

## ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

# L'immobilier tertiaire



## en question... & réponses...

Nombreuses sont les interrogations sur cette classe d'actifs. En tant que leader des produits d'épargne collectifs sur l'immobilier-papier non coté, nous nous devons de partager avec nos clients et partenaires notre réflexion quant à l'évolution de la performance de cette classe d'actifs particulière qu'est l'immobilier tertiaire (bureaux, commerces, etc.).

Depuis l'été 2007, l'environnement économique, comme celui des marchés, a fortement évolué. La tentation est forte de faire des raccourcis parfois saisissants entre l'im-

suite en page 2



## SOMMAIRE

### Le Groupe UFG

- Le ralentissement économique s'accroît page 3
- Actualités du Groupe UFG page 3

### UFG IM

- Une rentrée fébrile page 4
- La valeur du mois : Bayer page 4

### UFG PE

- Une activité intense pour UFG PE page 5

### UFG REM

- UFG REM ajuste le prix des SCPI page 6

### UFG Alteram

- Positionnement défensif page 7
- Indices Edhec page 7

## Conjoncture

# Le ralentissement s'accroît

Malgré la baisse du prix du pétrole et le raffermissement du dollar face à l'euro, les menaces d'une récession mondiale se concrétisent. Et ce, d'autant que les pays émergents montrent eux aussi des signes de faiblesse. Les marchés financiers reflétant déjà une bonne partie de ces mauvaises nouvelles, une forte baisse semble cependant peu plausible.

En page 3

## ZOOM

### UFG IM

## Une rentrée fébrile

Après le calme de l'été, la rentrée pourrait se révéler plus agitée. Les marges des entreprises, qui jusque-là montraient une belle résistance, risquent de souffrir de la récession qui s'annonce. Mais l'impact sur les marchés devrait demeurer minime.

En page 4

### UFG ALTERAM

## Positionnement défensif

L'instabilité et l'incertitude des marchés incitent encore à la prudence, tout en offrant des opportunités multiples. Il s'agit de se positionner avantageusement avant que la situation se normalise, afin d'emmagasiner de la performance potentielle.

En page 7



mobilier d'habitation et l'immobilier tertiaire, donc entre la crise immobilière des années 90 et la situation actuelle.

Or nous observons que la hausse des prix depuis le début des années 2000 a été causée par cinq facteurs :

- Un rattrapage des prix après les corrections enregistrées dans les années 90 ;
- Dans une moindre mesure, une hausse des loyers qui, à taux de rendement identique, justifie la revalorisation du prix des actifs immobiliers ;
- Une chute des marchés actions (2000-avril 2003), l'immobilier tertiaire de rendement jouant un rôle de valeur refuge ;
- Une baisse des taux courts et longs qui, à spreads inchangés, se traduit mécaniquement par une hausse des prix des actifs « de rendement » ;
- Un marché plutôt en faveur de la demande (du fait de l'abondance de liquidités) malgré l'existence d'une offre conséquente.

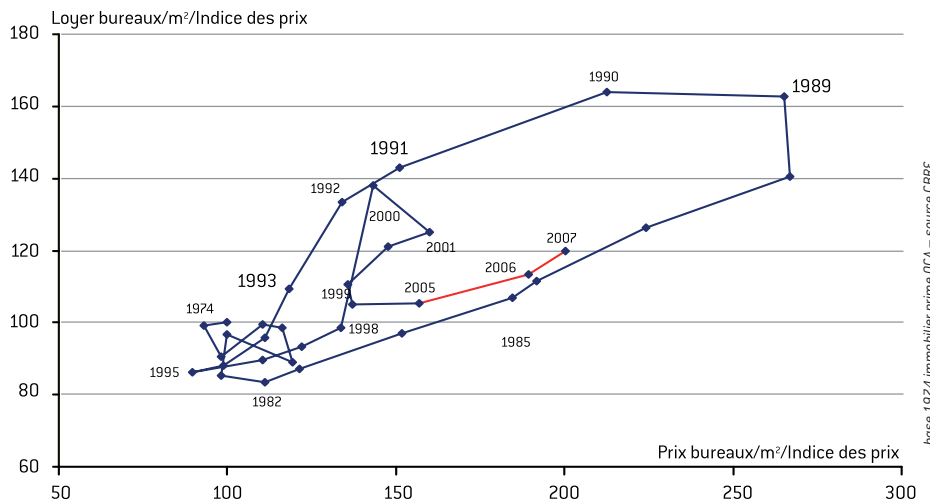
## « La bulle des années 90 »

