

ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

Du "moral hazard" au risque systémique



En préambule, soyons modeste et rappelons qu'il est toujours risqué de prétendre affirmer des vérités en plein milieu d'une situation de crise; ce qui est vrai aujourd'hui pouvant se révéler complètement faux dès demain et a fortiori quelques mois plus tard.

La crise dite des sub-prime a été largement décrite et commentée par les médias et je n'en ferai qu'un simple résumé. Concrètement, de quoi s'agit-il? Le marché hypothécaire est un marché très actif aux USA et les prêts

adossés à des crédits immobiliers sont titrisés pour être revendus sous forme de package à d'autres investisseurs, les banques les sortant ainsi de leur bilan. Les « autres investisseurs » sont indifféremment des banques, y compris étrangères, des hedge funds, des compagnies d'assurance, bref tout investisseur qui recherche un rendement légèrement supérieur au taux sans risque avec un risque de crédit limité.

suite en page 2

SOMMAIRE

Le Groupe UFG

- La crise immobilière devrait pousser la FED à baisser ses taux
- Actualités du Groupe UFG

page 3

UFG IM

- Prévenir ou guérir
- La valeur du mois : Bouygues

page 4

UFG PE

- Un premier semestre encore très actif

page 5

UFG REM

- Les conséquences de la crise financière

page 6

UFG Alteram

- La gestion alternative face à la crise

page 7

Conjoncture

La crise devrait pousser la FED à baisser ses taux...

La situation du marché immobilier aux Etats-Unis va certainement continuer à se dégrader, les hausses antérieures n'étant pas encore totalement corrigées. Engendrant une crise immobilière, elle aura très vraisemblablement des conséquences défavorables sur la croissance, dans la mesure où elle affectera la consommation des ménages. Mais des forces de soutien existent, et c'est à la FED de relever le défi, en desserrant les taux directeurs...

En page 3

ZOOM

GESTION D'ACTIFS

Prévenir ou guérir

Les banques centrales ont-elles pour rôle de sauver le système financier des conséquences de prises de risques non maîtrisées ou, au contraire, de laisser le marché s'assainir de lui-même ?

Qu'elles abaissent ou relèvent leurs taux, les banques centrales ne feront pas que des heureux à court terme, mais ont-elles le choix ?

En page 4

CAPITAL INVESTISSEMENT

Un premier semestre encore très actif

Un début de semestre très actif, mais un net ralentissement sur le deuxième trimestre dû à la crise du crédit aux USA.

L'Asie connaît une croissance impressionnante, il faut toutefois rester prudent sur cette zone émergente encore peu structurée.

En page 5



Les liquidités injectées depuis 2000 dans le système financier se sont globalement investies dans le risque de crédit (dont les marges n'ont fait que se contracter) et l'immobilier d'habitation (actif réel) dont les prix, notamment aux Etats-Unis, ont atteint des sommets incompatibles avec la croissance des revenus. A contrario, la bulle ne s'est pratiquement pas propagée sur les actions, l'éclatement de la bulle Internet ayant joué son rôle de réévaluation du risque, la valorisation globale des marchés d'action étant justifiée par la croissance économique et les résultats des entreprises. Il n'est donc pas surprenant que les crédits adossés à l'immobilier aient connu une croissance importante depuis quelques années. Ainsi, les crédits dits sub-primes représentent, semble-il, de l'ordre de 10% des stocks des crédits immobiliers. Leur taux de défaut structurel, qui a récemment augmenté du fait de la hausse des taux courts aux US et de la baisse des prix de l'immobilier résidentiel, atteint un peu plus de 10%, soit au total 1% de sinistre (rapporté au stock de créances immobilières) qu'il faut encore multiplier par le taux de recouvrement qui doit être de l'ordre de 70%, soit une perte pour le système financier de l'ordre de 0,3%. Pas de quoi s'affoler... et pourtant !

En l'espèce, la crise provient précisément des modalités de la titrisation. L'abondance de liquidités a créé une contraction des marges et, la nature humaine étant ce qu'elle est, l'appétit du gain a longtemps prédominé sur la peur de perdre. Conclusion : les crédits titrisés ont été packagés, avec divers degrés de seniorité, à travers des structures bénéficiant de notations avec un effet de levier important pour permettre de dégager un rendement attractif... et l'on oublie les

« Les pertes sont d'abord contenues... »

règles de base : l'espérance mathématique est dégradée par l'effet de levier, autrement dit une variation marginale du taux de défaut du crédit sous-jacent (ou du taux de recouvrement) est démultipliée par l'effet de levier.

