevé, mais le loyer est, en euro constant, historiquement bas. Quant à la liquidité, l'arrivée de l'OPCI, qui doit assurer sa propre liquidité, associée au développement des marchés dérivés, va permettre une gestion active de l'allocation d'actifs par les gérants d'OPCI.

D'un point de vue purement financier, l'immobilier, classe d'actifs, se distingue par :

- la forte prévisibilité des *cash flows* liée aux loyers ;
- l'indexation des revenus (loyers) à un indice d'inflation immobilier (le coût de la construction) ;
- une hausse structurelle des prix liée à :
 - a) la croissance économique,
 - b) la croissance démographique,
 - c) l'inflation spécifique de l'immobilier (coût de l'énergie, main d'œuvre, normes) ;
- un cycle de prix assez long (supérieur à 10 ans) ;
- une volatilité du *total return* assez faible (de l'ordre de 7 %) ;
- une corrélation instable de l'immobilier avec les autres classes d'actifs ;
- une liquidité aléatoire ;
- une transparence assez faible entraînant des coûts de transactions élevés ;
- une réglementation juridique lourde et coûteuse ;
- des risques idiosyncrasiques perçus comme élevés même s'ils sont largement inférieurs à ceux des autres classes d'actifs.

Bon actif de protection de l'inflation, il dégage un rendement réel annuel positif de 2% en moyenne sur les 30 dernières années, l'immobilier est donc demandé par les investisseurs institutionnels pour ses qualités financières propres. Les études récentes, reposant sur les statistiques bayésiennes (par exemple tenant compte des évolutions récentes des marchés...) recommandent une allocation optimale, pour un investisseur de long terme, comprise entre 15 et 20%. Plus la corrélation des marchés d'actions entre eux augmente, plus les taux d'intérêts longs sont bas et plus cette allocation cible est en augmentation. Cette allocation efficiente revient à considérer que le risque optimum d'un portefeuille est abaissé de 10% avec une allocation de 20% en immobilier (d'entreprise), et que la prise de risque totale est abaissée par une part plus importante d'immobilier d'entreprise.

Il est clair qu'aujourd'hui la grande majorité des investisseurs institutionnels sont loin de ce quota, échaudés par la

Le développement des marchés dérivés suppose une bonne représentativité des indices : indice de transaction répété, indice hédonique (type indice des notaires), indice d'estimation (type IPD). La réponse du marché s'oriente vers l'indice IPD. Toutefois, pour servir de base à un marché de *swap* ou de dérivé (c'est-à-dire un marché sur lequel les acteurs longs d'immobilier pourront réellement se couvrir en vendant le *swap* ou l'indice, et où ceux qui recherchent l'exposition pourront l'acheter) il conviendra au minimum que cet indice ait une fréquence de parution beaucoup plus importante (actuellement 1 fois par an en France avec plusieurs mois de retard). Il faudra aussi idéalement que le nombre d'acteurs financiers (Goldman



Les pays anglo-saxons ont financiarisé les marchés immobiliers »

Quels enseignements pouvons-nous en tirer ? Tout d'abord un constat : une méconnaissance des investisseurs français de cette classe d'actifs. Les chiffres parlent d'eux-mêmes : en matière de produits collectifs, les SCPI affichent un « modeste » 16 milliards d'euros de capitalisation et sont essentiellement souscrits par des particuliers, tandis que les foncières cotées capitalisent à peine le double... À comparer aux 2000 milliards d'euros de l'épargne. La méconnaissance est également forte sectoriellement (immobilier d'habitation, de bureaux, commerces, logistiques...). Faute de financiarisation suffisante, les produits collectifs souffrent, jusqu'à l'arrivée de l'OPCI, de « défauts » intrinsèques importants : les foncières cotées subissent la volatilité des marchés actions en sus des risques immobiliers, la SCPI n'est pas liquide par elle-même (même si en période normale, les parts peuvent être cédées) et la gestion du passif n'est pas sans rappeler le couponnage des actions de nos aïeux. Cette méconnaissance est renforcée par l'absence d'informations financières fiables, autrement dit d'indices reconnus, à fréquences raisonnables (mensuelles ou trimestrielles) disposant d'historiques longs.

