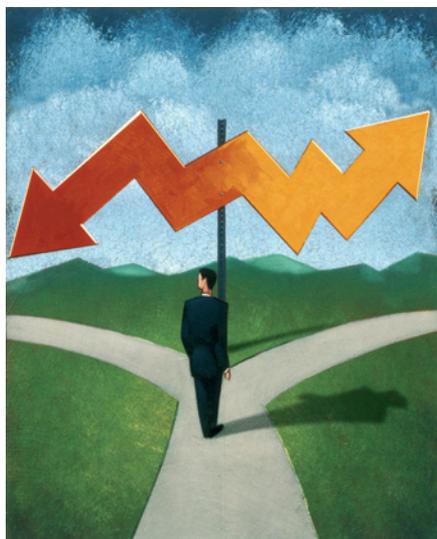


ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

Le marché américain : Bull or Bear ?



Rarement le consensus a été aussi peu... consensuel. Un point d'accord : la croissance américaine est menacée, mais jusqu'où ? Telle est la question : du ralentissement à la récession profonde.

Début 2007, l'économie mondiale connaissait un taux de croissance record supérieur à 4,5% en rythme annuel et l'économie donnait l'impression d'être entrée dans un nouveau paradigme, résultat des bienfaits de la mondialisation. L'allocation optimale des ressources se traduisait par une croissance extraordinaire en Asie de par son ampleur couplée à des excédents commerciaux et financiers, une croissance satisfaisante dans les pays développés (Etats-Unis, Europe, Japon), des profits

records pour les entreprises, des taux d'endettement très faibles pour les entreprises, des Bourses « raisonnables » en termes de valorisation. Comme il fallait bien « s'inquiéter un peu », les marchés surveillaient avec attention l'inflation des matières premières, et notamment du pétrole, la croissance mondiale ayant pour corollaire de pousser les matières premières à la hausse.

A l'époque, seuls quelques économistes et hedge funds s'inquiétaient d'une titrisation excessive de la dette. Les banques américaines avaient trouvé un relais de profit dans la titrisa-

suite en page 2

SOMMAIRE

Le Groupe UFG

- Où en est l'économie américaine ?

page 3

UFG IM

- Une disparité étonnante entre places boursières
- La valeur du mois : Vivendi
- Les convictions d'UFG IM

page 4

UFG PE

- Le deal flow condition suffisante d'une bonne sélection ?

page 5

UFG REM

- L'immobilier français dans la crise financière : préjugés et réalités

page 6

UFG Alteram

- Dans la tourmente des marchés, les gérants alternatifs réduisent leurs risques...

page 7

ACTUALITÉS

Une croissance record des encours pour 2007

Le Groupe UFG affiche une croissance de plus de 22% de ses encours gérés et conseillés en 2007. Les synergies dégagées par le rapprochement en juin 2006 des entités de gestion pour compte de tiers du CMNE ainsi que la bonne maîtrise des produits dits alternatifs ont permis au Groupe UFG d'enregistrer une collecte record de 2,5 milliards d'euros en OPCVM et SCPI en 2007 et une progression de 785 millions d'euros des encours conseillés. Au 31 décembre 2007, le Groupe UFG gère et conseille plus de 21 milliards d'euros d'encours.

• **UFG Alteram** (Multigestion alternative), les encours gérés sont passés de 2,15 milliards d'euros à fin 2006 à plus de 3,5 milliards d'euros fin 2007, soit + 62% de croissance.

• **UFG REM** (Immobilier collectif non coté), grâce à ses SCPI conserve sa place de leader national avec 5,2 milliards d'euros sous gestion, soit une collecte de 680 millions d'euros représentant 50% de la collecte du secteur.

• **UFG IM** (Gestion classique et thématique), ses encours ont progressé significativement (+11%) à 11,4 milliards d'euros gérés et conseillés.

• **UFG PE** (Private equity) a doublé ses encours sur 2007 avec une collecte record de 65 millions d'euros en FCPI et FIP.

Ce sont de belles performances dans un marché qui a globalement fortement décollecté [-44 milliards d'euros].



suite de l'édito

tion à outrance des crédits. Le plus évident était les tristement célèbres subprime, prêts hypothécaires, revendus sous forme de tranches avec un degré de sophistication tel qu'in fine plus personne ne sait exactement qui est créateur de qui (cf. Édito du Groupe UFG de janvier 2008) : 1 000 subprime RMBS ont été titrisés, donnant lieu à 18 000 tranches qui circulent dans le marché, dont les valeurs sont potentiellement très différentes... de zéro au pair. La bicyclette est tombée quand le marché immobilier résidentiel a commencé à se retourner.

