

ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

Le Général Paulson sauve-t-il la planète financière ?



Tel la cavalerie américaine, le secrétaire américain au Trésor, Henry Paulson, aurait-il trouvé les solutions permettant - enfin - de sortir de la crise de confiance actuelle ?

Est-il temps de revenir investir ou, au contraire, l'embellie de ces derniers jours est-elle l'opportunité de sortir avant une nouvelle chute profonde et durable des marchés ?

En matière de confiance, la prophétie auto-réalisatrice est bien souvent la règle et il est donc clair que l'ensemble des acteurs a intérêt à déclarer haut et fort que « la crise financière est maintenant derrière nous » et que la récession américaine est désormais intégrée dans les esprits comme dans les cours de Bourse.

[suite en page 2](#)



SOMMAIRE

Le Groupe UFG

- Le bout du tunnel n'est pas encore en vue
- Actualités du Groupe UFG

page 3

UFG IM

- Une situation sous contrôle ?
- La valeur du mois : SES GLOBAL

page 4

UFG PE

- Bilan 2007 et perspectives pour le Private Equity
- Rencontre

page 5

UFG REM

- Le marché des bureaux en Europe

page 6

UFG Alteram

- Une crise de crédit d'une ampleur historique
- Les indices Edhec

page 7

Conjoncture

Le bout du tunnel n'est pas encore en vue.

Les marchés boursiers se sont un peu repris, néanmoins l'amélioration demeure fragile et les perspectives difficiles à préciser. L'activité mondiale résiste grâce aux pays émergents mais jusqu'à quand pourront-ils tenir face au retournement de l'activité dans les pays développés ?

En page 3

ZOOM

GESTION D'ACTIFS

Une situation sous contrôle ?

La crise financière s'est encore accentuée avec la quasi-faillite de la banque Bear Stearns. Mais les actions des autorités américaines ont rassuré, laissant penser que la Fed et le gouvernement avaient la situation sous contrôle. Nous ne sommes finalement que dans une période de ralentissement économique, mais les perspectives restent incertaines...

En page 4

CAPITAL INVESTISSEMENT

Bilan 2007 et perspectives pour le Private Equity.

2007 aura été une année de contrastes : un premier semestre très fort avec de nombreuses et conséquentes opérations, suivi d'un important coup d'arrêt pendant l'été...

En page 5



Les arguments militant en faveur de la sortie de la crise sont nombreux, l'ensemble des acteurs payant leur tribut :

« Une sortie de crise ? »

• L'Etat américain, et donc pour partie le contribuable et l'ensemble des investisseurs mondiaux acheteurs de dette obligataire américaine, via quatre axes majeurs :

- La « protection » du « nouveau pauvre » en limitant les saisies sur les biens immobiliers impayés ;

- La sauvegarde de la consommation via le plan de relance économique à base de réduction d'impôt ;

- La recapitalisation des agences gouvernementales hypothécaires Freddie Mac et Fanny Mae ;

- Une intervention systématique, massive et dirigiste en cas de problème : le sauvetage de Bear Stearns en un week-end, mélange d'intervention directe de la Fed à travers la baisse des taux et du secteur bancaire (en l'espèce JP Morgan).

• Les actionnaires qui subissent également la perte de valeur avec la baisse des cours mais surtout avec des recapitalisations massives et, de facto, des dilutions ou des pertes considérables : le cours de Bear Stearns est passé de 170 \$ à... 10\$ soit 95 % de baisse en 1 an, les recapitalisations massives d'UBS, etc. Les spécialistes évoquent des pertes totales de l'ordre de 600 Mds de dollars dont la moitié serait désormais dans les comptes des banques.

Enfin, des réflexions sont clairement engagées sur les évolutions des normes comptables et les modalités de surveillance des marchés financiers. Sur le premier point, on peut légitimement s'interroger sur le bien-fondé du principe de la valorisation des actifs à leur valeur de marché (mark to market)... quand il n'y a plus de marché. Autrement dit, si dans des conditions normales de fonctionnement de marché, le mark to market est une approche très saine, il est certain qu'en cas de dysfonctionnement du marché, imposer le prix marginal à l'ensemble du stock n'a comme conséquence que d'entraîner encore plus le prix à la baisse

sans pour autant refléter le véritable prix, c'est-à-dire celui auquel tous les acheteurs et vendeurs potentiels échangeaient ce bien. Quant à la surveillance des marchés, il est tout aussi évident qu'à chaque nouvelle contrainte, les acteurs financiers se sont empressés de trouver des parades qui, là également, finissent par leur retomber dessus en cas de dislocation des marchés (retour dans le bilan des engagements hors bilan...).

