

## ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

# Vers une crise de l'immobilier résidentiel mondiale ?



...et au-delà vers une récession mondiale ?

Il ne se passe plus une semaine sans que de « mauvaises » nouvelles viennent assombrir le front de l'immobilier résidentiel, directement ou indirectement, via la crise du sub-prime qui n'en finit pas de s'étendre, et l'on peut dès lors s'interroger sur l'arrivée d'une crise mondiale de l'immobilier résidentiel. De l'adage « quand l'immobilier va, tout va », l'opinion évolue insensiblement vers « quand l'immobilier ne va pas, rien ne va », autrement dit la crise immobilière peut-elle se

répercuter sur l'ensemble de l'économie ? L'immobilier résidentiel a ceci de particulier que tout peut se synthétiser en une seule variable : le prix sur le revenu disponible. Les autres facteurs tels la dette hypothécaire rapportée au revenu disponible, le niveau des taux d'intérêts, le taux de chômage, le rendement locatif, les évolutions démographiques sont certes importants mais, comme disent les statisticiens, il s'agit de déterminants de deuxième ordre, la

suite en page 2

## SOMMAIRE

### Le Groupe UFG

- Ne pas verser dans un pessimisme excessif
- Actualités du Groupe UFG

page 3

### UFG IM

- Plus de peur que de mal...
- La valeur du mois : Saint-Gobain

page 4

### UFG PE

- La petite entreprise connaît-elle la crise ?

page 5

### UFG REM

- Les nouvelles voies de la financiarisation de l'immobilier

page 6

### UFG Alteram

- La crise perdure... Toujours des opportunités...

page 7

## Conjoncture

# Ne pas verser dans un pessimisme excessif

La situation paraît délicate, aux difficultés de la sphère financière s'ajoute la flambée du prix du pétrole et le désordre sur le marché des changes. Les perspectives de croissance sont donc revues à la baisse, mais il ne faut pas pour autant céder à un pessimisme excessif, car même si un ralentissement de l'expansion de la Chine est à prévoir, la croissance dans les pays émergents reste solide...

En page 3

## ZOOM

### GESTION D'ACTIFS

## Plus de peur que de mal...

Malgré le flot de mauvaises nouvelles auquel ils ont été confrontés ces dernières semaines, les marchés d'actions ont plutôt bien résisté. Le scénario n'est finalement pas si catastrophique et les marchés boursiers devraient se stabiliser aux niveaux actuels.

En page 4

### CAPITAL INVESTISSEMENT

## La petite entreprise connaît-elle la crise ?

On ne peut ignorer les conséquences de la crise des subprimes. Les grosses opérations de Private Equity sont actuellement difficiles à monter. Mais même si les PME sont, elles aussi, sensibles à la crise, de belles opérations restent à faire.

En page 5



suite de l'édito

volonté et la capacité des ménages à payer pour se loger est le facteur déterminant !

La contagion qui existe aujourd'hui naturellement sur les marchés de capitaux (globalisation des économies et de l'épargne) ne répond donc pas, en matière d'immobilier résidentiel, à la même logique d'arbitrage et de croissance économique... et donc de contagion.

Il n'en demeure pas moins que si les marchés immobiliers résidentiels sont indépendants, leurs comportements sont globalement identiques dans les pays développés. Nous venons de le rappeler, le ratio prix sur le revenu disponible est le ratio clé : le numérateur, comme la résultante, ont ceci de particulier que d'une part le numérateur, i.e. le revenu disponible, évolue lentement et, d'autre part le ratio d'effort (c'est-à-dire le montant que le particulier est disposé à consacrer pour se loger) suit des cycles lents reposant pour partie sur des facteurs subjectifs pour ne pas dire psychologiques.

Il en résulte, d'après le FMI, quelques lois historiques (au moins sur les 30 dernières années) :

- les corrections immobilières sont moins fréquentes que les krachs boursiers,
- les baisses réelles de l'immobilier résidentiel sont moins fortes que celles des valeurs mobilières,
- les corrections immobilières durent plus longtemps que les corrections boursières (16 trimestres contre 10 en moyenne),
- la probabilité d'avoir un krach immobilier après une forte hausse est plus élevée,
- l'impact macro-économique récessif est deux fois plus important et deux fois plus long que pour un krach boursier : l'effet richesse est plus fort sur les ménages et l'impact est plus fort sur le système bancaire,
- au total, la probabilité d'avoir une récession suite à un krach immobilier est plus forte que suite à un krach boursier...