Jusque là, tout va bien (si je puis dire), les

investisseurs « irresponsables » sont sanctionnés et le « moral hazard » cher à M. Greenspan est sain et sauf. Les pertes sont contenues et la destruction de valeur affecte la bonne cible d'investisseurs. Puis le système s'emballé et se grippe pour deux raisons : « liquidity provider » et « coût d'opportunité ». Les banques de marchés réalisent une partie importante

« ...Puis le système s'emballé »

de leurs profits sur ces activités de titrisation et de démultiplication; de façon (a priori) prudente le législateur et les investisseurs obligent les banques engagées dans ce type d'opérations à fournir de la liquidité au système via des engagements de market-making. Les risques financiers de ces engagements de market-making rentrent dans les systèmes probabilistes de value at risk des salles de marchés. Ces systèmes sont largement construits sur des modèles de probabilités où les deux principaux facteurs sont la volatilité (reposant sur la loi normale et ses dérivés - loi de Fischer, etc.) et la corrélation conditionnelle (tout ne peut pas aller mal en même temps). En l'espèce, un facteur est visiblement peu pris en compte : la volumétrie absolue des engagements de liquidité qui fait qu'aucun établissement financier n'est à même de se porter contrepartie des engagements qu'il a donnés sans lui-même emprunter aux autres établissements financiers. Cette fonction clé de « liquidity provider » a été « appelée » sur ces produits d'autant plus rapidement que le coût d'opportunité à rester exposé sur ce type de placements n'était pas suffisamment attractif pour que l'investisseur « prudent » préfère rester plutôt que de demander à la banque de respecter son engagement de market-making. Ce type de situation, exceptionnelle, se traduit très rapidement par une disparition de la liquidité; autrement dit plus personne ne veut prêter à personne (ou en tout cas à des conditions acceptables), et les acteurs vendent les actifs qu'ils peuvent ; en l'espèce les actions, version moderne de la loi de Gresham où « la mauvaise monnaie chasse la bonne ». Ici ce n'est pas l'or qui a une valeur supérieure au cours officiel mais les actifs liquidés dans la panique. Il est certain que les autorités monétaires ont conscience du risque systémique d'où l'injection de liquidité, la baisse du taux d'escompte de la FED etc.

Que nous réserve l'avenir ? On peut globalement écarter le risque systémique, les banques centrales étant là pour jouer leur rôle de prêteur en dernier ressort. De manière plus réaliste, ce que craignent aujourd'hui les marchés : à court terme, l'annonce d'une faillite d'un acteur majeur du domaine financier avec un effet domino important. Plus la crise dure, plus ce risque augmente et plus la reprise sera lente. A moyen terme, une réévaluation, certes saine mais toujours douloureuse, du prix des risques; les conséquences étant alors une baisse de la rentabilité des activités de marché et éventuellement un ralentissement de la croissance économique mondiale, un prix du risque plus élevé se traduisant forcément par moins de risques globaux. L'assainissement est toujours un exercice périlleux, il pouvait se faire par une hausse du coût de l'argent ou la baisse de la valeur des actifs... le marché a choisi !

Ce qui est positif : les banques centrales jouent leur rôle et les excès se corrigent... excessivement. S'il est trop tôt pour savoir l'impact sur l'économie réelle de la

« Le risque sera mieux rémunéré »

crise actuelle, il est par contre acquis que, pour un certain temps, le risque sera mieux rémunéré : à ce titre les stratégies d'arbitrage, voire de portage, devraient avoir le vent en poupe même si les marchés d'actions restent chahutés et incertains.

ABCP : les 10 plus grands fournisseurs de liquidités

en milliards de dollars au 31 mars 2007

| | |
|----------------------|---------|
| ABN Amro Bank | 103,075 |
| Citibank | 90,798 |
| Bank of America | 84,637 |
| JP Morgan Chase Bank | 73,342 |
| Morgan Stanley | 64,764 |
| Wachovia Bank | 51,282 |
| Barclays | 49,866 |
| Deutsche Bank | 42,594 |
| Bank of Scotland | 42,121 |
| Rabobank Nederland | 41,669 |

La crise immobilière devrait pousser la FED à baisser ses taux



L'épisode de la crise financière se trouvant aux Etats-Unis, son origine étant logée dans l'immobilier résidentiel, il importe de faire le point de la situation dans ce secteur. Le constat est clair, la crise immobilière bien que déjà sévère est loin d'être finie.