« Des pays émergents passent du rôle de créancier à celui d'actionnaire »

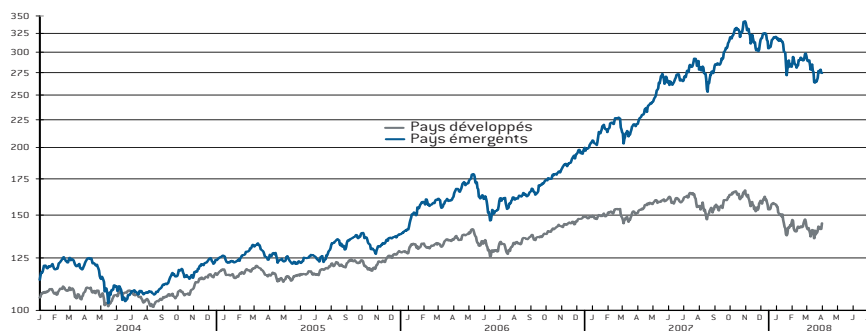
Points positifs également, les excédents d'épargne de certains pays émergents qui, comme nous l'avions évoqué en mai dernier, passent du rôle de créancier à celui d'actionnaire : la symbolique acquisition de Jaguar par l'indien Tata, l'entrée d'un assureur chinois au capital de la banque-assurance belgo-néerlandaise Fortis, la prise de participation de 1,6 % de Total par le fonds de réserve de la Banque centrale de Chine. Il n'est peut-être pas loin le temps où nous roulerons dans une voiture indienne, financée et assurée par une compagnie chinoise et roulant à l'essence également chinoise...

Si ces points d'optimisme sont bien réels et nous permettent d'être sereins sur le moyen terme, le court terme reste toujours incertain : les taux interbancaires sont toujours très tendus (le 3 mois interbancaire étant de nouveau supérieur de près de 0,5 % au taux du jj) reflétant la persistance du manque de confiance dans le système financier, de même l'inquiétude sur l'inflation demeure.

Enfin, n'oublions pas que les périodes de soldes ne durent pas toute l'année. Le tout est de savoir si nous en sommes à la deuxième ou la troisième démarque ! La rechute profonde et durable des marchés ne me semble donc pas être le scénario le plus probable ; en revanche un scénario en W, c'est-à-dire une nouvelle baisse suivie d'une reprise plus durable, est assez vraisemblable. La décision de réinvestir, si elle peut être prise, se doit donc d'être modérée.

Sur le plus long terme, on peut légitimement s'interroger sur la remise en cause du mode de fonctionnement de l'économie américaine. Le consommateur américain, on le sait, vivait à crédit depuis plus de 30 ans, ce qui explique largement son taux de croissance comme ses déficits commerciaux et budgétaires. Cette crise profonde du crédit va peut-être remettre en cause ce système, auquel cas il faudra s'attendre dans les années à venir à un retour vers une certaine normalité de la croissance américaine, i.e. plus proche de la croissance européenne. Les pays émergents, notamment asiatiques, risquent fort d'être décidément les moteurs de la croissance de demain puisqu'en même temps producteurs, consommateurs et épargnants... Tirons-en les conséquences en termes d'allocation d'actifs. ■

Indice boursier pays développés et pays émergents base 100 au 01/01/2002 en \$



Le bout du tunnel n'est pas encore en vue.



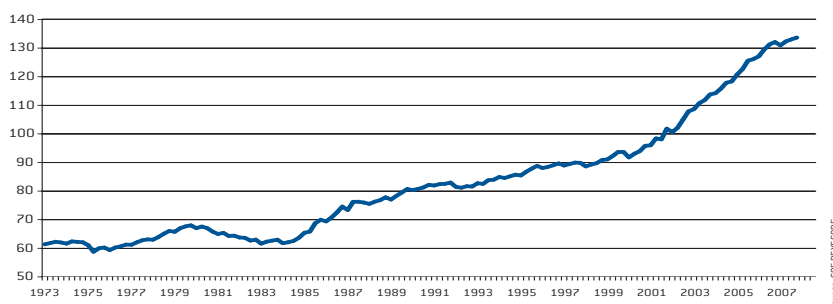
Les marchés boursiers se sont un peu repris, saluant les efforts déployés par les autorités américaines pour sortir de la crise immobilière et bancaire. L'amélioration demeure fragile cependant. La défiance reste en effet de mise sur les marchés interbancaires et le désordre s'est encore accentué sur les marchés de changes, au détriment surtout de l'euro. Les perspectives ne sont pas faciles à dresser. Certes, les pays émergents continuent de faire preuve de dynamisme. De sorte que, malgré la baisse de régime des pays développés, l'activité mondiale résiste. La conséquence en est que les tensions sur les prix des produits de base ne désarment pas. L'inflation dans les pays développés s'en ressent, ce qui gêne le nécessaire assouplissement des taux directeurs. Elle s'en ressent aussi et même plus crûment dans les pays émergents où les autorités monétaires n'ont là d'autre choix que de continuer à durcir leurs taux directeurs ou de réévaluer leurs devises.