L'analyse de ces réalités historiques a ceci de rassurant que les risques sont aujourd'hui bien connus et analysés.

Nous observons aux Etats-Unis un ajustement récessif massif dans l'immobilier résidentiel :

- les mises en chantier qui étaient passées de 1,4 million par an (moyenne glissante à 3 ans) en 2000 pour monter à plus de 2 millions fin 2006, ont chuté à... 1,2 million,
- l'évolution des prix : d'un rythme de plus 15-20%, ils passent à - 5% en glissement annuel,

- les transactions immobilières dans le neuf comme l'ancien ont baissé de 50 % depuis le début de l'année.

Mais il ne faut pas se faire d'illusion. Si cet ajustement massif est bien amorcé, il est loin d'être fini. La principale variable (sic !) – le ratio prix d'immobilier sur revenu disponible – est loin d'être revenue à un niveau historique moyen : sur une base 100 en 1995, il était monté à 160 en 2006 et n'est revenu qu'à 150. Ainsi la dette hypothécaire sur le revenu disponible des ménages atteint encore une année de revenu disponible contre 6 mois au début des années 2000. A ce phénomène en partie subjectif (combien suis-je disposé à payer pour me loger ?) s'ajoute une réalité bien concrète : le stock de logements neufs exprimé en mois de vente atteint 8 mois contre 4 mois en moyenne sur les dix dernières années... l'acheteur a donc le sentiment de ne pas être pressé pour acheter. Rapportés à la structure du patrimoine des ménages américains, les effets richesses sont aussi plus importants que les effets richesses boursiers et plus étalés dans le temps : 68 % des américains sont propriétaires de leur logement (50 % ont des actions), la résidence principale représente en moyenne 5,4 fois plus que le patrimoine boursier des ménages, l'exposition immobilière est concentrée sur les revenus moyens et inférieurs (cf. subprime), les prix immobiliers sont moins volatils que les actions donc l'ajustement est plus long.

## « ...parler de contagion, ou de situation identique ? »

Cette situation est-elle identique dans l'ensemble des pays développés ? Sans parler de contagion, peut-on parler de situation identique ?

La réponse est partagée. Sur le plan purement théorique, l'impact psychologique et le resserrement des conditions de crédit sont bien réels mais auront des impacts limités sur le marché du physique. Reste donc ce fameux ratio prix/revenu disponible. En tendance, les situations sont assez disparates : depuis 10 ans, ce ratio s'est détérioré de 40 % en moyenne pour les pays riches (80 % en Angleterre, 75 % en France, 60 % en Suède, 45 % en Italie, 50 % aux Etats-

Unis...), mais amélioré en Allemagne (- 10 %) et au Japon (- 15 %).

## « L'ajustement sera probablement long, mais peu brutal »

L'agence de notation Fitch s'est livrée à un intéressant travail d'analyse de la surévaluation du marché immobilier résidentiel versus la vulnérabilité financière des financières des 16 pays développés les plus importants. Il en résulte, heureusement, que les marchés les plus surévalués ne sont pas nécessairement ceux qui ont la vulnérabilité financière la plus importante. C'est ainsi le cas de la France (le plus surévalué mais avec des ménages solvables), les pays les plus attractifs étant l'Allemagne, le Japon, l'Italie et les plus risqués le Royaume-Uni, l'Australie, l'Espagne, etc.

En conclusion, les anticipations sur le marché résidentiel doivent rester locales, cependant de nombreux pays sont rentrés dans une période difficile, au premier rang desquels la France : la hausse des prix réelle a été supérieure à 4 fois celle du pouvoir d'achat depuis 10 ans, le marché est traditionnellement perfusé par l'Etat (incitatifs fiscaux divers et variés), les marges bancaires étaient au plus bas, la rentabilité locative est faible, le délai d'écoulement des stocks s'allonge. Compte tenu des caractéristiques spécifiques de l'immobilier et du marché français actuel, l'ajustement sera probablement long mais peu brutal.