« la bicyclette est tombée... »

D'une crise immobilière relativement marginale, le phénomène s'est ainsi propagé à la sphère financière avec comme conséquence quelques mois plus tard, une menace forte de deuxième crise toujours liée à l'excès de titrisation. Les marchés réalisent que les réhausseurs de crédit (monolines) existent... et sont loin d'être aussi solides que ce que leur notation (généralement supérieure à AA) laissait supposer. Les nombres font frémir, 45 000 milliards de CDO (Collateral Debt Obligation) et CDS (Credit Default Swap), soit 9 fois le montant de la dette cash, ont été émis. Là également une partie des CDO et des CDS ont été émis sur des signatures de corporates de bonne qualité alors que d'autres ont pour sous-jacents des tranches BBB de RMBS rehaussés artificiellement en AAA et AA...

La perte de confiance augmente même si le côté « too big to fail » est presque rassurant. Il n'en demeure pas moins que les « bearish » ont de véritables arguments.

Le ralentissement de l'immobilier résidentiel (chute de 7 à 5 millions des ventes, baisse de 50 % des mises en chantier en l'espace d'un an, allongement des délais de vente passant de 5 à 10 mois, baisse de plus de 50 % des prix de vente du neuf dans certaines régions et 5 % au niveau national, etc.), se traduit par une baisse d'activité générale, une perte de confiance et donc une baisse de la consommation des ménages ; parallèlement la correction de l'excès de financiarisation se traduira par une contraction de l'offre de crédit et l'augmentation de la probabilité de défaillance d'un établissement financier ou bancaire de taille moyenne ; bref autant d'arguments justifiant des anticipations récessionnistes.

Pour résumer, il est facile aujourd'hui d'être négatif sur les marchés d'actions :

- Techniquement, le marché est faible et, de par sa liquidité structurelle, il est le plus facilement utilisé ;
- Les prix de l'énergie et des matières premières sont élevés ;
- Les pertes dans le secteur financier sont déjà importantes et celles à venir sont inconnues ;
- Les réhausseurs de crédit (monolines) sont des bombes potentielles ;
- Le dégonflement global des bilans menace la croissance économique mondiale.

Va-t-on passer du ralentissement à la récession aux Etats-Unis ?

Cependant, un cycle boursier baissier s'accompagne ou est précédé de :

- Une économie en surchauffe, i.e. au-dessus de son taux de croissance moyenne, ce qui n'est pas le cas ni en Europe ni aux US ;
- Une inflation en hausse forte et durable, ce qui est loin d'être le cas aux US avec une inflation « core » aux alentours de 2,2 % ;
- Une forte chute des profits avec des annonces de révisions à la baisse inattendues, ce qui n'est pas le cas en dehors du secteur financier ;
- Une sur-évaluation du marché des actions.

Aucun de ces facteurs n'est aujourd'hui présent et, à l'inverse, les fondamentaux des entreprises industrielles américaines sont pratiquement au meilleur de leur forme : le taux d'endettement / capital est au plus bas depuis 25 ans (38 %), les profits proviennent essentiellement (90 %) des activités récurrentes (et non pas des opérations financières), le rendement des actions des sociétés composant le S&P 500 - dividende et rachat d'action - dépasse 5 % et est au

plus haut, la hausse des marchés d'actions depuis 2002 s'explique à près de 90 % par la hausse des profits des entreprises et non pas par une baisse des prix/earning (PER). Ce dernier point indique clairement que nous n'étions pas dans une bulle sur les marchés d'actions.

« deux scénarios possibles »

D'un point de vue purement boursier, les conditions sont, au moins aux Etats-Unis, favorables à un bull market :

- Rapporté aux taux longs et à l'inflation, en terme de valorisation, le marché est revenu au niveau de 2003 ;
- La prime de risque (i.e. profit anticipé à 12 mois moins les taux à 10 ans) est positive de plus de 2 %, ce qui est historiquement très élevé (en moyenne sur 30 ans, elle est égale à 0 %) ;
- Sur les 50 dernières années, le PER demandé pour une inflation comprise entre 1 et 3 % était de 17 fois les résultats. Il est aujourd'hui inférieur à 14 ;
- Sur la même période de 50 ans, à chaque fois que le PER était compris entre 14 et 16 le rendement moyen des 12 mois suivants a été de 14,9 %.