La question est de savoir jusqu'à quand les pays émergents pourront résister au retournement de l'activité dans les pays développés. L'abondance de leurs réserves

de changes est un facteur positif qui leur permet d'encaisser les chocs éventuels à l'exportation. Mais le ralentissement de l'activité en Europe pourrait être plus vif que prévu jusqu'ici, en lien avec un euro surévalué. L'Italie frise déjà l'état de récession et la conjoncture espagnole se détériore. Celle-ci subit une correction immobilière, aussi (sinon plus) forte que l'économie américaine, et sa compétitivité est de plus en plus mise à mal par le haut niveau de l'euro. Empêtrée dans sa déflation salariale et avec une population dont le vieillissement s'accroît, l'économie japonaise ne paraît pouvoir être d'aucun secours, sa demande interne demeurant "plombée". Reste l'économie américaine qui est en état de quasi-récession. La baisse des fonds fédéraux et le plan de soutien budgétaire vont probablement permettre d'éviter le pire tandis que les exportations profiteront de la baisse du dollar. Mais les comptes des entreprises se sont dégradés et l'investissement pourrait en souffrir, d'autant que les conditions de crédit se durcissent. Si la construction de logements s'approche de son point bas, un rebond sera long à venir. La question cruciale concerne la consommation. Le taux d'épargne des ménages est à peine positif tandis que leur endettement s'inscrit au niveau record de 140% de leur revenu disponible. Même s'il n'est pas le plus probable, un scénario de chute ne peut être exclu. En tout cas, il faudra du temps aux ménages pour redresser leur situation d'endettement. Pendant ce temps, la croissance américaine risque de demeurer faible. ■

Jean-Michel Boussemart, Conseiller économique du Groupe UFG

Etats-Unis : Endettement des ménages en % de leur revenu disponible brut



RENCONTRE

Le Groupe UFG au congrès 2008 de la Chambre des indépendants du patrimoine.

Le 11^e congrès de la Chambre des indépendants du patrimoine s'est tenu les 26 et 27 mars au Palais des Congrès de Paris, Porte Maillot.

Ce rendez-vous réunissant près de 1 800 conseillers en gestion de patrimoine indépendants, a été pour le Groupe UFG l'occasion de présenter les dernières solutions d'investissement issues des expertises du Groupe.

Les Rencontres Alternatives du Groupe UFG

La 1^{re} édition des Rencontres Alternatives s'est tenue à Paris le 18 mars au Pavillon Kléber.

Organisées à l'initiative du Groupe UFG, présidé par Xavier Lépine, ces rencontres ont eu lieu en présence de Jean-Michel Boussemart, Conseiller économique du Groupe UFG et de Jacques Joakimides, Président d'Acropole AM.

RÉCOMPENSE



€urythmie reçoit le Prix de l'Innovation aux Oscars de l'assurance-vie Gestion de Fortune

Les millésimes 2008 des Oscars de l'assurance-vie ont été remis en présence de 400 personnalités du monde de l'assurance, de la banque, de la finance et du conseil financier. Cette manifestation a pour but de récompenser et de promouvoir les meilleurs contrats du marché, classés selon leur catégorie. €urythmie, un fonds en euros nouvelle génération, conçu spécialement pour le Groupe UFG par La Mondiale Partenaire, a donc été récompensé et a obtenu l'Oscar de l'Innovation.

La lettre du Groupe UFG Numéro 13 / avril 2008
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), Groupe UFG, Photodisc, 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 situation sous contrôle ?

La crise financière s'est accentuée au courant du mois de mars et a atteint son paroxysme à l'annonce de la quasi-faillite de la banque Bear Stearns et de son sauvetage par les autorités monétaires américaines...