L'immobilier d'entreprise se retrouve sous tension du fait du resserrement des conditions de crédit et marché. Aux Etats-Unis le risque de contagion par la « récession » est relativement fort. En France, la situation est nettement plus encourageante : l'impact du ralentissement attendu de l'immobilier d'habitation sur l'économie réelle est limité (mais long) et le niveau des loyers tout à fait compatible avec le revenu des entreprises. Les excès ayant été beaucoup plus faibles que dans l'habitation, l'ajustement des prix par le rendement sera donc également plus modeste et constitue plutôt une opportunité de (re)venir sur un marché un peu assaini et plus rentable. ■

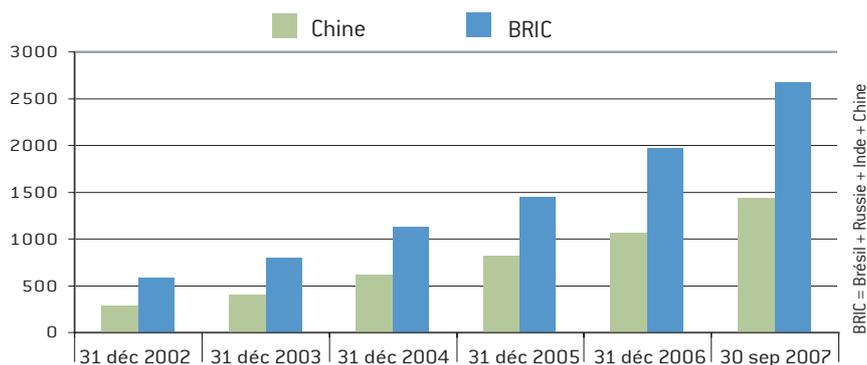
# Ne pas verser dans un pessimisme excessif



La deuxième vague de défiance qui a déferlé sur les marchés financiers depuis un mois ne veut toujours pas se retirer en dépit des injections de liquidités que les Banques centrales ont à nouveau décidé d'opérer. Les inquiétudes quant aux pertes des banques qui ne seraient pas encore totalement révélées continuent de profiter aux emprunts d'Etat dont les rendements baissent encore. Cette baisse ne profite cependant pas aux marchés d'actions qui ont à nouveau corrigé, faisant plus qu'effacer, fin novembre, leurs gains de l'année. Il faut dire qu'aux difficultés de la sphère financière poussant à un durcissement des conditions de prêts s'ajoutent d'une part, la flambée des prix du pétrole et d'autre part, le désordre sur les marchés des changes. Aussi les opérateurs révisent-ils à la baisse les perspectives de croissance. Ils n'ont pas tort mais encore faut-il ne pas sombrer dans un pessimisme excessif. La baisse du moral des marchés se nourrit des anticipations suivantes. Après un beau rebond, la croissance américaine va se ralentir et aura probablement de la peine à dépasser 1% l'an au cours des prochains trimestres. La crise immobilière n'est pas finie. Dans la zone euro l'expansion va aussi ralentir. L'euro est de plus en plus cher et la BCE n'est pas encore prête à baisser son taux d'appel d'offres. Fondamentalement l'inflation dans la zone ne menace pas dans la mesure où l'inflation salariale reste très modérée mais la hausse des prix s'est accélérée jusqu'à 3% l'an sous la poussée des prix des produits alimentaires et énergétiques et la masse monétaire M3 continue de dérapier. Enfin en Chine l'expansion pourrait se ralentir plus nettement que prévu sous l'action des autorités monétaires, contraintes à plus de sévérité, les déséquilibres inflationnistes s'accroissant. Mais jusqu'ici les profits des sociétés non financières, notamment aux Etats-Unis, ont bien résisté et la Réserve Fédérale a des degrés de liberté pour davantage baisser les fonds fédéraux. La croissance dans les pays émergents reste solide. L'argent demeure abondant dans le monde, la liquidité étant principalement nourrie par l'envolée qui se poursuit des réserves de changes de ces mêmes pays émergents : pays exportateurs de pétrole et pays asiatiques. Les premiers profitent des prix élevés du pétrole, les seconds ont une compétitivité qui leur fait encore gagner des parts de marché de sorte qu'ils continuent d'engranger des excédents commerciaux considérables. L'abondance de ces réserves nourrit les fonds souverains de ces pays qui disposent d'une manne considérable prête à s'investir. Restons donc lucides pour être présents là où ces fonds saisiront les occasions qui ne manqueront pas de se présenter. ■

Jean-Michel Boussemart, Conseiller économique du Groupe UFG

## Réserves de changes en milliards de dollars



## RENCONTRE

### UFG REM participe aux Rencontres "Investissement Immobilier" de l'Agefi.

L'Agefi organise le 13 décembre 2007 les 10<sup>es</sup> Rencontres Annuelles de l'Investissement Immobilier sur le thème : « Nouveaux supports 2008 : quels cadre fiscal, coût et attractivité pour les investisseurs ? ».