Les excès antérieurs demanderont du temps à être corrigés, laissant planer des menaces sur la consommation et pesant sur la croissance. Le rebond du PIB, révisé en hausse à 4% l'an au 2^e trimestre, ne doit pas faire illusion. Sur le marché de l'immobilier individuel neuf, le rythme des ventes, connues jusqu'en juillet, paraît vouloir se stabiliser depuis février dernier. Mais, bien que les mises en chantier de logement aient déjà baissé de 40% depuis leur point haut de janvier 2006, les stocks de logements à vendre s'effritent à peine, ressortant au niveau élevé de 7,4 mois de ventes.

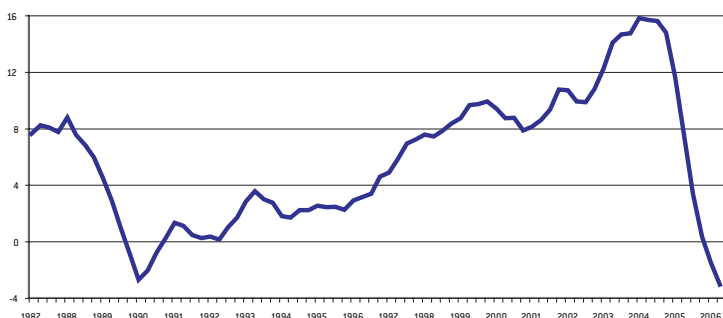
Sur le marché de l'ancien la situation est encore plus dégradée. Les ventes continuent de baisser et les stocks de monter. Ces derniers s'élèvent à 4,6 millions et représentent 9,6 mois de ventes, un record. La montée des saisies pour cause de défaillance de ménages surendettés,

notamment dans le segment des « subprime » et les restrictions de crédits imposées par les banques laissent à penser que cette baisse des ventes et cette montée des stocks sont loin d'être finies. Aussi les pressions sur les prix vont-elles durer et probablement s'intensifier. Selon les agents immobiliers, le prix médian d'un logement dans l'individuel ancien se trouvait en juillet en baisse de 3,5% sur son point haut atteint il y a un peu moins de deux ans. L'indice SP/Case-Shiller est en baisse de 3,2% entre le printemps 2006 (son record) et le printemps 2007 (dernier point connu). Jamais depuis 20 ans au moins son recul n'a été aussi vif, même au cours de la crise immobilière du début des années 1990.

Cependant ces reculs sont loin de corriger les hausses antérieures et il est probable qu'ils vont se prolonger, ce qui aura un impact négatif sur la solvabilité des ménages et contribuera à détériorer leur situation patrimoniale. Même si cette dernière reste encore largement favorable, il est à craindre que la consommation, dont le ralentissement est déjà en cours, en pâtisse ce qui ne manquerait pas d'affecter la croissance. Sans qu'elle puisse être écartée, l'hypothèse de la récession n'est cependant pas encore la plus probable. Des forces de soutien existent du côté des exportations et des dépenses des entreprises dont les résultats sont encore favorables. Mais l'on discerne tout le défi que la FED a à relever. Le fait que l'inflation ne soit pas une menace lui donne en tout cas des degrés de liberté pour desserrer les taux directeurs au grand soulagement des ménages endettés et des marchés. ■

Jean-Michel Boussemart, Conseiller économique du Groupe UFG

Etats-Unis : Prix de l'immobilier ancien - Indice SP/Case-Shiller, variations sur un an en %



PATRIMONIA 2007

Le Groupe UFG et sa filiale UFG Partenaires présents sur les stands B1 et B2

La 14^e convention annuelle des professionnels du patrimoine, Patrimonia, se déroulera au Centre des Congrès de Lyon, les 4 et 5 octobre prochains. Ce forum, devenu aujourd'hui une véritable référence, rassemble sur deux jours les professionnels du conseil et de la gestion de patrimoine (conseillers indépendants, salariés de réseaux bancaires et d'assurances, experts comptables...). Que ce soit autour des conférences collégiales, des tables rondes / ateliers plus confidentiels ou dans la partie réservée aux exposants, plus de 3 800 participants y puisent une source de connaissance et d'offre produits.

Comme chaque année, les partenaires pourront rencontrer leurs interlocuteurs commerciaux, dialoguer avec les gestionnaires du Groupe UFG ou simplement échanger sur les deux stands spécialement réservés à cette occasion (B1 et B2).