Enfin, si les marchés anticipent généralement une récession (et pour partie la provoquent), le tableau ci-dessous, qui reprend tous les cycles baissiers depuis la deuxième guerre mondiale, confirme l'impression que le plus gros de la baisse est derrière nous et cela même si les US entraînent en récession.

Plus haut		Plus bas		% de baisse	Nombre de mois	Baisse des P/E + haut/bas
Date	S&P 500	Date	S&P 500			
juin 1948	17,06	juin 1949	13,55	-21 %	12	-38 %
décembre 1952	26,59	août 1953	22,71	-15 %	8	-18 %
juillet 1956	49,74	décembre 1957	39,42	-21 %	17	-15 %
juillet 1959	60,62	octobre 1960	52,3	-14 %	15	-10 %
décembre 1961	72,64	juin 1962	52,32	-28 %	6	-34 %
janvier 1966	94,06	septembre 1966	73,2	-22 %	8	-27 %
novembre 1968	108,37	juin 1970	72,72	-33 %	19	-31 %
décembre 1972	119,12	septembre 1974	62,28	-48 %	21	-63 %
décembre 1976	107,46	mars 1978	86,9	-19 %	15	-26 %
novembre 1980	140,52	août 1982	102,42	-27 %	21	-25 %
août 1987	336,77	décembre 1987	223,92	-34 %	4	-41 %
juillet 1990	368,95	octobre 1990	295,46	-20 %	3	-20 %
juillet 1998	1 186,75	août 1998	957,28	-19 %	1	-19 %
mars 2000	1 527,46	octobre 2002	776,77	-49 %	31	-15 %
Moyenne				-26 %	13	-27 %
octobre 07	1 576,09	janvier 08	1 270,05	-19 %	3	-16 %

Source S&P 500 Omega Advisors

Où en est l'économie américaine ?

Entre la hausse et la baisse, quel scénario retenir ? Il est certain que l'ambiance actuelle n'incite pas à prendre de risque, la volatilité à court terme étant le scénario le plus prévisible. Le scénario de reprise, à mon sens, serait compromis si les événements suivants se concrétisaient :

- Une récession longue et profonde provoquée par le maintien d'une grande faiblesse du secteur de la construction et une faible augmentation des salaires ;
- Une accélération sensible de l'inflation, notamment de l'énergie ;
- Une chute du dollar ;
- Des banques centrales incapables de faire face à la dislocation du marché du crédit ;
- Un écartement tel des « spreads » de crédits qu'il entraînerait une récession ;
- Un nouveau 11 septembre.



Aucun de ces éléments n'est aujourd'hui avéré. Cependant face aux réelles incertitudes, nous ne pouvons que conseiller une allocation d'actifs reposant sur trois piliers : le cash, le Long/Short actions pour bénéficier de la reprise probable en limitant les risques de baisse (et il est toujours très difficile de trouver un « bon point d'entrée » quand on n'est pas investi), l'immobilier de bureau européen pour sa composante cash flow et actif réel. Les proportions entre les trois dépendent de l'horizon que l'on s'accorde. Il est certain qu'en période de tourmente, il est préférable de regarder sur un horizon un peu lointain pour éviter des allers/retours coûteux et pas forcément efficaces. Quant au fameux découplage des pays émergents, il est certain que les économies émergentes et notamment asiatiques sont beaucoup moins dépendantes des Etats-Unis, du moins pour celles qui connaissent des balances de capitaux excédentaires. Cependant, en cas de maintien d'un bear market, les hausses vertigineuses qu'elles ont connues risquent fort de les fragiliser... ■

L'action énergique de la FED a stoppé la chute boursière. Les fonds fédéraux ont été ramenés à 3% fin janvier, abaissés de 125 points de base en une semaine. L'optimiste saluera le pragmatisme une nouvelle fois avéré de la FED, le pessimiste y verra combien la situation économique est grave. La baisse des fonds fédéraux n'est probablement pas finie même si ceux-ci en termes réels sont désormais négatifs, la hausse des prix étant d'un peu plus de 4%. Cette dernière doit cependant beaucoup à la flambée des prix du pétrole qui s'est arrêtée depuis novembre. Si l'on raisonne à partir de l'inflation sous-jacente, 2,4% sur un an, les fonds fédéraux en termes réels sont encore positifs. Or, en période de difficultés économiques, ces taux sont en général amenés en territoire négatif. Les récents indicateurs suggèrent que le scénario de la récession a gagné en probabilité. Celle-ci n'est pas encore certaine. Un plan de relance de 150 milliards de dollars (1% du PIB) devrait être rapidement mis en application et ajouter ses effets stimulants à ceux déjà à l'œuvre de la