Au programme :

- Quel premier bilan 7 mois après la publication du Règlement Général AMF modifié encadrant le régime des OPCV ? Quelles questions restent encore en suspens ? Quel chemin reste-t-il à parcourir ?
- Immobilier physique vs « pierre-papier », quels nouveaux supports de diversification pour les investisseurs en 2008 ?
- Quelles conséquences de la crise des sub-primes ? Quelles innovations en termes de financement ?

Les débats seront animés par Sébastien Leroy, Journaliste de l'Agefi et Marc Bertrand, Directeur Général délégué d'UFG REM, y participera.

## À LA UNE

### Elixime Cash Optimum et Elixime Court Terme à l'honneur dans le Palmarès Europerformance du 30 novembre 2007.

Europerformance vient de publier son palmarès à fin novembre 2007.

Deux fonds de la gamme monétaire d'UFG IM se distinguent dans la catégorie Trésorerie Dynamique Euro :

- Elixime Cash Optimum ★★★★★ est classé 1<sup>er</sup> sur 68, sur 5 ans, avec une performance de 15,23 %.
- Elixime Court Terme ★★★★★ est classé 1<sup>er</sup> sur 33, sur 10 ans, avec une performance de 38,69 %.

Notation globale Morningstar™ à fin novembre 2007

La lettre du Groupe UFG Numéro 9 / décembre 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 : 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

# Plus de peur que de mal...

De ce mois de novembre quelque peu chahuté on retiendra que les marchés d'actions ont finalement assez bien résisté. Bien sûr ces derniers ont baissé avant de se reprendre un peu en fin de période, mais cette baisse a été modérée comparativement au flot de mauvaises nouvelles auquel ils ont été confrontés.

**T**out au long de ce mois, les scénarios les plus pessimistes ont pu prendre corps tant les annonces venant des banques mettaient en évidence les difficultés qu'elles rencontraient sur le marché du crédit et pouvaient, au final, inquiéter sur leur santé financière, dégradée par les importantes provisions qu'elles disaient devoir constituer. On sait qu'une économie ne peut correctement tourner que si elle est soutenue par un système bancaire en bonne forme. On comprend aisément que dans ce contexte les prévisions économiques pour l'année 2008 étaient au fil des jours sérieusement révisées à la baisse. La hausse des prix du pétrole n'a bien sûr rien arrangé puisqu'elle vient mordre sur le pouvoir d'achat des consommateurs des pays développés et tirer à la hausse les indices d'inflation, ce qui contraint les banques centrales à plus de vigilance.

### Mais tout n'est pas noir...

En dépit de ce contexte difficile, les indices boursiers sont aujourd'hui loin des niveaux qu'ils avaient atteints au cours de l'été, à une seule exception notable près qu'est la Bourse de Shanghai qui, devenue très chère, a subi en novembre une sévère correction. Plusieurs explications peuvent être avancées.

Tout d'abord, les marchés ont bien pris conscience du soutien qu'apportent à double titre les pays émergents : au titre de la croissance car, malgré les révisions à la baisse des prévisions économiques pour les pays développés, on attend toujours pour l'année prochaine une croissance mondiale supérieure à 4%. Mais aussi de façon directe sur les marchés, grâce à la liquidité abondante dont ces pays disposent, du fait des excédents commerciaux qu'ils dégagent, et qui leur donne la possibilité de prendre des participations significatives dans le capital de sociétés occidentales cotées, comme on a pu le constater très récemment.

### Il n'y a pas de spirale inflationniste

Par ailleurs, les pays développés disposent encore de marges de manœuvre en matière de politique monétaire. On peut légitimement s'inquiéter de la hausse des indices de prix, consécutive à l'envolée des prix du pétrole mais pour l'instant aucune spirale inflationniste ne semble se mettre en place, comme en témoigne la croissance modérée des salaires. Aussi, la FED peut-elle encore baisser ses taux d'intérêt et ne manquera pas de le faire autant que nécessaire pour soutenir son économie. La BCE, qui s'est enfermée dans un discours sans nuance sur un objectif explicite de hausse des prix, aura

plus de mal à adopter une position pragmatique. Mais nul doute qu'elle ne pourra rester éternellement indifférente aux effets déflationnistes de l'euro fort.