Aux USA, l'immobilier financiarisé est un réel marché. Tout d'abord, au passif, le marché de la dette hypothécaire (*mortgage back securities*) est l'un des marchés de taux les plus importants où les acteurs peuvent acheter des tranches des dettes titrisées : par catégorie d'emprunteurs,

« L'allocation immobilière ne restera pas dans des frontières nationales »

Sachs, Merrill Lynch, etc.) s'étende. Puis, reste la problématique sectorielle et géographique. Il est clair que les investisseurs affineront de plus en plus leur exposition aux différents secteurs mais surtout, comme sur le marché d'action, l'immobilier ne restera pas pour ses investisseurs dans des frontières nationales comme c'est le plus souvent le cas aujourd'hui. Une européanisation ne manquera pas d'avoir lieu ; les acteurs du secteur sont déjà en train de s'organiser (par exemple Gecina avec la foncière espagnole Metrovacesa, Rodamco avec Unibail...) devançant le monde financier. Parions que cette vague s'étendra à la demande des investisseurs institutionnels. ■

La croissance mondiale de plus en plus tributaire de celles de la Chine et de l'Inde



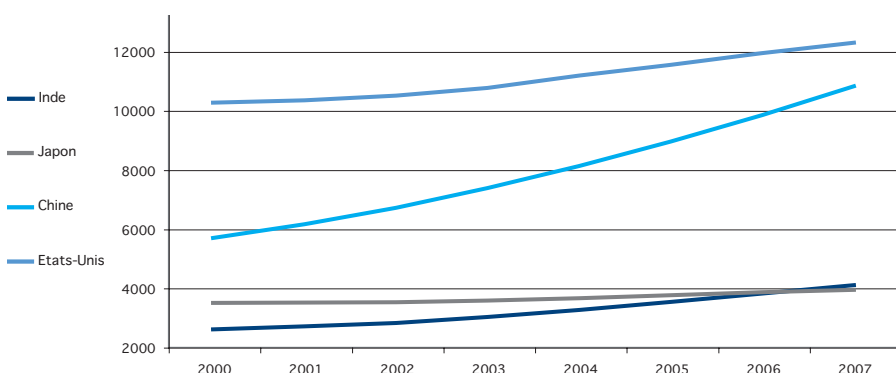
Les marchés boursiers ont vite surmonté la correction subie il y a deux mois. L'optimisme est de nouveau de mise que rien ne paraît devoir ébranler, ni les tensions sur les taux d'intérêt en Europe ni la poursuite du resserrement monétaire en Chine, ni le désordre qui s'intensifie encore sur le marché des changes. Animés par les opérations de fusions-acquisitions, les marchés surfent sur la croissance mondiale qui continue de tourner au rythme élevé de 5% l'an et ne montre toujours aucun signe d'affaiblissement. En témoigne la hausse persistante des prix des produits de base et des taux de fret maritime. Cette vigueur de l'économie mondiale a de quoi surprendre alors que l'économie américaine a ralenti depuis un an déjà et que l'économie japonaise a perdu de son allant depuis la fin 2006. La surprise vient de la zone euro où l'embellie se prolonge, la zone digérant mieux que prévu la hausse de la TVA en Allemagne et surtout résistant à la réévaluation de l'euro. Sur ce point il est cependant à craindre que les choses aillent en se gâtant dans la mesure

où la politique de contraction des marges à l'exportation a ses limites.

L'explication est ailleurs. D'abord les recettes à l'exportation des pays exportateurs de pétrole et de matières premières augmentent encore ou plafonnent à des niveaux record permettant à ces pays d'entretenir un vigoureux courant d'importations. Ensuite et surtout, à mesure que leur croissance se poursuit à un rythme effréné, l'Inde et plus encore la Chine exercent un effet d'entraînement de plus en plus fort sur l'activité mondiale. Exprimé en dollar, à parité de pouvoir d'achat, le PIB de l'Inde représente 6,8% du PIB mondial, plus que celui du Japon (6,2%). Quand il augmente de 10% ceci contribue à accroître le PIB mondial de 0,7 point. Le PIB chinois représente quant à lui 17,6% du PIB mondial, s'approchant de celui des Etats-Unis (19,9%). Quand il augmente de 11% l'an comme encore aujourd'hui ceci contribue à accroître le PIB mondial de 1,9 point. Pour mémoire au début de la décennie en cours ces mêmes taux de croissance indien et chinois n'avaient qu'un impact de respectivement 0,5 et 1,3% sur le PIB mondial.