baisse des taux. La croissance a été à peine positive fin 2007 et elle le sera probablement encore au premier semestre 2008 avec un affaiblissement de la consommation des ménages et une décélération des investissements des entreprises. La dégradation du marché du travail et le ralentissement de la hausse des salaires pèsent sur le pouvoir d'achat alors que le taux d'épargne des ménages est nul. La détérioration des marges des entreprises et le durcissement des conditions de crédit laissent à penser aussi que la dynamique de l'investissement des entreprises ne peut que faiblir. Il est vrai cependant que ce dernier a pris du retard dans la phase haussière du cycle. Il y a cependant des points positifs qu'on ne doit pas oublier. Bien que d'un niveau modéré, les stocks ont baissé en fin d'année passée, ce qui a pesé sur le PIB et ne devrait pas se renouveler. Les exportations sont compétitives vis-à-vis de celles des pays développés. Enfin la correction dans le secteur de la construction résidentielle, si elle n'est pas finie, est déjà sévère. Le nombre de mises en chantier de logements, rapporté au nombre d'habitants, vient de retrouver pratiquement ses plus bas historiques à partir desquels dans le passé les rebonds ont toujours été vifs. Certes les stocks de logements invendus sont encore élevés, mais ils ont commencé à baisser. Par ailleurs les taux hypothécaires chutent et le prix médian d'un logement neuf est très proche de ses plus bas historiques si on l'exprime en années de revenu disponible par tête. Après un passage à vide l'activité devrait repartir à la hausse avant les élections. ■

Jean-Michel Boussemart, Conseiller économique du Groupe UFG

Etats-Unis :

Prix médian d'un logement neuf en années de revenu disponible brut par tête



Source: CUE-Revercode

La lettre du Groupe UFG Numéro 11 / février 2008

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), Groupe UFG, Fotolia-Nikolai Pavlov, 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

Une disparité étonnante entre places boursières

Rarement un début d'année avait été aussi mauvais pour les marchés d'actions et en cela le mois de janvier a été exceptionnel.

Mais il aura aussi étonné par la grande dispersion des performances d'une place boursière à l'autre : sur ce seul mois, l'indice phare du marché américain, le SP 500, abandonnait un peu plus de 6% quand, sur la même période, l'indice européen, l'Eurostoxx 50, chutait de près de 14%. Une telle différence pourrait surprendre puisque ce sont les banques et les ménages américains qui sont à l'origine des problèmes auxquels ont à faire face les marchés financiers. Le surendettement de nombreux ménages aux Etats-Unis met à mal les banques qui leur ont consenti des prêts de façon hasardeuse, lesquelles vont nécessairement à l'avenir être plus frileuses, ce qui va conduire à un fort ralentissement de la consommation et donc de l'activité économique. En revanche, les ménages européens ne sont pas du tout dans une situation comparable et ce n'est donc que par contagion que l'Europe va souffrir du ralentissement américain.

Le déséquilibre des marchés européens...

Cette très mauvaise performance des indices européens a trouvé bien sûr son origine dans la liquidation brutale des positions à laquelle la Société Générale a été contrainte de procéder. Ses engagements étaient exclusivement sur les marchés européens et d'une telle taille que les ordres pour les liquider ne pouvaient que déséquilibrer ces marchés.

Mais au-delà de ces explications techniques, il faut voir dans cette meilleure résistance des actions américaines le

résultat du pragmatisme et de la réactivité dont font preuve les autorités de ce pays. L'annonce d'un plan de relance budgétaire de 1% du PIB, combiné à une forte baisse des taux, laisse espérer un rebond de l'économie après le creux qu'elle connaît actuellement. En revanche l'absence de mesures de soutien de ce côté-ci de l'Atlantique contraste singulièrement avec l'activisme américain. Les investisseurs pensent ainsi que dans le cycle les Etats-Unis sont toujours en avance sur l'Europe et en tirent les conclusions sur le plan boursier.

... Contraste avec la résistance des actions américaines.

Pour les semaines à venir, les marchés vont donc devoir évaluer les scénarios de sortie de cette phase de ralentissement de l'économie mondiale et c'est sur ce thème que se déterminera l'évolution des marchés boursiers. S'agit-il aux Etats-Unis d'un ralentissement, voire d'une récession, de courte durée ? Ou au contraire, les difficultés du système bancaire américain vont-elles durablement freiner la distribution de crédits et donc l'économie ? Dans quelle mesure les pays émergents pourront-ils, dans l'un ou l'autre cas de figure, continuer de soutenir la croissance mondiale ?