Au total, inquiets de la situation du système bancaire mais rassurés par le soutien potentiel des pays émergents et des banques centrales, les marchés boursiers pourraient se stabiliser sur les niveaux actuels. Pour repartir de l'avant, deux conditions devront être remplies : une meilleure connaissance de la situation exacte des banques, qui permet de restaurer la confiance, et des statistiques économiques qui viennent confirmer le scénario d'une croissance mondiale toujours solide. Sur ces deux points, on sent bien qu'il faudra un peu de temps. Le plus probable à court terme est donc le statu quo. ■ Christian Desbois, Directeur Général UFG IM, le 4/12/2007

## ACTUALITÉS

### LA VALEUR DU MOIS

#### Saint-Gobain

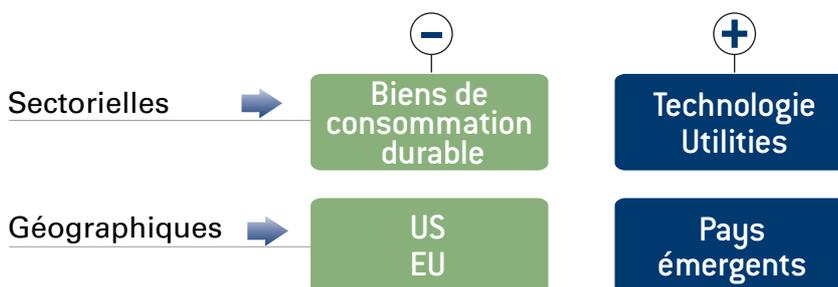
Saint-Gobain a été récemment, pour différentes raisons, sous le feu de l'actualité.

La première concerne les différentes mesures mises en avant pour réduire la pollution et les gaz à effet de serre lors du « Grenelle de l'environnement ». Saint-Gobain, dont les produits destinés à la construction représentent actuellement 24% du chiffre d'affaires et le vitrage, 12%, pourrait connaître un développement accru avec l'utilisation systématique de produits hautement isolants profitant des dernières innovations. Le pôle distribution de matériaux, qui représente actuellement 42% du chiffre d'affaires, bénéficiera également d'une activité supplémentaire. A ce jour, Saint-Gobain estime que le tiers de son chiffre d'affaires actuel est concerné par la problématique environnementale.

La seconde concerne la prise de participation de plus de 17% du capital par le groupe Wendel, qui valide nous semble-t-il le point exprimé ci-dessus, à savoir la visibilité de l'activité de Saint-Gobain sur les prochaines années.

La troisième concerne l'annonce d'une amende par la Commission européenne pour entente illicite sur les prix. Bien que largement provisionnée, cette sanction a pesé sur le cours de Saint-Gobain, rendant le titre encore plus attractif en termes de valorisation. Saint-Gobain affiche un P/E relatif au marché de 0,9 fois pour un rendement de près de 3% et une croissance du bénéfice net par action supérieure à 10% pour les deux prochaines années.

### Les convictions d'UFG IM



# La petite entreprise connaît-elle la crise ?

Dans le maelström des commentaires planétaires, on entend chaque jour les propos de spécialistes éminents (ils le sont tous, cela va de soi !) vaticinant et ratiocinant sur les conséquences de la crise des sub-primes sur le marché des dettes LBO.

**T**ous ont raison sur le fait que, pour le moment, les robinets sont assez grippés pour les montages de dettes sur des grosses opérations, que les conditions de rémunération des risques vont s'accroissant, que les leviers seront plus faibles et que le marché des opérations secondaires va souffrir.

Les avis divergent toutefois sur l'horizon de sortie de crise et les modalités. S'agissant toutefois des affaires plus petites, c'est-à-dire concernant des valorisations de quelques dizaines de millions, voire de quelques centaines, le panorama paraît plus contrasté.

## Des situations nuancées

On ne peut certes pas affirmer que la PME ne connaît pas un peu la crise dans le monde du private equity : les taux des dettes d'acquisition et les commissions de montage montent, mais les opérations présentant des fondamentaux corrects et bien connus de leurs banques de proximité, continuent à se « boucler ».