De plus en plus la dynamique de l'économie mondiale s'explique par celle des pays émergents, notamment des deux mastodontes que sont l'Inde et plus encore la Chine. Pour les marchés financiers il ne suffit donc plus de savoir ce qui se passe outre-Atlantique, il leur faut surveiller de plus en plus près l'économie chinoise, dont l'expansion apparaît de moins en moins soutenable à son rythme actuel, et l'Inde dont les fondamentaux macro-économiques se détériorent avec l'inflation, et le déficit extérieur. ■ Jean-Michel Boussemart, Conseiller économique UFG

PIB en milliards de dollars (2002) aux taux de change assurant les parités de pouvoir d'achat



INTERVIEW

Xavier Lépine sur Multiratings TV

Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG, a participé à un entretien vidéo organisé par Multiratings TV. Au programme de ce document télévisuel, le point sur le positionnement du Groupe UFG avec un focus sur l'expertise immobilière et les stratégies alternatives à privilégier pour les mois à venir. Un entretien à retrouver sur www.multiratings.com/multiratingstv.html

INTERNET

Un nouveau site pour UFG Alteram

Après UFG IM le mois dernier, c'est UFG Alteram qui lance aujourd'hui son nouveau site internet : www.ufg-alteram.com

La société de gestion spécialisée en multi-gestion alternative du Groupe UFG y présente ses spécificités, son équipe ainsi que l'ensemble de la gamme des fonds offerte à la clientèle (investisseurs institutionnels, réseaux de prescripteurs et plateformes de distribution). Cette gamme de produits est déclinée en fiches présentant chacune 3 onglets : présentation, consultation personnalisée et documentation. Un autre espace est réservé à la presse. Vous pourrez y retrouver les communiqués de presse ainsi que les derniers articles parus.

RENCONTRE

Les déjeuners UFG Alteram au salon France-Amérique

Organisé traditionnellement deux fois par an, le prochain « déjeuner UFG Alteram » se déroulera le 22 mai dans les salons France-Amérique. Réservées aux investisseurs institutionnels, ces rencontres sont l'occasion d'échanger sur les points de vues, les bilans et les perspectives des marchés alternatifs. La prochaine rencontre s'axera plus particulièrement sur les stratégies *Event Driven*, leurs particularités et les opportunités offertes par ces stratégies. À cette occasion, Gilles Rouchié recevra Gilles Frégné de COO/CFD Europe ainsi que Vincent Favier, Directeur France de Amber Capital Investment Management.

La lettre du Groupe UFG Numéro 3 / mai 2007

Publication éditée par :

GROUPE UFG

Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 38 041 060 euros
Siège social : 173, boulevard Haussmann / 75008 PARIS
480 871 490 RCS PARIS

Directeur de la publication : Xavier Lépine

Conception-rédaction : Groupe UFG

Photos/illustrations : UFG, Photodisc, DR, Phecsone-Fotolia

Impression : ICO / 34 rue Roger Salengro 93140 Bondy

Tél. : 01 44 56 10 00 / Fax : 01 44 56 11 00

e-mail : info@groupe-ufg.com

www.groupe-ufg.com

La sagesse, le meilleur rempart contre l'incertitude

Les marchés d'actions poursuivent inexorablement leur hausse et les inquiétudes du mois de mars paraissent aujourd'hui bien lointaines.

Pourtant l'économie américaine, dont on craignait alors qu'elle ne ralentisse sérieusement sous l'impact du retournement du marché immobilier, connaît effectivement une nette baisse de régime. Par ailleurs, l'adoption de politiques monétaires plus restrictives, autre sujet de préoccupation, se confirme dans bon nombre de pays. Comment alors expliquer cette hausse des marchés et doit-on redouter qu'elle soit rapidement suivie de sévères corrections ?

La croissance américaine s'est affaiblie, comme en témoigne la première estimation de celle-ci pour le premier trimestre 2007, qui fait ressortir un rythme annuel de seulement 1,3%. Pire, cette même statistique a révélé une certaine reprise de l'inflation, si bien que la Banque centrale américaine n'a pas le loisir de baisser ses taux d'intérêt aussi rapidement que pourrait le nécessiter la situation économique.

Des politiques monétaires aux situations contrastées

Sauf à agir sous la pression des pays occidentaux, le Japon, confronté à une conjoncture interne toujours morose, n'a guère de raisons de monter ses taux. En revanche, l'exubérance de la croissance chinoise pousse les autorités de ce pays à durcir les conditions monétaires, à un moment d'ailleurs où des pressions sur

les prix se font jour. Aux Etats-Unis, on l'a vu, le scénario le plus probable reste celui d'une pause prolongée, et pour ce qui est de l'Europe, il n'est pas utile de préciser que la détermination de la Banque centrale à poursuivre son durcissement monétaire, quelles qu'en soient les conséquences pour l'euro, semble intacte. Au total, sur ces dernières semaines, les taux longs se sont globalement tendus, et principalement en Europe.