Par comparaison, la bulle immobilière des années 90 était caractérisée par :

- La croyance « que les arbres iraient jusqu'au ciel », en l'espèce que les loyers comme les prix ne feraient que monter ;
- Des banquiers « complaisants » finançant des opérations de développement d'immobilier tertiaire en blanc (c'est-à-dire sans locataires à la sortie) avec des effets de levier proches de 100 % ;
- Un excès important de l'offre de bureaux se traduisant par des taux de vacance élevés ;
- Une baisse simultanée des prix et des loyers, afin de maintenir des rendements attractifs et de rendre les loyers compatibles avec la capacité de paiement des entreprises.

Le graphique ci-contre illustre très clairement les différences entre les deux situations au regard des seuls éléments de prix et de loyers.

Du côté des entreprises, l'étude de l'évolution du taux d'effort – ratio (espace occupé par un salarié x loyer) / salaire – depuis 1990 révèle une baisse de l'ordre de 30 à 35 % (réduction de la surface par salarié, hausse des salaires supérieure à celle des loyers). Les entreprises, sauf difficultés



financières spécifiques, ne sont donc pas en situation de souffrir de la cherté des loyers.

Pour toutes ces raisons, le marché immobilier tertiaire est resté très soutenu tant en termes de prix que d'activité sur tout l'exercice 2007. Taux d'occupation élevés, création d'emplois dans le secteur tertiaire, loyers poussés à la hausse par l'indexation sur le coût à la construction (lui-même fortement composé des indices de matières premières), tout cela a conduit les experts valorisateurs à maintenir des prix en forte hausse à la fin de 2007, et cela d'autant plus que les transactions initiées mi-année se clôturaient à la fin de l'année sur la base de prix « records ». Par prudence cependant, certains gérants, dont l'UFG, n'ont pas répercuté la totalité de la hausse dans la valorisation de leurs SCPI.

## « L'immobilier tertiaire n'est pas en crise »

Cela fait maintenant plus d'un an que la crise a éclaté et le système bancaire n'est toujours pas confiant dans son propre avenir. La résultante est claire : l'EONIA n'est plus une référence pour la liquidité interbancaire et les certificats de dépôts à 3 mois sur la base de EONIA + 80 pb sont devenus la norme. Cet impact est considérable pour l'économie réelle, qui semble bien entrer en récession, et pour l'immobilier : les banques ont singulièrement

réduit leurs encours de crédits, et elles répercutent leur coût de refinancement dans leurs prêts. Le volume des transactions diminue dans l'immobilier tertiaire, le taux de rendement demandé par l'investisseur, lui, augmente et l'on arrive à une baisse moyenne de 8 % du prix. Autrement dit, l'immobilier tertiaire n'est pas en crise, son prix s'ajuste simplement à la hausse comme à la baisse de l'impact de la variation des taux de financement.

## « Une baisse limitée »

Dans la mesure où l'investissement immobilier repose sur le principe d'une rente assise sur un actif réel, et d'une protection de moyen terme contre l'inflation réelle via l'indexation des loyers et l'évolution du prix de la construction, son intérêt dans une optique long terme demeure entier, en particulier par le biais de la SCPI. En réalité, toutes choses égales par ailleurs, et même si le timing est impossible à prévoir, il n'est pas étonnant qu'après plusieurs années de hausse élevée, le marché se repositionne sur ce trend de long terme.



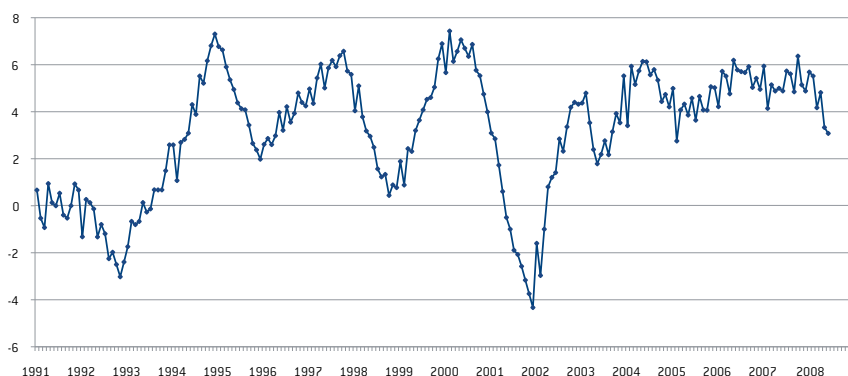
# Le ralentissement de la conjoncture mondiale s'accroît