Pourquoi ? Parce que sur ce segment côté LBO ou financement d'acquisition, les dettes se montent la plupart du temps en « clubdeal » et qu'elles ne font pas l'objet des pratiques « originate and sell » observées sur les grosses opérations : ces opérations restent « en banque » et sont donc rarement touchées par la financiarisation des actifs bancaires. À cela il faut ajouter que les leviers de dette ont été et restent dans les limites du raisonnable. On n'a pas oublié les bons principes de nos maîtres : un de dette pour un de fonds propres !

Et puis, côté capital développement, le gros ventre de l'activité du private equity en nombre, on ne signale pas de vrai problème d'autant que tout est fait pour que ces PME puissent de plus en plus trouver

« ressource à leur(s) pied(s) » dans les deux sens du terme ! Oui, ce bon vieux capital développement revient au-devant de la scène au point qu'on lui consacre colloques et conférences (où l'on retrouve d'ailleurs les « éminents », les mêmes !). On ne s'y trompera pas quand l'un des plus vieux acteurs du PE en Europe annonce qu'il a investi davantage en capital développement qu'en LBO au cours du premier semestre alors même que ses investissements en LBO croissaient de 85% sur la même période.

Quant au capital risque (« venture »), il continue à regagner du terrain même si on peut encore regretter que l'amorçage soit de plus en plus délaissé, ce qui risque de tarir la vertueuse noria du métier. Il faudra sans doute sur ce plan que les pratiques évoluent et permettent aux « amorçeurs » de ne plus se faire systématiquement « exploser » dans les tours qui suivent leur intervention. Ou alors il faudra que l'amorçage procède de la puissance publique : est-ce vraiment souhaitable ?

## Le bon côté du non coté

Il faut certes rester vigilant dans ces périodes d'hésitation « paranoïaco-panurgique », mais il reste encore de belles opérations à faire dans le monde des PME : c'est le bon côté du non coté quand on se positionne sur la vraie construction de valeur, c'est-à-dire celle que des entrepreneurs femmes et hommes s'emploient à construire avec ténacité et courage dans leur entreprise, et que d'autres entrepreneurs « capital investisseurs » leur apportent leur concours.

Nous en voulons pour preuve le parcours de Mindscape que nous épaulons depuis deux ans et qui vient de s'introduire en Bourse sur Alternext avec succès pour

lever plus de 11 millions d'euros et ainsi financer son développement.

Il s'agit de notre première introduction d'une société de notre portefeuille, que nous savourons d'autant plus dans les circonstances actuelles. ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 2/12/2007

## ACTUALITÉS

### Private to Public : "play Mindscape" !!

Le 3 décembre dernier Mindscape, le leader des jeux vidéos et des contenus interactifs pour la famille en France, a annoncé le succès de son admission sur Alternext malgré un contexte boursier particulièrement difficile : l'opération constitue une vraie réussite, tant auprès des investisseurs institutionnels que des particuliers.

Le prix d'émission définitif a été fixé à 17,52 € par action. Le nombre total d'actions mises sur le marché est de 663 482, soit un produit brut total de 11 624 205 €. Jean-Pierre Nordman, Président du Directoire de Mindscape, son équipe et ses deux partenaires financiers Fortis PE et UFG Private Equity ont ainsi atteint au bout de deux ans de travail et de partenariat une étape importante qui permet de donner visibilité et nouveaux moyens à cette belle PME qui compte près de 150 salariés.

Après avoir développé de nouveaux supports produits, pénétré de nouveaux marchés et modes de distribution et fait l'expérience de la croissance externe, Mindscape inscrit son introduction en Bourse dans une logique de financement de la croissance interne et externe. C'est ainsi que le produit net de l'augmentation de capital sera essentiellement consacré au développement de nouveaux produits, à l'achat de nouvelles marques et de nouvelles licences, et au développement international.

# Les nouvelles voies de la financiarisation de l'immobilier

L'immobilier, en tant que classe d'actif, franchit sans doute une nouvelle étape de son processus de financiarisation. De nouvelles techniques voient le jour et se développent, offrant de nouvelles possibilités aux investisseurs de s'exposer aux bêtas de l'immobilier.

démographique, la construction, les infrastructures, la croissance des services urbains... Ces fonds, à l'exemple de Elixime Proximo ou Elixime Sélection Real Estate gérés par UFG IM, ont pour vocation de proposer aux investisseurs de nouvelles manières de s'exposer à la thématique large de l'immobilier, que tout le monde ressent comme mondiale et corrélée au nombre d'individus sur la planète, et donc porteuse de croissance !