Les marchés resteront donc probablement d'une grande nervosité au gré des statistiques qui seront publiées. La difficulté supplémentaire sera que pour les pays émergents c'est souvent avec bien du retard que sont connus leurs indicateurs économiques.

Un raisonnement optimiste !

Notre conviction reste que l'économie mondiale conservera au total un taux de croissance correct, de l'ordre de 4% mais qu'à défaut de certitudes sur ce que sera finalement le bon scénario économique, les repères sont à trouver dans les évaluations des sociétés. De nombreuses entreprises sont d'ores et déjà cotées à des prix qui protègent de bien des aléas sur l'évolution à court terme de leurs résultats. C'est aujourd'hui le seul raisonnement sur lequel on est tenté de s'appuyer pour entretenir un peu d'optimisme. ■ Christian Desbois, Directeur Général UFG IM, le 7/02/2008

ACTUALITÉS

LA VALEUR DU MOIS

Vivendi

Récemment, Vivendi vient de passer à l'offensive avec la reprise des minoritaires de Neuf Cegetel et l'apport de Vivendi Games à Activision, lui permettant de devenir, au passage, le premier éditeur au monde de jeux vidéos.

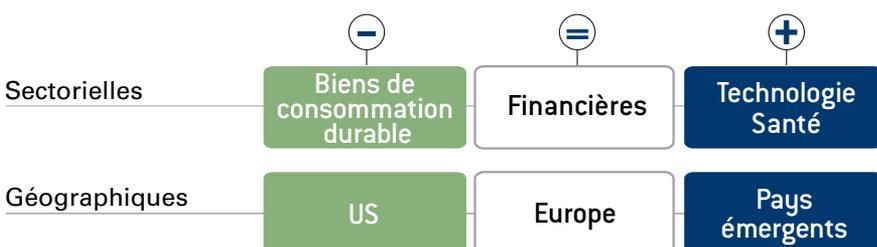
La société est maintenant clairement organisée autour de différents pôles :

- Les télécoms avec SFR, Neuf Cegetel et Maroc Telecom.
- La télévision avec Canal+ Group
- La musique avec UMG
- L'édition de jeux vidéo avec Activision Blizzard.

Vivendi, qui avait défrayé la chronique au début des années 2000 par des acquisitions qui lui avaient causé quelques déboires, commençait à souffrir d'une image d'immobilisme malgré le redressement notable de son bilan.

L'annonce d'une augmentation de capital, pas vraiment nécessaire, pour financer la reprise de Neuf Cegetel a, au contraire, montré la volonté de la société de conserver un potentiel lui permettant de saisir d'autres opportunités. L'annonce de cette augmentation de capital couplée à la morosité des marchés a pesé sur le cours de Vivendi qui présente une valorisation tout à fait attractive avec notamment un rendement élevé. Avec cette acquisition, la visibilité s'accroît pour cette valeur défensive de croissance.

Les convictions d'UFG IM



Le deal flow* condition suffisante d'une bonne sélection ?

Comme dans beaucoup de métiers des marchés de capitaux et de la gestion d'actifs, les termes se sont anglosaxonisés : voici plus de 20 ans les pionniers parlaient de flux d'affaires ou de remontée de dossiers et voici qu'aujourd'hui le « deal flow » fait partie du jargon des équipes de gestion du private equity.

Condition nécessaire à la performance d'une équipe de gestion, un deal flow suffisant et de qualité est en effet la source indispensable d'une bonne sélection pour l'investissement direct et aussi, ne l'oublions pas, pour le « build up », i.e. la croissance externe des participations en portefeuille. Il est donc fondamental de l'entretenir.

Qu'en est-il donc de ce flux d'affaires ?

Il existerait en France environ 1 200 000 « entreprises » mais beaucoup d'entre elles sont unipersonnelles et relèvent plus du commerce et de l'artisanat.

Lorsqu'on essaie de préciser le type de gisement qui peut intéresser les métiers du private equity, on en arrive à distinguer, hors les grands groupes et Big Caps, deux classes d'entreprises.

Tout d'abord la catégorie de celles qui se créent chaque année : elles sont en général, bon an mal an, au nombre de 200 000. Le financement en capital est primordial pour ces affaires dont le risque de mortalité est élevé : en moyenne 50% trépassent dans les 5 ans lorsqu'elles n'ont pas bénéficié de l'accompagnement de quelques « bonnes fées » à leur naissance telles que business angels ou investisseurs professionnels. Il est clair que pour ces derniers le tamisage va s'avérer très fin et que ne resteront dans le tamis que quelques supposées « pépites » dont le taux de mortalité sera sans doute plus faible, 35 à 40 %, mais encore conséquent. C'est dire que même si le taux de sélection est élevé le risque demeure très réel !