La révélation des difficultés que rencontrait brutalement une banque de cette taille a bien sûr, dans un premier temps, ému les marchés mais ils se sont depuis ressaisis, ne retenant finalement de cet épisode que les initiatives énergiques déployées par les autorités américaines pour éviter les effets en chaîne que n'aurait pas manqué de provoquer la liquidation d'un tel établissement.

S'est donc installée depuis, la conviction que la Fed et le gouvernement américain pourraient garder la situation sous contrôle et que des scénarios de grande dépression, type 1929, pouvaient être écartés. Les marchés d'actions, particulièrement éprouvés jusqu'à cette date, se sont en conséquence sensiblement redressés. Mais n'est-ce qu'un rebond technique ou est-ce au contraire le signal d'un retournement durable ? C'est bien sûr la question que tout le monde se pose.

Peut-être un simple ralentissement économique...

Les données économiques ne permettent pas d'avoir un jugement tranché sur la situation actuelle. Il est clair que les Etats-Unis sont proches de la récession sans que toutefois on puisse parler réellement de chute de l'activité : c'est plutôt une croissance très proche de zéro avec une consommation atone mais ne baissant pas, qui caractérise la conjoncture de ce

premier trimestre. L'Europe ralentit aussi mais de façon modérée, l'industrie allemande et la consommation française faisant preuve de résistance. Dans les pays émergents, aucune rupture de tendance n'apparaît dans une conjoncture qui reste dynamique. Au total, l'économie mondiale ralentit certes mais sans excès.

...mais des perspectives incertaines.

Les perspectives pour l'avenir sont malheureusement plus incertaines que ne le laisse penser ce rapide tour d'horizon. S'il est difficile de mesurer avec précision les conséquences de la crise de crédit qui secoue aujourd'hui l'Amérique, il est en revanche plus aisé d'en dégager les grandes lignes. Le surendettement des ménages américains s'est transmis dans le passé récent par le crédit hypothécaire et s'est pour beaucoup appuyé sur l'idée que les prix de l'immobilier ne faisant que monter, il n'était risqué ni pour le prêteur ni pour l'emprunteur de faire croître les montants empruntés au même rythme que les prix des biens immobiliers. Les événements récents auront montré à quel point ce raisonnement était dangereux et on peut penser que les comportements, voire les réglementations, vont changer. Il est donc plus que probable que la consommation américaine ne soit plus dans un avenir proche, un moteur décisif pour l'activité économique mondiale et qu'en cela, les Etats-Unis se rapprochent de ce qu'on voit dans les autres pays développés.

La question est donc de savoir si le développement des pays émergents, autour de leur demande interne, parviendra à prendre le relais pour assurer un niveau de croissance mondiale élevé, ce qui semble encore le cas aujourd'hui. A un moment où pour certains de ces pays, la Chine en particulier, l'heure est à l'adoption de politiques monétaires plus restrictives pour contrer les risques d'inflation, on peut, sur cette question, être à court terme réservé. C'est pourquoi si, à n'en pas douter, l'économie mondiale réserve à long terme des potentialités de croissance importantes, pour les mois à venir les perspectives seront moins brillantes. Les marchés devraient donc logiquement en tenir compte et rester prudents. ■ Christian Desbois, Directeur Général UFG IM, le 7/04/2008