Cette innovation financière autour de l'immobilier devrait permettre aux gérants de proposer des produits plus complets et plus aboutis à des investisseurs qui souhaitent se diversifier et s'exposer aux risques de l'immobilier sans se spécialiser dans des opérations immobilières, dont ils ne maîtrisent pas nécessairement le risque et qui offrent peu de liquidité. A l'inverse, des investisseurs plus avertis et expérimentés continueront d'être séduits par des opérations immobilières identifiables, sans doute plus risquées mais dont les taux de rendement sont en conséquence.

C'est bien l'intérêt du processus de financiarisation : il n'étouffe pas les modes d'investissement classiques, mais en propose de nouveaux, permettant aux investisseurs de se diversifier géographiquement ou sectoriellement, d'une manière plus liquide et sur des risques maîtrisés. ■ Marc Bertrand, Directeur Général UFG REM, le 10/12/2007



La financiarisation de l'immobilier s'opère sous plusieurs modes, et il serait erroné de penser que ce processus est récent. En matière de financements, les professionnels de l'immobilier, qu'ils soient marchands, promoteurs, asset managers, foncières... ont développé avec les banques de multiples techniques de financement, parfois avec un enthousiasme préjudiciable comme lors de l'euphorie de la période 1989-1992. Il est intéressant de constater que les prêteurs comme les emprunteurs ont visiblement retenu un certain nombre d'enseignements de cette période et que le financement récent des professionnels de l'immobilier est resté raisonnable.

Diverses techniques d'ingénierie financière se sont développées très rapidement dans les années 90, particulièrement dans les structures de défaisance qui ont alors vu le jour. Ces montages, très souvent internationaux, étaient justifiés par la nécessité de « nettoyer » les bilans, de financer le portage et de permettre les cessions sans double ou triple pénalisation fiscale. Ces montages se sont révélés particulièrement inventifs, et les plus efficaces de ces montages sont désormais devenus des schémas d'investissements classiques pour les investisseurs internationaux.

Force est de constater que la première motivation de ces montages est fiscale. Étant donné la complexité et l'hétérogénéité des fiscalités immobilières nationales, l'efficacité fiscale d'un montage

l'emporte souvent sur toute forme de subtilité financière. C'est principalement ce point qui a été le frein au développement d'une véritable ingénierie financière de l'immobilier : les professionnels se sont concentrés sur l'efficacité fiscale et immobilière de leurs opérations, souvent au détriment d'une optimisation financière.

Plus récemment ont commencé de se développer des techniques de couverture ou d'exposition au risque via l'utilisation d'indices immobiliers. Plus directement applicables et efficaces pour des portefeuilles que pour des monteurs d'opérations, ces techniques de couverture ou d'exposition de risques se sont plus volontiers répandues chez les foncières, gérants de portefeuilles et gestionnaires de véhicules collectifs. La publication plus fréquente et la fiabilisation d'indices immobiliers de référence contribueront à attirer de nouveaux acteurs sur ces produits et faciliteront la liquidité et l'efficacité de ces outils. Les croissances très rapides des marchés des dérivés sur indices immobiliers observées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni laissent présager une belle marge de progression de ces techniques qui doivent permettre aux investisseurs de diversifier ou de couvrir leurs risques immobiliers, sans pour autant avoir à investir ou désinvestir de portefeuilles immobiliers physiques.

Dans le sillage de ces innovations et de l'analyse des facteurs de risques de l'immobilier, commencent à poindre des produits nouveaux « autour de l'immobilier » sur des thèmes comme la croissance

# La crise perdure... Toujours des opportunités...

Après un très bon mois d'octobre, les marchés hésitent de nouveau : récession aux Etats-Unis à la suite des problèmes du secteur bancaire ou croissance modérée soutenue par la bonne santé des pays émergents.

**D**ans cette deuxième vague de baisse, on peut noter une différence : la fin du découplage des actions émergentes avec celles des pays de l'OCDE ; et une constante : la poursuite des difficultés du marché du crédit.