Sur les marchés financiers, l'été 2008 a été jusqu'ici beaucoup moins agité que l'été 2007. Deux bonnes nouvelles sont survenues qui ont profité aux marchés d'actions. La première est la chute des prix du pétrole de près de 35 dollars le baril, ainsi que celle des prix des autres produits de base, suggérant une baisse de régime de la demande et donc de la croissance mondiale. Cette baisse des prix s'est traduite par un reflux des anticipations inflationnistes de sorte que les taux d'intérêt sans risque ont reculé. La seconde, plus spécifique aux marchés européens, est celle de la baisse de l'euro contre le dollar, le yen et les monnaies des pays émergents d'Asie. Certes, cette baisse tempère pour la zone euro l'impact du repli des prix des produits de base, mais elle soulage les pressions baissières sur les marges à l'exportation des entreprises européennes. L'euro reste encore surévalué mais la correction commencée va dans la bonne direction. Ces événements se sont produits sur fond de ralentissement de l'activité mondiale qui s'accroît. Il est vrai que la crois-

sance reste positive aux Etats-Unis grâce au plan de soutien budgétaire qui a injecté 150 milliards de dollars dans l'économie. Mais les effets de ce plan commencent déjà à s'estomper. Or les ménages n'ont pas encore suffisamment redressé leur taux d'épargne alors que le marché du travail se dégrade, que les prix de l'immobilier continuent de reculer et que les banques durcissent encore les conditions de crédit. Par ailleurs, les marges des entreprises se détériorent, ce qui va peser sur l'investissement productif tandis que le déficit public s'est déjà lourdement creusé. Les menaces de récession n'ont pas disparu et les fonds fédéraux ne sont pas à la veille de remonter. Au Japon et en Europe, les indicateurs sont sans ambiguïté. L'activité se détériore et l'économie chemine au bord de la récession. Le reflux des pressions inflationnistes ne peut que s'en trouver conforté, ce qui, en Europe, va donner davantage de degrés de liberté aux banques centrales pour assouplir les taux directeurs. Enfin, et cela est peut-être le plus fondamental, les signaux en provenance des pays émergents se multiplient pour suggérer un ralentissement. Dans ces pays, le durcissement des conditions monétaires et le prélèvement opéré sur les revenus par le renchérissement de la facture pétrolière commencent à faire sentir leurs effets négatifs. Là aussi, l'inflation a probablement touché un pic, ce qui va permettre aux banques centrales d'arrêter de durcir leurs politiques monétaires, voire de commencer à les renverser. L'ajustement en baisse de l'activité économique mondiale est entamé, il va demander du temps pour aller jusqu'à son terme. ■ Jean-Michel Boussemer, Conseiller économique UFG

## Variations annuelles en % de la production industrielle agrégée des 43 principaux pays



La lettre du Groupe UFG Numéro 17 / septembre 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), Fotolia  
Impression : ICO / 34 rue Roger Salengro / 93140 Bondy  
Tél. : 01 44 56 10 00 / Fax : 01 44 56 11 00  
e-mail : info@groupe-ufg.com  
www.groupe-ufg.com

# Une rentrée fébrile

Les mois d'été, en dehors du coup de chaud de début juillet, auront finalement été calmes. La rentrée risque en revanche d'être plus agitée.

## Prudence et patience mais jusqu'à quand ?

Ce scénario économique plaide pour une attitude prudente. Comme toujours, il est délicat de prédire le retournement du marché. Nous pensons cependant que ce point devrait se profiler d'ici à la fin de l'année. Trois éléments seront à surveiller : la fin de la baisse des prix de l'immobilier américain, l'amorce d'une baisse des taux directeurs en Europe, une consolidation dans le secteur des financières. La réalisation de chacun de ces éléments sera un signal d'achat sur le marché, il s'agira alors de saisir cette opportunité. ■ Philippe Mimran, Adjoint au directeur de la gestion en charge de l'allocation d'actifs, UFG IM, le 29/08/2008

L'été boursier aura finalement été plus serein qu'on ne pouvait le craindre. Une sérieuse baisse des cours des matières premières, une remontée du dollar, une détente sur les taux longs auront été des facteurs permettant de nous prémunir contre une nouvelle chute des actions. Derrière ces bonnes nouvelles se cache néanmoins une réalité plus inquiétante.