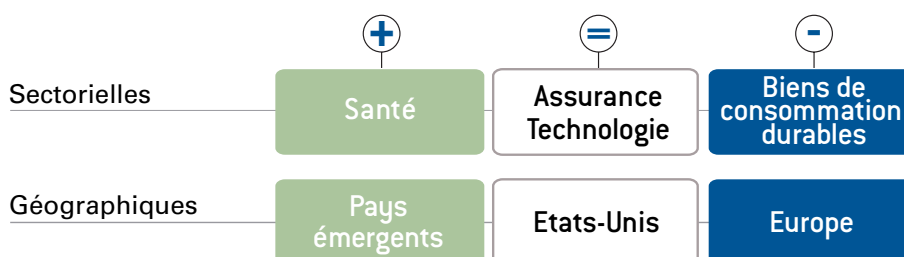
ACTUALITÉS

LA VALEUR DU MOIS

SES GLOBAL

Deuxième opérateur mondial et premier européen dans le domaine des satellites, SES (pour Société Européenne des Satellites) procure des services à haute valeur ajoutée dans différents secteurs d'activités. Cela concerne tout d'abord la diffusion classique pour les quelques milliers de chaînes de télévision dans le monde au marché très prometteur de la télévision haute définition avec la vidéo à la demande en passant, depuis avril 2007, par l'accès à l'internet haut débit mais aussi par les communications sécurisées par satellites pour le gouvernement américain. Récemment, SES s'est associée avec Eutelsat, troisième opérateur mondial, pour fournir un service de diffusions de vidéos et de données vers les appareils mobiles. SES couvre 99 % de la planète grâce à sa flotte de 38 satellites sur 25 positions orbitales. En Europe, ce sont plus de 50 millions de foyers qui reçoivent les signaux d'un satellite SES dont plus de 40 millions pour la télévision numérique. SES est positionnée sur un marché porteur en croissance avec de fortes barrières à l'entrée, qui lui assure une certaine visibilité pour l'avenir. Lors de la publication des résultats 2007, la Direction a confirmé sa prévision pour une croissance, hors effet de change, de 6 % en moyenne pour les trois prochains exercices. Cette valeur de « haute technologie », détenue à 16,7 % par l'Etat luxembourgeois, affiche néanmoins une valorisation attrayante avec un P/E 2008 d'environ 15 fois et un rendement de 3,4 %.

Les convictions d'UFG IM



Bilan 2007 et perspectives pour le Private Equity

2007 aura été une année de contrastes pour l'industrie du capital investissement. Après un premier semestre ayant battu presque tous les records en matière de levée de fonds et d'investissement, les professionnels ont connu un coup d'arrêt assez important à l'été.

La crise du crédit, déclenchée par l'explosion de la bulle immobilière spéculative aux Etats-Unis, a, en effet, contrecarré nombre des projets d'acquisition par effet de levier, et ce un peu partout dans le monde.

Les six premiers mois de l'année se sont inscrits dans la continuité du dynamisme qu'a connu le marché depuis 2005 : beaucoup d'opérations (+ 32 % par rapport à l'année précédente), des records de taille de LBO battus (TXU pour 44 Mds de \$), des levées de méga-funds (par Carlyle, KKR, Bain Capital ou Apollo). Le marché du capital-risque est également resté dynamique, porté par les sorties et les IPO. D'après l'étude Ernst&Young – Dow Jones Venture One, le premier semestre 2007 du capital-risque français a été le meilleur semestre depuis 2001, tant en nombre d'opérations (plus de 110, soit +21,5 % par rapport au 1^{er} semestre 06) qu'en valeur (+31 %).

Puis, la pénurie de financement liée à la crise des subprimes a provoqué un tarissement des opérations de LBO (ainsi que des acquisitions), tant aux Etats-Unis qu'en Europe (presque 30 % d'écart en valeur entre le 3^e trimestre 2007 et le 3^e trimestre 2006 sur le Vieux Continent). Rien qu'en Europe, les opérations de M&A avaient diminué de plus de la moitié entre le 2^e et le 3^e trimestres (passant de près de 440 Mds € à environ 200 Mds €). Les LBO et, en particulier les méga deals, ont connu le plus faible semestre depuis 3 ans...

Revenir aux fondamentaux

Malgré tout, 2007 restera une année satisfaisante pour les LBO. La crise de l'été va sans doute forcer les opérateurs à revenir aux fondamentaux du métier et à monter des opérations sur lesquelles la création de valeur ne reposera pas que sur le levier.

Sur les LBO de grande taille, on a pu observer que les leviers étaient passés, en

5 ans, de 4 fois l'EBITDA à un peu plus de 6 fois, avec des tranches de dette "second lien" et "in fine" de plus en plus significatives. Les équipes de gestion vont maintenant devoir remettre un peu plus de fonds propres (40 % minimum semble redevenir la norme exigée par les banquiers seniors) et les dettes seniors vont de nouveau être basées sur des flux de remboursement réguliers sur 5 à 7 ans, plutôt que sur des tranches majoritairement en "bullet". On peut également s'attendre à une baisse des prix à l'achat (et donc à la vente...) pour maintenir un certain niveau de rendement, ainsi qu'à un allongement des durées de détention des participations par rapport aux observations d'un passé récent. Les "recaps" vont également être plus difficiles à monter, tout du moins sur le court terme.

Le segment des opérations LBO "small & mid caps" a lui aussi reculé en 2007. Les chiffres publiés par Thomson Financial montrent un recul des transactions concernant les PME en Europe de l'ordre de 10 % en volume (414 opérations contre 454 en 2006) et 15 % en valeur (34,8 bn \$ investis contre 40,9 en 2006). La France aurait même baissé de près d'un tiers (4,16 bn \$ investis).