Pour les stratégies alternatives, la situation est un peu plus simple à gérer qu'au mois d'août. Ce n'est plus une pure crise de liquidité avec ses ventes paniques et ses difficultés à trouver une couverture efficace, mais une crise classique de confiance dans l'économie à maintenir un taux de croissance suffisant pour soutenir les résultats des sociétés. La composante crédit, elle, vient du maintien de l'incertitude sur le bilan réel des banques, et donc de la nécessité de dégrader encore la valorisation d'un certain nombre de structures.

Dans leur ensemble, les gestionnaires, malgré un mois d'octobre très favorable,

avaient diminué leur « leverage » et leur position nette aux actions. Novembre sera donc moins douloureux qu'août. Cependant, la poursuite de la dégradation du crédit aura pénalisé les distressed, les Long & Short credit – il est toujours compliqué de bien se couvrir dans un marché en décomposition – et de nouveau les convertibles-arbitrages.

Peu ou pas de surprise pour les Long & Short actions qui ne supportent qu'un tiers à la moitié de la baisse et, sauf drame en décembre, devraient faire une bonne année 2007, autant en relatif par rapport à leur sous-jacent qu'en absolu (entre 8 et 10%).

Les stratégies de relative value n'ont pas connu de vrai souci et on peut enfin noter le bon comportement des fonds de futures jusqu'à ces derniers jours. Ils étaient absents des actions (trop volatiles) mais présents sur les commodities et les devi-

ses (attention au retournement en cours !).

Au total, le manque de direction, la volatilité et les retournements brusques rendent les marchés actuels difficiles à gérer. Globalement, la gestion alternative a de nouveau montré, en 2007, sa robustesse dans un environnement difficile. La poursuite de la restructuration du marché du crédit, les valorisations plutôt basses de nombreux secteurs, devraient créer des opportunités pour les mois à venir. ■ Gilles Rouchié, Directeur Général UFG Alteram, le 4/12/2007

## ACTUALITÉS

### RAPPORT ADHÉMAR

#### Assouplissement de la réglementation

En envisageant d'assouplir sa réglementation sur la multigestion alternative dans le sens du rapport Adhémar de septembre dernier, l'AMF offre aux gérants un nouveau cadre et de nouvelles perspectives d'investissement, salués par la profession [substitution de principes généraux aux 13 critères réglementaires d'éligibilité, autorisation de mise en place de seuils de rachat « gates »...].

Les sociétés de gestion sont ainsi responsabilisées par la conduite de diligences appropriées et la justification a posteriori de leurs décisions d'investissements.

### À LA UNE

#### Alteram Trésorerie + ★★★★★

Premier sur 3 ans dans la catégorie Europerformance Trésorerie Alternative avec une performance de 13,43 %.

#### Alteram Asia

Premier sur 1 an dans la catégorie Europerformance Long Short/Equity avec une performance de 14,45 %.

Notation globale Morningstar™ à fin novembre 2007

## Les indices Edhec (Performance en \$)

Au 31/10/2007	Y to D flat	2006	3 ans annualisés	Volatilité 3 ans
Edhec Convertible arbitrage Index	6,15 %	12,33 %	5,80 %	3,84 %
Edhec FI Index	6,92 %	7,46 %	6,80 %	1,32 %
Edhec Equity Market Neutral index	7,91 %	7,53 %	8,05 %	1,71 %
Edhec Merger arbitrage index	10,64 %	13,71 %	10,73 %	2,93 %
Edhec Event Driven index	12,46 %	15,51 %	11,20 %	4,13 %
Edhec Distressed Index	9,73 %	15,26 %	13,60 %	3,28 %
Arbitrage Index	8,19 %	10,93 %	8,74 %	2,38 %
Edhec LS index	13,14 %	11,79 %	13,89 %	5,27 %
Edhec CTA index	12,71 %	5,87 %	7,60 %	8,01 %
Edhec Global Macro Index	12,63 %	7,85 %	11,11 %	4,37 %
MSCI World local currency	8,58 %	13,52 %	14,31 %	7,35 %
SSB 10 year Treasury	5,51 %	1,38 %	2,71 %	5,23 %
T-Bill 3 months	3,91 %	4,82 %	4,08 %	0,30 %

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

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](http://www.groupe-ufg.com)

RELATIONS PARTENAIRES-UFG PARTENAIRES

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

**Groupe UFG**  
un monde d'alternatives