Le second type d'entreprises atteint environ 100 000 avec un chiffre d'affaires supérieur à 1 million d'euros (dont seulement 25 000 entre 10 et 300 M€ !!!) et recouvre celui des petites et moyennes dont beaucoup en général se trouvent sous le faisceau du radar. Celles-là ont

déjà passé le cap des maladies infantiles : certaines, soit abordent l'adolescence et toutes ses perturbations liées à la croissance et aux évolutions hormonales y compris celles de leurs dirigeants, soit connaissent les syndrômes de l'âge tant en termes de souffle que de transmission. Dès lors parmi toutes ces sociétés combien font l'objet d'opérations de private equity ?

Bien moins d'un pour cent !

En 2006, selon l'AFIC, seulement 1 400 entreprises ont fait l'objet d'une telle intervention en France et encore si l'on exclut les LBO ce sont à peine pour 536 M€ investis sur 335 sociétés qui ont fait l'objet d'une opération de venture alors que les opérations de capital développement ont concerné 758 entreprises pour 1 057 M€ investis.

Au premier semestre 2007, ces montants ont respectivement atteint 272 M€ pour 227 sociétés et 574 M€ pour 271 entreprises. Il resterait donc de belles perspectives de progression si l'on regarde ces statistiques telles que !

Mais la réalité paraît plus contrastée et requiert des explications plus circonstanciées.

Une réalité plus contrastée

En effet la volonté des investisseurs et leurs prétentions souvent légitimes se heurtent aussi aux cycles des entreprises et à la psychologie très disparate de leurs dirigeants et actionnaires dont, selon une étude récente de Grant Thornton, près de 15% envisagent une opération en capital dans les 4 ans qui viennent alors qu'en termes de transmission on assisterait à un retour en force des intentions de cessions dites « industrielles ». Effet de mode ou tendance de fond ? On ne peut pour le moment qu'émettre des suppositions en liaison notamment avec la situation générale.

Le private equity sur le small business ne se réalise pas en ouvrant un écran « Reuter » le matin, ni en dénouant une position le soir ou le lendemain.

Il exige de voir un nombre important de sociétés et de dirigeants pour qu'au bout du compte, en ayant réduit du mieux possible l'intervalle d'incertitude, une opération se « finalise » dont on ne connaîtra la réussite ou l'échec que quelques années plus tard.

Le deal flow* et l'expérience apparaissent ainsi comme fondamentaux dans ce métier.

Le deal flow de qualité se construit avec le temps et les gisements sont encore fournis. Mais détecter la bonne veine requiert du métier et aussi beaucoup d'humilité et d'opiniâtreté ! ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 8/02/2008

* deal flow : flux d'affaires

ACTUALITÉS

Plus de 368 M€ collectés par les FIP en 2007

Lancés fin 2003, les fonds d'investissement de proximité ont atteint leur maturité. Avec 368 M€ souscrits au 31 décembre 2007, ils enregistrent une collecte record. Deux réseaux bancaires émergent particulièrement : d'une part le Crédit Mutuel, et de manière distincte UFG PE (via le CMNE) et d'autres part, les Caisses d'Épargne. (Source Capital Finance).

Mesures ISF en cas d'investissement dans les PME

La loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat a été publiée au Journal Officiel le 22 août 2007. Tous les décrets d'application de cette nouvelle mesure fiscale ne sont pas encore publiés, mais 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). Le Groupe UFG étudie la faisabilité d'une offre FIP ISF dans sa gamme.

L'immobilier français dans la crise financière : préjugés et réalités

Les commentateurs de la crise financière actuelle citent le plus souvent l'immobilier américain comme l'élément déclenchant de la crise. Bien qu'assez simpliste, ce raccourci est pourtant souvent prolongé par une forte suspicion sur l'immobilier, résidentiel ou d'entreprises, américain, européen ou français, et cela sans réel discernement.

Le propos n'est ici pas de plaider de manière irréaliste une totale déconnexion de l'immobilier français par rapport aux autres marchés, mais juste de fixer des repères simples dans un contexte qui ne l'est pas.