Des entreprises dynamiques

Dans ce contexte apparemment défavorable, les bonnes nouvelles sont venues des entreprises et c'est la raison pour laquelle les marchés se sont bien tenus. Les résultats du premier trimestre s'avèrent dans l'ensemble meilleurs qu'attendus. Une croissance faible aux Etats-Unis n'est pas synonyme de profits en baisse. Une fois encore, la preuve est donnée que c'est la croissance mondiale qui est le moteur des résultats des entreprises. Or celle-ci reste forte, toujours tirée par les pays émergents. Le risque principal pour les marchés d'actions n'est donc pas celui d'une baisse des résultats mais bien celui d'une hausse généralisée des taux d'intérêt en cas de croissance trop forte ou de reprise de l'inflation. Il est certain que le ralentissement de l'économie américaine peut être vu à cet égard comme une bonne nouvelle puisqu'il contribue à modérer la crois-

sance mondiale. Malgré tout, le risque inflationniste est loin d'être totalement écarté, ce qui devrait amener un peu plus de prudence. C'est probablement une attitude que beaucoup d'investisseurs sont tentés d'adopter, mais la multitude d'opérations financières est un puissant soutien pour les marchés, qui sans cela seraient probablement moins euphoriques.

Quelle politique de placement adopter dans ces circonstances ? Si tout pronostic sur le court terme est par nature hasardeux, il est en revanche raisonnable de se préparer progressivement à un contexte de marché où la liquidité sera moins abondante, les taux réels plus élevés et l'aversion au risque plus forte. Donc commencer à sortir des actifs les plus chers, sur lesquels le risque est le moins bien payé, semble sage. Compte tenu de leur évaluation encore raisonnable, les actions ne sont pas en tête de liste, mais on sait qu'en cas de crise, ce sont souvent elles qui dans un premier temps réagissent le plus violemment. ■ Christian Desbois, Directeur Général UFG IM, le 9/05/2007

ACTUALITÉS

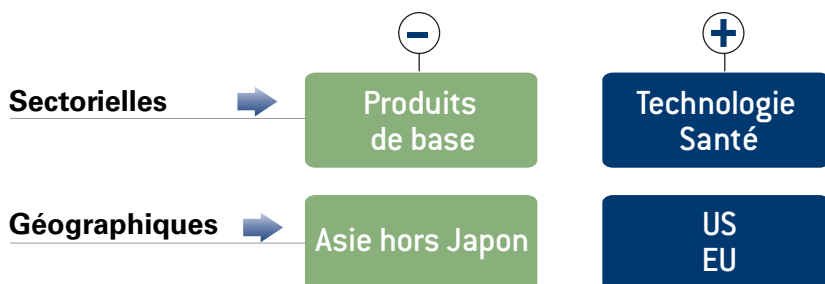
LA VALEUR DU MOIS

Commerzbank

Le secteur bancaire est un des secteurs les plus dynamiques actuellement. A tous les niveaux et quelque soit la taille des structures, les rumeurs de rapprochement vont bon train depuis que Barclays d'une part, et le consortium composé de Royal Bank of Scotland, l'espagnol Santander et le belge Fortis d'autre part, se font face sur le dossier ABN Amro.

Il faut dire que le marché bancaire fait preuve d'une belle robustesse et que ses perspectives sont solides. A l'image de la Commerzbank, deuxième banque allemande cotée qui s'est permis, le 9 mai, d'annoncer un relèvement de ses objectifs sur l'année en cours, après un premier trimestre supérieur aux attentes. Commerzbank a notamment profité de la bonne tenue de son produit sur commissions et de ses activités de trading. La croissance soutenue en Allemagne s'est aussi reflétée dans ses activités de banque de détail et dans celles dédiées aux PME. Dans cette configuration favorable, le titre s'était fortement apprécié ces derniers mois craignant un tassement à court terme. Mais le ratio Price to Book de Commerzbank, à 1,55 contre une moyenne de 1,90 pour les sociétés du secteur, montre qu'il reste encore du potentiel sur la valeur. La valeur profitera également de l'effet de marché qui veut que, quand un bruit d'opération apparaît, tout le secteur en profite. Et sur ce point la source est loin de se tarir avec des opérations pressenties pour Banco Espírito Santo, Capitalia, ABN et pourquoi pas une des plus importantes sociétés bancaires françaises...