## Des économies à la traîne

Malgré les efforts de la Réserve fédérale et le plan de relance budgétaire américain, les crises immobilière et financière parties des Etats-Unis ont fini par toucher la quasi-totalité des économies. Aux Etats-Unis en premier lieu, où le consommateur broie du noir, ce qui augure mal de sa propension à consommer (la consommation représente 70 % du PIB américain...). En Europe ensuite, où les derniers chiffres économiques laissent entrevoir un risque de récession dans un grand nombre de pays. Dans les pays émergents enfin, jusqu'à présent épargnés par le ralentissement, mais qui donnent des signes d'essoufflement. Certes la croissance reste toujours confortable en Chine et en Inde, mais les nuages s'amoncellent. L'inflation des matières premières et de l'alimentation rogne le pouvoir d'achat au moment où la demande extérieure fléchit. Or le dernier moteur de croissance pour les pays développés reste la demande des pays d'Asie et des pays exportateurs de matières pre-

mières. Un affaissement significatif de la demande de ces pays conduirait rapidement nos économies vers une récession.

## L'impact négatif sur les marges des entreprises

Un tel scénario validerait alors la baisse des marchés boursiers. Jusqu'à présent, en dehors du secteur financier, la majorité des entreprises cotées continuait à afficher une progression des bénéfices tout à fait satisfaisante, en contradiction avec les inquiétudes des marchés. Or une baisse significative de la croissance mondiale entraînerait à coup sûr une baisse des marges. Malgré des PER très conservateurs aujourd'hui, un tel mouvement pourrait provoquer une nouvelle vague de baisse sur les indices boursiers. L'ampleur de cette baisse éventuelle devrait être néanmoins limitée, et ce, pour deux raisons : tout d'abord parce que les marchés ont, comme d'habitude, nettement anticipé ce phénomène, et de nombreux investisseurs ont déjà un positionnement très conservateur.

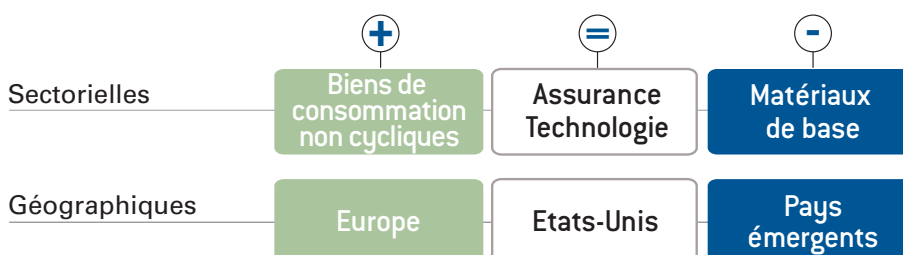
Ensuite, parce qu'un affaiblissement de l'économie aura très probablement pour effet de limiter fortement la demande de matières premières et contribuera ainsi à une décélération de l'inflation. Les banques centrales, en particulier la BCE et la Banque d'Angleterre, seront alors amenées à baisser leurs taux, renforçant ainsi l'attractivité relative des actions par rapport aux autres classes d'actifs.

## LA VALEUR DU MOIS

### Bayer

Groupe allemand à l'origine essentiellement orienté vers la chimie, Bayer s'est recentré depuis quelques années pour devenir un acteur majeur dans le secteur de la pharmacie. Plusieurs cessions dans la chimie (Lanxess, Starck et Wolff Walsrode), mais aussi le rachat en 2007 de la pharmaceutique Schering, lui ont permis de réaliser cette transformation. Aujourd'hui, le groupe est surtout présent sur la pharmacie (46 % du CA), les matériaux plastiques hautes performances (32 % du CA) et l'agrochimie (18 % du CA). A ce jour, Bayer se classe à la 13<sup>e</sup> place des sociétés pharmaceutiques dans le monde. Dans l'agrochimie, l'acquisition de Aventis CropScience en 2002, qui a propulsé Bayer aux premiers rangs mondiaux dans le domaine des insecticides et le traitement des semences, devrait continuer de bénéficier de la demande soutenue de produits agricoles. La partie chimique, qui affiche une rentabilité moindre que les deux autres divisions, pourrait quant à elle faire l'objet d'une scission permettant de poursuivre le recentrage vers la pharmacie, mais aussi de réduire l'endettement actuellement plus élevé que la moyenne des sociétés du secteur. Dernièrement, Bayer, qui a publié des résultats de bonne facture, notamment dans la partie agrochimique, affiche un niveau de valorisation intéressant. La société devrait continuer à profiter pleinement de ce recentrage vers la pharmacie qui n'est finalement qu'un retour aux sources si l'on se souvient que Bayer a déposé un brevet, il y a un peu plus d'un siècle : celui de l'aspirine !