La très forte hausse de l'immobilier résidentiel a été portée par une forte demande et des taux d'intérêts historiquement bas faisant de plus l'objet de la part des banques d'une concurrence sévère. La remontée des taux sur 2006 et 2007 n'a que peu entamé la capacité d'achat des ménages. Depuis l'été 2007, les banques répercutent plus mécaniquement ces hausses et se montrent beaucoup plus sélectives, voire tatillonnes, dans l'octroi des crédits logement. Pour autant, la demande restant forte et l'offre n'excédant globalement pas la demande, les évolutions récentes montrent plutôt

une augmentation des délais d'écoulement qu'une correction des prix. Cet équilibre global de marché ne se vérifie pas localement, où certaines agglomérations souffrent clairement d'une offre surabondante et d'une demande atone ou insuffisamment solvable, quand d'autres souffrent d'une pénurie chronique de foncier et d'une demande exacerbée.

En immobilier d'entreprise, les volumes d'investissement 2007 (29 Milliards d'euros) ont battu tous les records. Deux périodes sont clairement à distinguer. Le premier semestre 2007 a vu baisser les taux de rendement et croître les prix dans des proportions inquiétantes, gommant les hiérarchies de prix et de risques entre les immeubles. La brutale raréfaction du crédit au second semestre a refroidi remarquablement vite cette euphorie. Les taux de rendement se sont globalement redressés d'environ 50 points de base et ont reconstitué une échelle cohérente des risques immobiliers. Les loyers et la demande locative sont restés fermes, avec un taux de remplissage et une demande placée correcte. Là encore, la production de nouveaux locaux est restée globalement en cohérence avec la demande réelle.

Tout irait alors pour le mieux ?

C'est aller un peu vite en besogne. Certains indicateurs laissent présager des turbulences sur le marché immobilier : le cours des foncières cotées a fortement baissé au deuxième semestre 2007, anticipant, mais amplifiant sans doute, une baisse du marché. Remarquons tout de même que le secteur des foncières cotées

résiste bien à la baisse généralisée des marchés actions du début 2008.

Les marchés de dérivés sur indices immobiliers sont clairement « bear ». Expriment-ils en cela une réelle anticipation de baisse du sous-jacent ou un déséquilibre flagrant de la demande de couverture de risque immobilier par rapport à l'offre ? Les prix des dérivés sur indices immobiliers reflètent certainement les deux composantes, mais dans quelles proportions ?

Sur un mode moins financier, on observe un net fléchissement des mises en chantiers et plus largement de l'activité (et des cours !) des promoteurs. Ce net ralentissement n'est d'ailleurs pas qu'une « mauvaise nouvelle de plus » dans ce contexte car elle témoigne d'une bonne réactivité des mécanismes d'ajustement de l'offre.

Quelles conclusions tirer alors dans ce contexte ?

On peut sans doute le résumer de manière relativement simple. La bonne résistance du marché immobilier français s'organise autour d'une demande soutenue. Si cette demande est durablement affaiblie par une récession longue affaiblissant la solvabilité des ménages et la santé des entreprises, les marchés immobiliers correspondants seront alors franchement affectés. Si la crise financière ne contamine pas, ou assez brièvement, l'économie réelle, le marché immobilier français devrait s'en tenir à des évolutions mesurées.

Il appartient aux gérants de portefeuilles immobiliers de tirer les conclusions de ce contexte particulier du marché : rester très sélectif et ne négliger aucuns fondamentaux qualitatifs des investissements, profiter des opportunités laissées par des acteurs plus exposés, rechercher des voies d'investissement acycliques, innovantes... pour continuer de délivrer aux investisseurs les qualités attendues par leur investissement de long terme : régularité des revenus, volatilité faible, protection contre l'inflation... ■ Marc Bertrand, Directeur Général UFG REM, le 7/02/2008



Dans la tourmente des marchés, les gérants alternatifs réduisent leurs risques...

Les stratégies Long & Short sont parvenues à bien amortir le violent mouvement de baisse des marchés actions au cours du mois de janvier, alors que les stratégies d'arbitrage ont été faiblement impactées par les tensions sur les marchés de taux et de crédit.

A lors que les marchés actions avaient pris l'habitude de débiter l'année sur une note positive, ce mois de janvier 2008 aura été marqué par une dégringolade spectaculaire des principales places boursières. La parution de statistiques économiques mal orientées, conjuguée à la peur croissante sur la situation réelle du système bancaire mondial, a en effet entraîné les actions dans le rouge sombre. Les marchés européens ont été particulièrement touchés, comme en atteste le recul de -13,79% de l'indice DJ EuroStoxx 50. En Asie, le thème récurrent du « découplage des marchés » a été mis à mal, puisque l'indice MSCI Asie a chuté de -11,34%. Aux USA, la baisse cumulée des taux directeurs de la Réserve fédérale de 125 points de base n'aura eu qu'un effet limité, l'indice S&P 500 cédant tout de même -6,12%. Mais les problèmes ne se sont pas seulement cantonnés aux marchés actions. La volatilité des marchés de taux a littéralement explosé aux USA comme en Europe, et les marchés de cré-

dit ont été durement impactés, les spreads d'obligations « High Yield » s'écartant à nouveau violemment.