UFG REM et UFG Alteram participent à 2 ateliers

Des spécialistes du Groupe UFG viendront faire part de leurs expertises sur deux ateliers phares lors du congrès Patrimonia. L'un sera consacré à l'OPCI, l'autre abordera la gestion alternative, deux des grandes spécialités du Groupe UFG.

SÉMINAIRE DE FORMATION

Xavier Lépine aux journées EFE

Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG, participera à la formation des 17 et 18 octobre prochains à Paris, dont le thème est : « actualités OPCVM, quel impact sur vos pratiques ? ». Il interviendra plus spécifiquement sur l'OPCI, sa mise en place, les stratégies mises en œuvre pour le développement de ce nouveau fonds, et ses perspectives.

La lettre du Groupe UFG Numéro 6 / septembre 2007
Publication éditée par :

GRUPE 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 : Getty Image (illustration John Labbe), UFG, Fotolia, DR.
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

Prévenir ou guérir

On pressentait depuis quelques mois que la fin de la période de large expansion monétaire, qui porte l'économie mondiale depuis 2003, était proche...

comparables, il est probable que le levier de la baisse des taux sera cette fois-ci utilisé avec beaucoup plus de modération qu'à l'époque.

Ce serait peut-être à court terme une déception pour les marchés, mais nul doute qu'à long terme il faudrait y voir une bonne nouvelle.

Le plus probable est donc que les mois à venir restent heurtés : possible déception sur les taux d'intérêt, ralentissement en cours de l'activité économique tant aux Etats-Unis qu'en Europe, réappréciation des primes de risques sont autant d'éléments que les marchés auront à intégrer, les facteurs de soutien restant une activité économique toujours dynamique en Asie et des marchés actions évalués de façon raisonnable. ■ Christian Desbois, Directeur Général UFG IM, le 04/09/2007.

ACTUALITÉS

LA VALEUR DU MOIS

BOUYGUES

Groupe diversifié dans différents métiers comme la construction avec Colas, Bouygues Construction et Bouygues Immobilier, la téléphonie mobile avec Bouygues Telecom, les médias avec TFI, Bouygues est à ce jour une entreprise très rentable, avec un résultat opérationnel pour le premier semestre en hausse de 22%. Le groupe en a d'ailleurs profité pour relever à 10%, sa prévision de croissance pour 2007.

Au-delà de ces fondamentaux de qualité, la participation de plus de 25% dans Alstom pourrait permettre à Bouygues de jouer un rôle central dans la recomposition de l'industrie nucléaire française et donner ainsi un second souffle à un groupe qui a déjà montré dans le passé une grande capacité d'adaptation et de changement.

Le rapprochement Suez-GDF pourra avoir, bien sûr, un impact sur le calendrier de l'ouverture du capital d'Areva. Néanmoins, la valorisation attractive de Bouygues en termes boursiers permet déjà d'avoir une vision positive.

Enfin, Bouygues affiche actuellement une décote d'environ 20% sur la base de la valeur de ses actifs, en ligne avec sa moyenne historique mais qui ne tient pas compte (et le détail a son importance) de la suppression de la taxation des plus-values pour les participations long terme.

En revanche, il était plus difficile de prévoir ce qui en serait le catalyseur et surtout d'en imaginer les conséquences pour les marchés financiers.

On ne reviendra pas sur l'événement, déjà largement commenté, qui a déclenché cette crise (les crédits sub-prime américains), mais notons toutefois que sur ce point la réaction des investisseurs a été d'autant plus violente, et finalement disproportionnée, que ces derniers portaient des risques dont ils ignoraient tout. S'est instaurée en réalité une véritable défiance vis-à-vis de l'ensemble des instruments financiers de crédit, d'où l'assèchement brutal de liquidités qui a contraint les banques centrales à intervenir. La baisse des marchés actions a été une autre conséquence de cette soudaine montée de l'aversion au risque, mais puisque le problème, à l'inverse de ce qui s'est passé en 2001 lors du dégonflement de la bulle technologique, n'était pas une surévaluation du prix des actions, les indices se sont stabilisés, aidés il est vrai par la décision de la FED de baisser son taux d'es-compte.