En matière de levées, les fonds de Private Equity ont levé près de 400 milliards de dollars sur 2007 alors que 486 milliards de dollars avaient été collectés sur toute l'année 2006. Environ 1 200 fonds étaient sur la route, visant à engranger un total cumulé de l'ordre de 620 milliards de dollars. Les institutionnels semblent conserver un intérêt fort pour le capital investissement, en particulier les grands fonds. Les plus petites équipes anticipent, quant à elles, des durées de levée plus longues pour arriver à leurs objectifs de collecte.

Il faut également noter la reprise de coureurs des acteurs de la mezzanine. Depuis

quelques temps, la mezzanine peinait à se montrer compétitive par rapport aux CDO/CLO et à la dette senior, tant l'afflux de liquidités était important sur le marché. La crise du crédit a permis aux mezzaniers de retrouver une place dans les montages.

Un autre segment qui pourrait connaître un regain d'intérêt est le capital développement, moins soumis aux aléas du crédit et pouvant bénéficier d'une pause dans les envolées des valorisations.

En France, 1,3 Md € a été apporté dans 500 entreprises par les 40 opérateurs du marché. L'activité du capital développement a presque triplé en 10 ans : en 1996, le métier investissait 360 M € pour plus d'un milliard aujourd'hui. Avec 9 milliards d'euros d'investissements cumulés depuis 10 ans, on estime d'ailleurs aujourd'hui que 1 900 sociétés sont soutenues par le capital développement. ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 3/04/2008

RENCONTRE

UFG PE, partenaire de la Conférence Annuelle du Capital Investissement

La Conférence Annuelle du Capital Investissement, organisée par l'AFIC, s'est tenue le 1^{er} avril au Palais Brongniart - Place de la Bourse à Paris.

UFG PE était partenaire de cette conférence, rendez-vous annuel des investisseurs français et internationaux avec le marché français du Capital Investissement.

Organisée par l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC), cette conférence regroupe les principaux acteurs du Capital Investissement. Une occasion privilégiée de rencontres et d'échanges pour tous les acteurs : assureurs, banquiers, caisses de retraite, mutuelles, fonds de pension et autres investisseurs institutionnels...

Le marché des bureaux en Europe

Bilan 2007, perspectives 2008.

La crise financière, qui se développe en provenance des Etats-Unis depuis le second trimestre 2007, a produit ses premiers effets sur le marché européen des bureaux au cours du quatrième trimestre 2007.

Même si son impact est atténué sur la globalité de l'année par l'excellent comportement du premier semestre, son analyse permet de mieux anticiper les perspectives 2008 de l'immobilier de bureaux européen. Les professionnels réunis à Cannes au début du mois de mars à l'occasion du désormais traditionnel MIPIM (Marché International des Professionnels de l'Immobilier) ont souligné leur confiance dans les fondamentaux de leur marché et la bonne santé apparente des entreprises qui constituent leurs clients utilisateurs, même s'ils se doutent que leurs activités ne pourraient rester insensibles en cas de transfert massif à l'économie réelle des conséquences de la tourmente financière que nous traversons.

L'étude publiée récemment par Atisreal sur les données du marché immobilier des 18 villes européennes importantes semble confirmer cette impression tout en traduisant parfois le particularisme de certaines d'entre elles.

Le marché locatif

L'indice européen des transactions

La croissance globale de l'indice européen des transactions (volume en surface des locations et des ventes à utilisateurs) de plus de 6 % en 2007 traduit la bonne santé globale du marché locatif européen mais son analyse ne peut cacher un ralentissement très net à la fin de l'année dans les communes à forte dominante d'activités financières comme le "Centre Londres".

Grâce à une demande globalement soutenue, les volumes de transactions ont largement dépassé ceux de 2005 pour l'ensemble des villes étudiées, mais rares sont celles qui, comme Madrid, Munich, Hambourg ou Düsseldorf, ont fait mieux qu'en 2006.

Taux de vacance et loyers "prime"

Les taux de vacance sont stables ou en légères régressions, ce qui traduit la bonne adaptation de l'offre locative à la demande et ne laisse donc pas présager d'ajustements forts des loyers en cas de contraction du marché locatif due à la moindre croissance prévue pour 2008 dans certaines zones régionales ou types d'activités.