Les convictions d'UFG IM



Belle opération pour Diadème Innovation I

UFG PE a cédé sa participation dans DoubleTrade à Reed Business Information France. Les fonds gérés par UFG PE, le FCPR Nord Europe I et le FCPI Diadème Innovation I, multiplient ainsi leur mise par 4,5.

Reed Business Information France, filiale à 100% du groupe anglo-néerlandais Reed Elsevier, leader mondial de l'information aux entreprises (société anglaise cotée faisant partie de l'indice Footsie, 100 milliards d'euros de chiffre d'affaires avec 36 000 collaborateurs) rachète la société DoubleTrade. Reed Elsevier acquiert ainsi 100% des actions et des droits de vote de la société DoubleTrade.

À l'occasion de cette cession, UFG Private Equity (au travers de son FCPR Nord Europe I et de son FCPI Diadème Innovation I) qui est entrée en octobre 2005 dans cette société aux côtés de CDC Innovation (au travers de son FCPR CDC Innovation 2000) multiplie sa mise par 4,5.

Une société atypique

Créée en 1999 et dirigée par Alexandre Sidommo, DoubleTrade est une plateforme Internet ASP (Application Service Provider) qui collecte, met en ligne et diffuse auprès de ses clients les appels d'offres publics et privés issus de plus de 4 000 sources officielles de publications papier et électronique (avec des formats hétérogènes).

La société se positionne comme agrégateur d'opportunités d'affaires pour les entreprises (qui accèdent directement via un navigateur Internet aux différents appels d'offres ou les reçoivent en mode « push » par e-mail) ainsi que fournisseur de solutions d'optimisation des processus de gestion d'appels d'offres, améliorant la productivité des entreprises.

DoubleTrade détient ainsi un portefeuille de plus de 2 000 sociétés clientes qui accèdent à ses services en s'acquittant d'un abonnement annuel, en fonction du nombre d'utilisateurs et des sources d'appels d'offres.

Un investissement opportun

L'investissement réalisé en octobre 2005 avait permis à DoubleTrade de renforcer son équipe commerciale, de développer sa plateforme (enrichissement de l'offre

produit et lancement de nouvelles fonctionnalités) et d'asseoir sa position d'acteur majeur dans le domaine des appels d'offres.

L'acquisition de DoubleTrade offre à Reed Business Information France un accès privilégié au marché en pleine croissance de la gestion en ligne des appels d'offres publics et privés qui, selon une étude de AMR International réalisée en janvier 2007, devrait doubler en trois ans.

« *Nous sommes particulièrement heureux de cette acquisition qui concrétise tous les efforts entrepris avec le management de la société depuis notre investissement initial en 1999. En s'intégrant au Group Reed, DoubleTrade va maintenant accéder à une autre dimension* », déclare Valéry Huot, Directeur Général de CDC Innovation.

« *La société a parfaitement exécuté son plan de marche et tous les indicateurs de suivi sont au vert : croissance forte, business model amélioré avec plus de 85 % de chiffre d'affaires récurrent d'une année sur l'autre, amélioration significative de la rentabilité, le tout dirigé par un management très efficace. Ces éléments ont donc permis de générer une création de valeur importante, et ce en un temps limité* », rappelle Guillaume Toussaint, responsable d'investissements chez UFG Private Equity.

« *La proximité du point de vue business ainsi qu'une présence et un support d'excellente qualité de nos partenaires financiers ont été des atouts décisifs dans la croissance puis la valorisation de DoubleTrade. À n'en pas douter, CDC Innovation, UFG PE et ING Bank N.V. ont été des cartes maîtresses dans la gestion de notre trajectoire de sortie. Non seulement ils nous ont permis de nous développer mais en plus ils nous ont apporté une vision et une confrontation d'idées qui ont été très bénéfiques à l'entreprise* », déclare Alexandre Sidommo, Président Directeur Général de DoubleTrade. ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 9/05/2007

Le métier de l'investisseur en private equity :

une navigation au long cours !

Si l'on parle beaucoup actuellement des Lbo ou de certaines success-stories dans le venture à l'instar de Skype ou de Youtube, il est une facette du métier dont on parle moins et qui pourtant recouvre, en nombre d'entreprises, la part la plus importante.

Moins visibles et médiatiques que les opérations citées, elles couvrent pourtant des affaires où la chimie des hommes et du capital permet selon des dosages subtils de créer ou non de la vraie valeur. On touche là aux entreprises petites et moyennes en création ou en développement. Les risques y sont nombreux et importants et la qualité des produits et des managers actionnaires constituent des facteurs clés de succès fondamentaux, là plus qu'ailleurs.