Une bonne résistance de la gestion alternative

Dans ce contexte exécrable, la gestion alternative aura une fois de plus su montrer sa capacité à limiter les pertes en phase de baisse, en ajustant rapidement son budget de risque. Pour analyser les résultats, il convient toutefois de distinguer les grandes familles de stratégies alternatives.

Les fonds d'arbitrages ont globalement bien supporté cette nouvelle crise, puisque nous estimons la performance de cette famille de stratégies à -1% sur le mois. Si la composante « Event Driven » (arbitrage de fusions / acquisitions, dette « distressed ») a légèrement souffert (-2%) de la chute brutale des actions et de l'écartement des spreads de crédit, les stratégies « Relative Value » ont confirmé leur faible sensibilité aux grands mouve-

ments de marché, leur performance faiblement négative (-0,6%) s'expliquant principalement par la crise de liquidité qui accompagne traditionnellement un effondrement des actions. Cette bonne protection du capital s'explique principalement par un mouvement généralisé de réduction du risque chez les gérants alternatifs, et par l'achat fréquent de couvertures (put légèrement en dehors de la monnaie).

Les fonds Long / Short actions directionnels, comme les fonds Global Macro, ont pour leur part délivré une performance logique, en recul de -5% : les gérants avaient entamé le mois de janvier avec une exposition au marché de l'ordre de 56% avant d'augmenter leur couverture (via des ventes de futures et des achats de put). Leur exposition en fin de mois n'était plus que de 32%. On retiendra le comportement remarquable des fonds Long Short asiatiques, dont nous estimons la perte à -3,5%, soit une modeste capture de la baisse des marchés de l'ordre de 30%, quand ces mêmes fonds étaient parvenus l'année dernière à capturer près de 100% de la hausse des actions asiatiques.

Enfin, les fonds de futures se sont brillamment illustrés en délivrant une performance de 5%, rappelant au passage qu'ils appliquaient une des uniques stratégies d'investissement structurellement longues de volatilité. Compte tenu de la volatilité tenace qui règne aujourd'hui sur les marchés, cette stratégie, tombée en désuétude au cours des dernières années, pourrait à nouveau susciter l'intérêt des investisseurs.

Les indices Edhec (Performance en \$)

Au 31/12/2007	Y to D flat	2006	3 ans annualisés	Volatilité 3 ans
Edhec Convertible arbitrage Index	3,82 %	12,33 %	4,60 %	4,00 %
Edhec FI Index	6,36 %	7,46 %	6,17 %	1,56 %
Edhec Equity Market Neutral index	8,47 %	7,53 %	7,48 %	1,66 %
Edhec Merger arbitrage index	8,78 %	13,71 %	9,09 %	3,22 %
Edhec Event Driven index	10,15 %	15,51 %	10,43 %	4,45 %
Edhec Distressed Index	8,18 %	15,26 %	10,85 %	3,37 %
Arbitrage Index	7,06 %	10,93 %	7,44 %	2,56 %
Edhec LS index	11,14 %	11,79 %	11,42 %	5,48 %
Edhec CTA index	13,92 %	5,87 %	6,33 %	7,48 %
Edhec Global Macro Index	13,16 %	7,85 %	10,15 %	4,30 %
MSCI World local currency	2,82 %	13,52 %	9,90 %	7,97 %
SSB 10 year Treasury	8,92 %	1,38 %	4,06 %	5,41 %
T-Bill 3 months	4,45 %	4,82 %	4,16 %	0,26 %

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

Et quid de la suite ?

Même s'il n'existe pas de consensus clair au sein de la gestion alternative quant à l'évolution à court terme de l'économie américaine, rares sont les gérants à anticiper un scénario catastrophe. Si les conditions actuelles de marché ne nous semblent pas encore optimales pour les fonds Long / Short actions directionnels, un retour à un calme relatif devrait profiter largement aux stratégies d'arbitrages, les dislocations sur les marchés d'actions et de crédit étant nombreuses, constituant de réelles opportunités. ■ Fabien Leduc, UFG Alteram, le 7/02/2008

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