Les loyers "prime", après une pause au troisième trimestre, ont repris leur progression entamée depuis 2005 dans l'ensemble de l'Europe illustrant ainsi la tendance globale du marché à la sortie du bas de cycle des loyers. Nul doute que le ralentissement économique mondial limitera temporairement l'amplitude de ces évolutions en 2008 mais ne devrait pas entamer la tendance générale.

Le marché de l'investissement

Le volume

Malgré un quatrième trimestre 2007 en retrait, pour cet exercice l'investissement immobilier a crû en Europe d'environ 17 % par rapport à 2006. Ce nouveau record semble confirmer l'intérêt de la classe d'actifs immobilière, notamment

dans le long terme, pour les investisseurs institutionnels. Il ne devrait pas être impacté par les restrictions de crédit qui touchent les investisseurs court terme et devrait continuer à soutenir ce marché même si, du fait du retrait partiel des fonds opportunistes, les volumes investis devraient être en diminution en 2008.

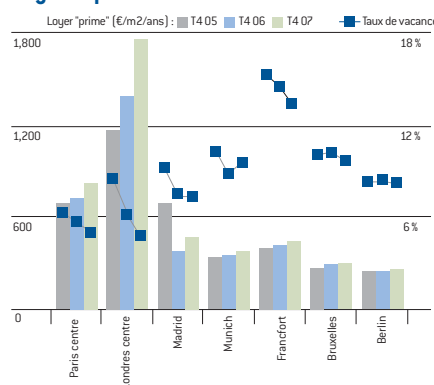
On note également la disparité des tailles des marchés immobiliers des métropoles européennes, le quasi-plafonnement à un niveau élevé des majeurs du secteur Londres et Paris et le dynamisme des villes allemandes et des grandes régions françaises.

Les taux de rendement

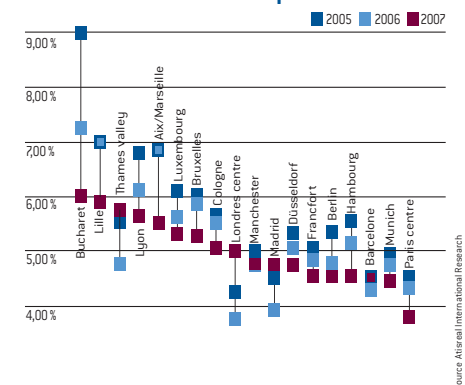
A l'exception de Londres, les taux de rendement ont sur l'année 2007 légèrement diminué. Cette conclusion cache en fait une réalité annuelle plus contrastée. Après une diminution des taux en début d'exercice, la raréfaction du nombre des investisseurs consécutive aux restrictions de crédit a conduit à une rapide remontée de ceux-ci de 50 à 100 points de base à la fin de l'année. Cette tendance devrait se poursuivre en 2008 et traduire un réchauffement des taux de rendement en fonction des qualités de chaque immeuble bien plus qu'une réelle augmentation de ceux-ci. ■ Jean-Marc Coly, Directeur Général UFG REM, le 1/04/2008

Retrouvez le Flash Marché dans son intégralité sur www.groupe-ufg.com rubrique actualités.

Loyers "prime" et taux de vacance



Rendement des bureaux "prime"



Une crise de crédit d'une ampleur historique

Le mois de mars 2008 a débuté par un coup de tonnerre sur les marchés de crédits avec l'annonce de la liquidation du fonds Peloton (2 Mds \$), soudainement incapable de faire face aux appels de marges sur les ABS (Asset-Backed Securities) en raison d'un levier trop élevé.

La rapidité de cette liquidation a renforcé une crise de confiance généralisée après un mois de février marqué par une accalmie de la crise des crédits. Cette crise s'est aggravée avec la faillite du fonds Carlyle CCC, spécialisé sur les Residential Mortgage-Backed Assets (RMBS), qui lui non plus n'était plus en mesure de faire face aux appels de marges en raison de son fort levier avec une exposition de 21,7 Mds \$.

La forte aversion aux risques qui a suivi dans un contexte de forte volatilité a entraîné un flight to quality d'ampleur historique avec des variations de spreads de taux d'ampleurs supérieures à celles qui avaient marqué la crise déclenchée par la faillite du fonds LTCM en 1998.