Le rôle des banques centrales

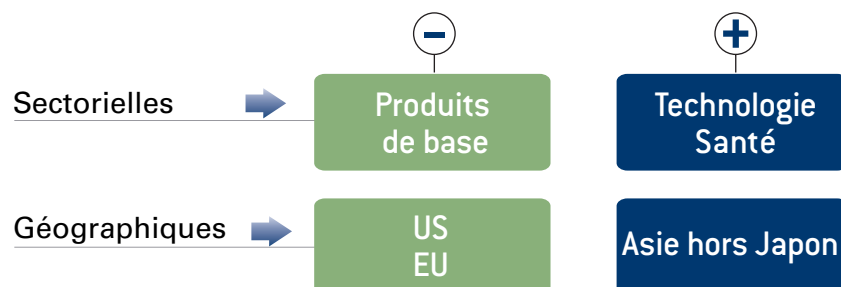
Le paradoxe de la situation actuelle est que le gonflement monétaire de ces dernières années a révélé l'inefficacité des

politiques des banques centrales occidentales, celles-ci ne parvenant pas à contrôler l'accroissement des liquidités malgré la hausse de leurs taux directeurs. On en connaît les raisons : excédents des pays producteurs de pétrole, excédents commerciaux et épargne abondante dans les pays émergents, sous-évaluation des monnaies asiatiques... Tout cela a fait que, malgré un argent plus cher à court terme, les taux à long terme sont restés à des niveaux bas, annihilant ainsi l'effet restrictif des politiques menées. Les banques centrales seraient-elles donc condamnées à n'avoir pour seul rôle que celui de sauver le système financier, quand des prises de risques mal maîtrisées menacent de le faire vaciller ? Ou au contraire doivent-elles laisser les mauvais risques aller à leur terme et provoquer des pertes, de façon à rétablir à l'avenir une véritable hiérarchie des primes de risques ?

Parer à la crise

Il est probable que l'attitude qu'elles adopteront sera entre ces deux extrêmes, pour à la fois éviter que d'une crise financière on arrive à une crise économique mais aussi pour ne pas créer à l'horizon des deux prochaines années les conditions de la formation d'une nouvelle bulle. Contrairement à ce qu'avait décidé la FED en 1998, dans des circonstances

Les convictions d'UFG IM



Un premier semestre encore très actif

Le premier semestre de l'année 2007 a confirmé la tendance constatée en 2006 sur le marché du private equity.

Les 6 premiers mois de l'année auront connu une activité soutenue, tant en matière de levée de fonds que d'investissement. Dopées par un regain d'intérêt de la Bourse pour les IPOs, les sorties ont également été nombreuses.

Le venture capital a ainsi confirmé son retour en grâce, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis (les USA représentant toujours 5 fois la taille du marché européen). Les technologies environnementales et les NTIC ont le vent en poupe, tandis que les biotechnologies ont un peu marqué le pas. Pénalisées par la performance historique médiocre du « seed capital », les équipes de gestion orientent de plus en plus leur stratégie d'investissement vers le capital-expansion, touchant des entreprises technologiques ayant déjà développé leurs produits et cherchant des fonds pour nourrir leur croissance.

Les grandes opérations de LBO ont de nouveau été mises en avant, notamment avec l'opération TXU pilotée par KKR et Texas Pacific Group en début d'année, nouveau record avec une transaction de plus de 44 Mds de dollars. Les montants levés par les Megafunds (gérés par Goldman Sachs, TPG ou Blackstone Group) ont atteint, voire dépassé, les 15 Mds \$ par fonds. Depuis le début de l'année, les principaux groupes (Carlyle, KKR, Apollo, Blackstone, TPG, Lehman Brothers, Goldman Sachs...) ont acquis des entreprises dans le monde pour près de 534 Mds \$, et pourraient battre le record de 701 Mds \$ établi l'an dernier.

Cependant, la hausse des taux et la crise du crédit aux USA, liée principalement à l'immobilier, commencent à faire sentir leur impact à la fin du deuxième trimestre, et l'on observe un ralentissement clair sur le marché de la dette senior. Cela pourrait avoir pour effet de ramener les valorisations et les leviers à des niveaux

plus raisonnables que ceux observés au cours des 18 derniers mois.

Les grandes banques européennes ont, elles aussi, commencé à mettre le pied sur le frein. Le marché du mid-market s'avère relativement peu touché (l'activité est restée soutenue) mais les grandes opérations sont plus difficiles à syndiquer depuis quelques mois.