Dès lors, le métier du capital investisseur s'avère une navigation au long cours sur ce créneau : d'abord bien choisir son embarcation, son capitaine et son équipage, évaluer les besoins en vivres, prévoir pharmacie et munitions et une fois embarqués, tout faire pour parvenir au cap et ramener si possible la cargaison malgré les grains et les tempêtes.

L'opération DoubleTrade décrite ci-contre témoigne d'une course réussie et montre la part qu'entrepreneurs et investisseurs ont apportée dans ce succès. Il faut s'en réjouir tout en conservant à l'esprit que d'autres vaisseaux sont en mer : parmi eux certains subiront des avaries et des retards importants, d'autres ne reverront jamais leur port d'attache.

ACTUALITÉS

MARCHÉ Record pour le marché européen

Le marché du Private Equity en Europe, auprès duquel les sociétés d'investissement investissent dans des entreprises non cotées en bourse, est en route vers un record. 51,7 milliards d'euros en capital ont été investis lors des trois premiers mois de 2007, ce qui représente 47 pour cent de plus par rapport à la même période l'année passée. Le dernier trimestre a été le plus actif du secteur depuis 2001.

Les gros rachats dominent le paysage européen. Le premier trimestre de l'année a connu 12 transactions d'une valeur dépassant le milliard d'euros. Mais le nombre de transactions de moyenne importance, dont la valeur varie entre 160 millions et 1,65 milliard, a lui aussi fortement augmenté (+ 119 %)

L'immobilier résidentiel : encore des opportunités

Après une décennie de croissance soutenue, le marché de l'habitation montre les premiers signes de tassement : les ventes plafonnent, les stocks et les délais de commercialisation s'allongent et la progression des prix ralentit.

Le marché entame donc un processus d'atterrissage en douceur mais le risque d'une correction brutale semble être écarté. Certes, les prix ont fortement augmenté ces dernières années, mais les comportements spéculatifs restent limités. L'achat est davantage motivé par des conditions financières attractives (taux d'intérêts des prêts...) et par des facteurs structurels : désir de devenir propriétaire, préférence pour le placement pierre, pénurie de l'offre locative répondant aux attentes des locataires, croissance démographique, augmentation constante des nouveaux ménages, décohabitation, inquiétudes sur les retraites, etc.

Le Soft landing

Le freinage graduel du marché, même si la demande reste potentiellement importante, s'explique essentiellement par la contrainte de solvabilité des ménages : les prix, de plus en plus toniques, et un taux d'effort des nouveaux acquéreurs (part des annuités de remboursement d'un crédit habitat dans le revenu disponible) qui atteint 32 % fin 2006 contre 21 %

en 1998, finissent par éroder la demande. Par ailleurs, l'investissement locatif, qui a fortement soutenu le marché les années précédentes, commence à trouver ses limites compte tenu de l'érosion progressive des rendements (une hausse des prix non compensée par une progression équivalente des loyers). Cette tendance de *soft landing* devrait se confirmer en 2007. Les prix devraient continuer à ralentir sur l'ensemble du marché.

De belles opportunités

Cette analyse globale du marché de l'immobilier d'habitation masque des disparités régionales importantes allant de zones généralement périphériques provinciales, où l'offre et les prix se sont envolés au-delà du raisonnable et sans réelle contrepartie dans un besoin locatif, et des secteurs généralement situés en centre ville, où la rareté continuera à garantir la sécurité des prix et des loyers, et leur augmentation mesurée dans le temps.

Le récent vote d'une nouvelle loi protectrice des intérêts des locataires face aux Marchands de Biens devrait diminuer leur présence spéculative sur ce marché et