Cette crise de confiance a entraîné un net durcissement des conditions de refinancement suivi de l'explosion des taux courts, l'assèchement du marché interbancaire et sa totale paralysie, les banques ne se faisant plus confiance entre elles. Le durcissement des conditions d'appel de marges

par certains prime brokers a conduit à la liquidation forcée des portefeuilles des fonds les plus leveragés et exposés. Ce mouvement de vente d'actifs a d'abord touché les marchés de crédits et les actifs risqués (actions), avant de se transmettre et de se généraliser aux obligations d'états périphériques au profit des US Treasuries. Les pertes en mark to market ont accéléré ce phénomène de dislocation des marchés des taux, en particulier sur le marché japonais (obligation indexée inflation), les swaps spreads et la base Futures - Treasuries US dont les prix ne reflétaient plus aucuns fondamentaux économiques. Cette crise de confiance a atteint un paroxysme dans la zone euro avec un écartement des spreads entre les obligations des différents états membres de la zone euro à des niveaux inconnus depuis l'introduction de la monnaie unique.

Confrontés à cette crise d'ampleur historique, les gérants de taux ont dans leur majorité pris les mesures adéquates en réduisant leurs expositions sur les actifs les plus risqués et en assurant leur capa-

cité à faire face aux appels de marges de leurs prime brokers par l'augmentation de leurs liquidités à des niveaux élevés (70% à 80%), tout en sécurisant au maximum leurs lignes de refinancements. Ils ont ainsi réduit leurs expositions aux marchés de taux les plus liquides, c'est-à-dire aux obligations des pays G3.

Une réaction des banques centrales à la hauteur des difficultés rencontrées

La Fed a rapidement pris la mesure du risque pesant sur le système financier intervenant ainsi pour rétablir la liquidité en réduisant ses taux d'intérêt à 2,25%. Elle a surtout assumé pleinement son rôle de prêteur en dernier ressort en mettant en place d'importants programmes de refinancements dans lesquels elle acceptait des titres de type MBS, devenus totalement illiquides, en échange de papiers sans risque US Treasuries. Ces efforts étaient d'autant plus nécessaires que le système de prêts/emprunts interbancaires était devenu totalement paralysé par les rumeurs de graves difficultés de financement d'établissements financiers de tout premier plan, tels que Lehman Brothers. Cette crise a culminé avec l'annonce de la quasi-faillite de Bear Stearns, 5^e banque d'investissements américaine, immédiatement suivie de son sauvetage par la Federal Reserve qui a orchestré son rachat par JP Morgan. Les banques centrales européennes sont également intervenues de manière massive tout au long du mois avec l'injection de liquidités pour tenter d'apaiser les tensions sur les marchés monétaires.

Dans les mois à venir, ces différentes mesures et la vigilance des autorités monétaires pourraient progressivement rétablir la liquidité des marchés monétaires et interbancaires. Cela devrait profiter aux gérants Fixed Income qui n'ont pas rencontré de problème de funding malgré des pertes en « marks to market » sur les mouvements extrêmes de spread Govies US - Europe et Japon. ■ Olivier Ramé, Directeur de la Gestion, UFG Alteram, le 9/04/2008

Les indices Edhec (Performance en %)

Au 29/02/2008	Y to D flat	2007	3 ans annualisés	Volatilité 3 ans
Edhec Convertible arbitrage Index	-1,34 %	3,96 %	4,69 %	4,04 %
Edhec FI Index	-0,19 %	6,30 %	5,60 %	1,63 %
Edhec Equity Market Neutral index	0,39 %	8,30 %	7,01 %	2,01 %
Edhec Merger arbitrage index	-0,90 %	8,71 %	8,48 %	3,40 %
Edhec Event Driven index	-1,60 %	10,27 %	9,87 %	4,80 %
Edhec Distressed Index	-1,94 %	7,89 %	9,40 %	3,71 %
Arbitrage Index	-1,20 %	7,08 %	6,71 %	2,74 %
Edhec LS index	-2,53 %	11,07 %	9,74 %	6,12 %
Edhec CTA index	9,31 %	13,85 %	11,13 %	7,73 %
Edhec Global Macro Index	3,49 %	13,09 %	10,92 %	4,54 %
MSCI World local currency	-10,19 %	2,82 %	5,59 %	9,52 %
SSB 10 year Treasury	3,88 %	8,92 %	5,57 %	5,60 %
T-Bill 3 months	0,41 %	4,45 %	4,16 %	0,25 %

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

GROUPE UFG

Un monde d'alternatives



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

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

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

GROUPE UFG / 173, bd Haussmann / 75008 PARIS FRANCE

RELATIONS INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

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

RELATIONS PARTENAIRES-UFG PARTENAIRES

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

Groupe UFG
un monde d'alternatives