Au niveau géographique, c'est surtout l'Asie qui connaît une croissance impressionnante en ce début d'année (37 Mds \$ investis sur 6 mois, soit +25% sur un an). A côté des acteurs locaux, dont le nombre a été multiplié par 10 depuis 2 ans et qui voient affluer les capitaux, les grands opérateurs internationaux (Citigroup, Warburg Pincus et Carlyle notamment) investissent des montants de plus en plus importants dans les entreprises de la zone. C'est le cas notamment en Chine, où les montants investis ont triplé sur les 6 premiers mois de l'année pour dépasser les 5 Mds \$. Il convient néanmoins de rester prudent car la zone reste émergente, avec les à-coups associés, et ne dispose pas encore d'infrastructures juridiques, comptables et financières fiables – la transparence et le respect du droit restent assez conceptuels parfois.

La cotation en Bourse des fonds ou des sociétés de gestion est enfin une autre tendance relevée dont on peut se demander si elle est d'ordre conjoncturel et opportuniste ou plus structurel : ainsi notamment, l'introduction réussie (7 fois sursouscrite) de Blackstone Group en juin sur le New York Stock Exchange. Carlyle, qui avait aussi des intentions en la matière, les aurait provisoirement suspendues en raison de la conjoncture boursière de l'été et l'on ne sait si KKR maintiendra ses projets annoncés pour la fin de l'année. ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 24/08/2007

ACTUALITÉS

Nouvelles mesures ISF en cas d'investissement dans les PME

La loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA) a été publiée au J.O. le 22 août dernier. Dès sa mise en application cette loi offrira de nouvelles opportunités de déductions fiscales, notamment pour les particuliers assujettis à l'ISF et qui souhaitent investir dans les PME directement ou à travers le Fonds d'Investissement de Proximité (FIP).

Cette mesure fiscale vise un double objectif : favoriser le développement des PME régionales et la création d'emplois qui l'accompagne (selon une étude de PriceWaterhouse, entre 2004 et 2005 les PME soutenues par le capital investissement ont créé 60 000 emplois) et limiter les pressions fiscales des assujettis à l'ISF.

En ce qui concerne les FIP, le code général des impôts prévoit que l'exonération s'applique aux parts de fonds d'investissement de proximité dont la valeur des parts est constituée, au moins à hauteur de 20 %, de titres reçus en contrepartie de souscriptions au capital de sociétés exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis moins de cinq ans et répondant à la définition des petites et moyennes entreprises. Ces sociétés devront également exercer exclusivement une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou libérale, à l'exclusion des activités de gestion de patrimoine mobilier, et être non cotées.

La réduction fiscale devrait ainsi porter sur 50 % du versement dans la limite du pourcentage de sociétés éligibles qui seront pré-définie pour chaque FIP, et ne concerne que les fonds dont au moins 20 % du capital sera investi dans des sociétés de moins de 5 ans.

Rappelons que pour bénéficier de l'avantage fiscal, le porteur de parts doit prendre l'engagement de conserver ses parts de fonds pendant une durée minimale de 5 ans.

Avantage important, la mesure ne fonctionnerait pas par année civile mais d'une déclaration ISF à l'autre. Le contribuable assujetti pourra donc attendre le début d'année civile pour mieux apprécier l'ISF dont il s'estime redevable et effectuer alors son investissement dans le FIP.

La non-publication des décrets d'application, à l'heure où nous publions cette lettre d'information, impose un maximum de retenue. Dès lors, le Groupe s'assurera du contenu des décrets avant d'étudier la faisabilité d'une offre FIP ISF dans sa gamme.

Les conséquences de la crise financière

La planète financière a vécu au cours du mois d'août une crise majeure de liquidité sur les marchés mondiaux, dont l'origine provient de l'effondrement de celui du crédit hypothécaire « sub-prime » aux Etats-Unis. Quels en sont les effets sur l'immobilier d'entreprise ?



La hausse des taux organisée par la FED de juin 2004 à juin 2006 (de 1,25% à 5,25%) a eu un effet dévastateur sur la solvabilité des emprunteurs immobiliers fragiles provoquant, concomitamment au premier ralentissement des valeurs immobilières, les difficultés des établissements prêteurs et des institutionnels détenteurs massivement de produits de titrisation sur ces « tranches » de financements.

Cantonnée à la sphère financière pour le moment, cette crise de liquidité a épargné les grandes banques commerciales (si l'on excepte la suspension de la liquidité de quelques fonds de la BNP) pour se concentrer sur quelques « hedge funds », des banques d'investissement ou des instituts de crédit spécialisés.