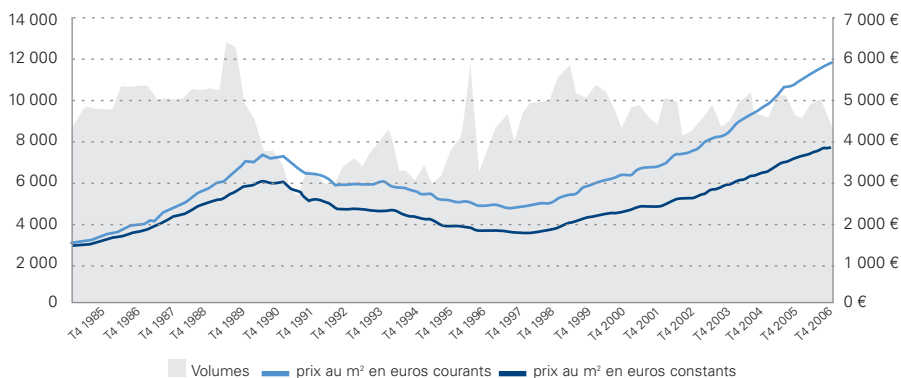


offrir ainsi aux investisseurs institutionnels de belles opportunités sur un marché moins concurrentiel que celui de l'immobilier d'entreprise. Il leur faudra alors savoir allier respect des droits légitimes des locataires et mise en jeu des prérogatives régaliennes des propriétaires (adaptation des loyers au marché, revente possible après congé, etc.) pour assurer une performance à moyen terme, rendement et valorisation, à la hauteur de leurs attentes.

L'achat d'immeubles complets ou de portefeuilles de logements importants devrait en outre procurer des décotes significatives par rapport au prix de marché des lots pris individuellement. Cette opportunité pourra être amplifiée par l'application du dispositif dit « SIIC4 » : il exonère le vendeur ayant inscrit ces biens à l'actif de son entreprise de la moitié de la plus-value, lorsqu'il vend à un acquéreur faisant appel public à l'épargne et décidé à conserver ces biens pendant au moins 5 ans.

En conclusion, l'investissement dans l'immobilier résidentiel, un peu oublié ces dernières années par les acteurs institutionnels, recèle sans doute quelques opportunités, sources de plus-values futures. ■ Jean-marc Coly, Directeur Général UFG REM, le 09/05/2007

Evolution des volumes et des prix au m² des appartements anciens à Paris (depuis 1985)



ZOOM PÉDAGOGIQUE

Les stratégies alternatives

Stratégies d'arbitrages

L'arbitrage (*Relative Value*) vise à tirer profit des incohérences ou inefficiences existant à un moment donné sur le cours d'un même titre entre différents marchés ou sur les cours de titres équivalents : écarts de cours injustifiés entre produits (actions, obligations convertibles...) ou marchés. Cette stratégie peut, par exemple, s'appliquer aux obligations convertibles décotées ou en achetant et vendant au même moment une même action sur deux marchés différents ("arbitrage interplace").

L'arbitrage consiste dès lors à acheter le titre décoté et à se couvrir contre l'évolution de l'action sous-jacente par une position vendeuse afin de profiter, quelle que soit la tendance du marché, du retour à une valorisation plus juste. L'arbitrage s'applique ainsi aux actions (écart d'une place boursière à l'autre sur un même titre) mais peut également être utilisé pour les produits de taux (décalages sur la courbe des taux). L'effet de levier y est utilisé pour offrir des rendements intéressants à partir d'écarts parfois minimes. Une stratégie d'arbitrage n'est pas une opération spéculative et comporte des risques limités. En effet, ce type de gestion permet de dégager une performance absolue, décorrélée de l'évolution des indices.

PERSPECTIVES

ARIA L'alternatif dans l'assurance-vie

Depuis 2003, les autorités de marchés ont mis en place un cadre officiel à la gestion alternative au sein des contrats d'assurance-vie. Cette démarche a engendré la création de deux nouveaux véhicules d'investissement : les OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA) et les fonds contractuels. Les souscripteurs de contrats ont ainsi la possibilité d'investir sur l'alternatif dès le premier euro et de profiter du potentiel de cette gestion. Car il faut bien avouer que les supports alternatifs offrent un intérêt majeur en période de volatilité ou de baisse des marchés et restent une bonne alternative aux fonds en euros, surtout quand les rendements obligataires baissent. Reste le challenge de la compréhension des stratégies des fonds alternatifs par les adhérents qui freine la demande (et donc l'offre). Les efforts entrepris tant par les compagnies, les conseillers patrimoniaux que les sociétés de gestion elles-mêmes pour simplifier la compréhension des clients finaux encouragera le développement de ces supports.

Les turbulences s'éloignent, l'alternatif continue

Les mois se suivent et le débat se déplace, même si les fondamentaux restent les mêmes. Deux questions sont aujourd'hui posées : premièrement, la hausse des marchés actions peut-elle se maintenir à ce rythme pour le reste de l'année 2007 ? Deuxièmement, en corollaire, quel est le risque principal ?