Le besoin de liquidité et le défaut de confiance sur les conséquences de cette crise sur certains secteurs de l'économie provoquent une forte baisse des marchés boursiers y compris des foncières cotées dont le recours structurel à l'emprunt les rapproche du secteur financier.

Une crise salutaire ?

L'augmentation de la quantité de monnaie dans l'économie par les interventions des banques centrales et la diminution récente du taux d'escompte de la FED ont pour l'instant permis d'éviter que la sphère de l'économie réelle ne soit trop fortement touchée.

Bien que l'amplitude exacte de cette difficulté ne puisse être définitivement mesurée, les premières conséquences sur le marché de l'immobilier d'entreprise peu-

vent être appréciées de la manière suivante :

- Les primes de risque exigées par les investisseurs devraient augmenter comme pour tous les actifs et entraîner une hausse des taux de rentabilité attendue (appréciée par certains autour de 50 points de base). L'anticipation des évolutions de loyers et la stabilité, voire la diminution des taux d'intérêt devraient atténuer cette estimation et en compenser en partie les effets sur les prix de l'immobilier.
- Le report vers la qualité du fait de l'augmentation des primes de risque devrait permettre de retrouver une échelle de taux de rentabilité en fonction de la qualité des actifs immobiliers qui avait tendance à disparaître depuis quelques années.
- Les conditions d'attribution des crédits immobiliers par rapport aux risques estimés de l'actif acquis et la diminution prévisible des ratios d'endettement

acceptés pourraient limiter les capitaux disponibles à l'investissement et contribuer à une salutaire maîtrise des prix de l'immobilier d'entreprise.

L'ajustement mesuré des prix pourrait être plus important si par suite de la défaillance d'un acteur de premier plan de la sphère financière, la crise que nous traversons se transmettait à l'économie réelle avec une révision à la baisse des anticipations de croissance débouchant sur une évolution moins favorable des loyers estimés des immeubles d'entreprise.

La bonne santé globale de l'économie mondiale, celle du marché immobilier d'entreprise français et européen, le travail de régulation qui est en train de s'opérer devraient selon toute vraisemblance ramener la sérénité sur les marchés. ■ Jean-Marc Coly, Directeur Général UFG REM, le 20/08/2007

La gestion alternative face à la crise

Retour sur les aléas financiers de ces dernières semaines, leurs conséquences et les perspectives pour la gestion alternative.

Pour bien analyser le comportement des stratégies alternatives pendant la période de juillet / août 2007, il faut bien comprendre que les « hedge funds » ne sont pas responsables mais plutôt victimes de cette crise financière et que nous avons assisté à une crise de crédit relativement classique, qui s'est rapidement transformée en une importante crise de confiance (et donc de liquidité). Cette brutale augmentation de l'aversion au risque trouve sa source dans le manque de transparence engendré par la titrisation des instruments de crédit depuis 5 - 7 ans.

Appels de marge et ventes forcées

Chez UFG Alteram, nous avons toujours considéré que l'assèchement de liquidité constituait le risque majeur pour les stratégies d'arbitrage et de valeur relative. Lorsque les conditions de liquidité se durcissent, que les financements ne se renouvellent pas, l'aversion au risque augmente alors et les spreads s'écartent. Les appels de marge se multiplient et les ventes forcées surviennent. Dans ce cas, certains investisseurs se retrouvent dans la nécessité de liquider une partie de leur portefeuille, et le seul moyen d'y parvenir est de se séparer des actifs de qualité, car ce sont les seuls sur lesquels on peut trouver des acheteurs.

Il est logique, dans ce contexte, que les stratégies d'arbitrages quantitatifs sur actions aient connu une des pires périodes de leur histoire, puisqu'elles sont structurellement acheteuses de sociétés de qualité tout en étant short de sociétés à fort endettement et/ou en perte de vitesse (celles sur lesquelles il n'y avait pas de transactions, voire même des achats pour couvrir les short).

De la même manière, les arbitragistes sur obligations convertibles ont souffert malgré la hausse importante de la volatilité sur les marchés d'actions : le « deleveraging » massif a eu pour conséquence de faire baisser les valorisations des obligations convertibles dont les gérants sont longs, et de faire monter le prix des short sur les actions et les indices de crédit utilisés pour les couvertures de risque. C'est un cas d'école où les deux jambes de la transaction d'arbitrage vont dans le sens contraire à la logique.

Par stratégie :

Les stratégies long & short classiques se sont comportées logiquement, sans créer beaucoup d'Alpha. Les fonds devraient logiquement être moins performants dans le rebond, mais vu l'Alpha généré sur le premier semestre et l'optimisme des gérants sur les valorisations, 2007 pourrait être encore une bonne année.

Les stratégies de pure event equity ont elles aussi bien souffert car elles étaient fortement investies dans des sociétés à fort Bêta, victimes du manque de liquidité. L'importance des spreads actuels (de l'ordre de 30% sur certaines opérations de M&A) et le maintien probable d'opérations de restructuration, nous amènent à rester surpondérés sur cette stratégie.

Les stratégies actions « neutres » fondamentales ont bien fonctionné. Les gérants, généralement spécialisés par secteur, ont pu profiter des exagérations de la période.

Les stratégies quantitatives actions ont été les plus touchées. Les modèles systématiques ont été directement heurtés par les problèmes du « deleveraging » et les gérants ont dû diminuer leur exposition globale. C'est pourtant une des stratégies qui devrait le mieux profiter du retour à la normale.

Les stratégies de convertible arbitrage ont été dans l'ensemble décevantes (car corrélées aux actions dans la baisse), mais la classe d'actifs apparaît aujourd'hui comme très survendue (attention tout de même au risque de crédit).

Les arbitrages de taux « purs » (sans ABS et autres produits titrisés) ont bien profité de la volatilité des marchés et resteront certainement capables de générer des profits de nouveau pour quelques mois.

Enfin, **les fonds de futures** n'ont pas joué le rôle décorrélant que l'on pouvait attendre d'eux. La hausse de la volatilité n'a pas permis de compenser le retournement simultané de plusieurs tendances de fonds dans lesquelles les modèles étaient fortement investis : actions en général, yen et matières premières.

Et demain...

Petit à petit, la confiance semble revenir, les banques centrales sont concernées, réactives et plutôt efficaces jusqu'à aujourd'hui. Les marchés d'actions sont peu chers (même en cas de ralentissement plus poussé de l'économie américaine) et la situation des sociétés toujours très saine. Le changement attendu est sur le crédit et une réorganisation des spreads entre les différents types de risques et de produits à venir.

Au total, la situation devrait se normaliser lentement mais rester extrêmement sensible aux annonces de marché.

Dans ce cadre, nous pouvons penser que la normalisation de la liquidité doit être profitable à nos stratégies et que le pire serait dernière nous. Les mouvements excessifs observés ces derniers mois devraient offrir alors d'excellentes opportunités à nos gérants pour les mois à venir.

■ Gilles Rouchié, Directeur Général UFG Alteram, le 04/09/2007

Les indices Edhec (Performance en \$)

| Au 31/07/2007 | Y to D flat | 2006 | 3 ans annualisés | Volatilité 3 ans |
|-----------------------------------|-------------|--------|------------------|------------------|
| Edhec Convertible arbitrage Index | 4,07% | 12,33% | 5,03% | 3,51% |
| Edhec FI Index | 4,35% | 7,46% | 6,20% | 1,01% |
| Edhec Equity Market Neutral index | 5,77% | 7,53% | 7,58% | 1,43% |
| Edhec Merger arbitrage index | 6,65% | 13,71% | 9,84% | 3,02% |
| Edhec Distressed Index | 7,68% | 15,26% | 14,15% | 3,06% |
| Edhec Arbitrage Index | 6,00% | 10,93% | 8,42% | 2,16% |
| Edhec LS index | 8,62% | 11,79% | 13,33% | 5,12% |
| Edhec CTA index | 4,10% | 5,87% | 6,50% | 7,45% |
| Edhec Global Macro Index | 7,06% | 7,85% | 9,64% | 3,76% |
| MSCI World local currency | 3,68% | 13,52% | 13,43% | 7,60% |
| SSB 10 year Treasury | 1,99% | 1,38% | 3,08% | 5,38% |
| T-Bill 3 months | 2,86% | 4,82% | 3,86% | 0,36% |

Multi-gestion Alternative, Gestion d'Actifs, Placement Immobilier, Capital Investissement

GROUPE UFG

Un monde d'alternatives



Groupe d'Asset Management multi-spécialiste, multi-cible, le Groupe UFG, filiale du Crédit Mutuel Nord Europe, dispose de 4 domaines d'expertise :

- La Multi-gestion 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

Groupe UFG
un monde d'alternatives