Aujourd'hui, tous les regards se portent sur l'inflation, sur la possibilité de poursuivre une croissance de la masse monétaire (US, Europe) à des niveaux très supérieurs à la croissance réelle sans risque d'inflation. Les avis sont partagés, les statistiques un peu contradictoires. Pour faire simple, le risque est là, mais pas vraiment très important.

Tout d'abord, les marchés sont toujours positifs à l'horizon de fin d'année (en terme de valorisation et d'opérations sur le capital) avec des niveaux techniques à intégrer et donc des possibilités de pauses ou de corrections.

Dans ce contexte, les stratégies alternatives maintiennent le cap, avec une légère décélération au mois d'avril.

Après un très bon premier trimestre, l'arbitrage a encore dégagé un rendement de 1 % largement supporté par les stratégies d'Event Equities (> 1,5 %), alors que les stratégies de Relative Value (+0,5 %), sans présenter de problème particulier, restent tout de même un peu en retrait.

Les Long & Short actions se sont moyennement comportées dans un marché mon-

dial très soutenu (+3,30 pour le MSCI World Local currency). La raison principale tient dans le retournement du spread – larges capitalisations contre petites (+2,60 % en avril) et Growth contre Value (+0,60 %) – certes attendu mais traditionnellement peu favorable aux gestionnaires Long & Short. Ainsi, malgré un taux d'exposition aux marchés proche des plus hauts historiques (60 % pour notre portefeuille), nos gestionnaires n'ont généré que peu d'alpha en avril (+2,60). Cependant, depuis le début de l'année, notre portefeuille Long & Short reste très satisfaisant avec une performance de 6,15 % contre 5 % pour son indice de comparaison et un taux d'exposition moyen autour de 60 %. Ça, c'est du vrai alpha !

Pour les mois à venir, nous ne modifions pas la structure de nos portefeuilles et continuons à miser sur les stratégies Event Equities qui devraient profiter à la fois des valorisations, de l'effet de mode et des sommes considérables recueillies par les fonds de Private Equity, aussi bien en 2006 que depuis le début de l'année 2007. ■ Gilles Rouchié, Directeur Général UFG Alteram, le 09/05/2007

Les indices Edhec (Performance en \$)

	Au 31/03/2007	Y to D flat	2006	3 ans annualisés	Volatilité 3 ans
Edhec Convertible arbitrage Index		3,10 %	12,33 %	4,04 %	3,67 %
Edhec FI Index		2,38 %	7,46 %	6,33 %	1,02 %
Edhec Equity Market Neutral index		2,19 %	7,53 %	6,34 %	1,59 %
Edhec Merger arbitrage index		4,26 %	13,71 %	8,60 %	2,88 %
Edhec Distressed Index		4,18 %	15,26 %	14,04 %	3,01 %
Edhec Arbitrage Index		3,36 %	10,93 %	7,58 %	2,04 %
Edhec LS index		3,15 %	11,79 %	10,41 %	5,28 %
Edhec CTA index		-1,68 %	5,87 %	0,71 %	8,12 %
Edhec Global Macro Index		1,10 %	7,85 %	6,51 %	4,00 %
MSCI World local currency		1,67 %	13,52 %	12,05 %	7,10 %
SSB 10 year Treasury		1,43 %	1,38 %	1,71 %	5,94 %
T-Bill 3 months		1,25 %	4,82 %	3,45 %	0,41 %

Les indices Edhec sont des indices d'indices et sont disponibles sur www.edhec-ris.com

Multigestion Alternative, Gestion d'Actifs, Placement Immobilier, Capital Investissement

GROUPE UFG

Un monde d'alternatives



Groupe d'Asset Management multispécialiste, multicible, le Groupe UFG, filiale du Crédit Mutuel Nord Europe, dispose de 4 domaines d'expertise :

- La Multigestion Alternative (UFG Alteram),
- La Gestion d'Actifs financiers (UFG Investment Managers),
- Le Placement Immobilier (UFG Real Estate Managers),
- Le Capital Investissement (UFG Private Equity).

Par la complémentarité de ces différents métiers, le Groupe UFG propose à ses clients (investisseurs institutionnels, prescripteurs et particuliers) des solutions d'investissements sur l'ensemble des classes d'actifs traditionnelles ainsi qu'une gamme complète de placements dits alternatifs.

GROUPE UFG / 173, bd Haussmann / 75008 PARIS FRANCE

RELATIONS INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

tél. : +33 (0) 1 43 12 64 20 / www.groupe-ufg.com

RELATIONS PARTENAIRES-UFG PARTENAIRES

tél. : +33 (0) 1 44 56 10 62 / www.ufg-partenaires.com