## Les convictions d'UFG IM



# Une activité intense pour UFG Private Equity

Sur les sept premiers mois de 2008, neuf opérations nouvelles d'investissement, cinq renforcements, deux cessions et une introduction en Bourse ont été réalisés par l'équipe d'UFG Private Equity.

## Des investissements dans des sociétés à fort potentiel de valeur ajoutée

Après notamment les opérations sur Bernard Julhiet Group et Graitec, UFG PE a pris des participations minoritaires significatives dans quatre sociétés à fort contenu technique : ECA, Ariane Systems, GoAdv et BSB.

### ECA (mars 2008)

ECA est un groupe spécialisé dans la conception, la réalisation et la commercialisation de robots, de simulateurs et de systèmes de contrôle et de sécurité. A la pointe de l'innovation et consacrant annuellement près de 15 % de son chiffre d'affaires à la recherche et au développement (R&D), ECA est le leader mondial dans la robotique de déminage sous-marin avec 70 % du parc installé et le leader français pour la robotique terrestre. Le groupe est constitué de 11 sociétés, dont 5 à l'étranger, et réalise près de 50 % de son activité à l'export.  
www.eca.fr

### Ariane Systems (mai 2008)

Ariane Systems est un éditeur de logiciels spécialisé dans les solutions de bornes de check-in/out pour l'industrie hôtelière (hôtels économiques et d'affaires). Implantée principalement en France, Allemagne, Espagne et Angleterre, la société a déployé ses solutions depuis dix ans. Ses bornes sont présentes dans plus de 1 200 hôtels dans 12 pays. La moitié des 50 premières chaînes d'hôtels européennes utilise maintenant quotidiennement les solutions Ariane Systems. La société a ainsi acquis en quelques années une position de leader mondial sur ce secteur.  
www.ariane-systems.com

### GoAdv (mai 2008)

GoAdv est une société européenne de média on-line qui favorise l'augmentation

du trafic Internet et donc de l'audience de sites marchands européens, d'annonceurs et moteurs de recherche, en redirigeant vers ces sites clients le trafic généré sur son réseau de sites Internet. GoAdv a réalisé 20 M€ de chiffre d'affaires en 2007.  
www.goadv.com

### BSB (juillet 2008)

Le groupe BSB est un éditeur de progiciels et un prestataire de services informatiques pour le secteur financier. Basé à Louvain-La-Neuve (Belgique), le groupe est également présent au Grand-Duché de Luxembourg depuis 1996 et en France depuis 2001. BSB édite un progiciel de gestion destiné à l'assurance-vie ainsi qu'une solution logicielle d'asset management.  
www.bsb.com

### Axigate (juillet 2008)

Axigate est un éditeur de systèmes d'information hospitaliers. Intégrée au groupe américain Merge Healthcare Corp. depuis 2005, la société est devenue indépendante en avril 2008. Axigate commercialise un progiciel de production de soins (centré sur le patient) destiné aux hôpitaux et cliniques, et déployé à l'heure actuelle dans plus de 20 hôpitaux.

### Deux nouvelles sorties industrielles sur deux grands groupes internationaux

Telisma tombe dans l'escarcelle d'On-Mobile, un fournisseur indien de services à valeur ajoutée pour les téléphones mobiles. Née d'un spin-off de France Télécom, en 2000, la société avait mené cinq tours de table, totalisant environ 25 M€. En 2007, ses 38 employés ont généré un chiffre d'affaires d'environ 3 M€. Son repreneur est inscrit à la Bourse de Mumbai et c'est la deuxième acquisition qu'il mène en France, après le rachat de Voxmobili.

OnMobile est le plus grand fournisseur de services à valeur ajoutée en marque blanche d'Inde. Il fournit aux opérateurs de téléphonie mobile des portails vocaux, des services de téléchargement et gestion de contenu, de la publicité et des outils de marketing direct. Les services d'OnMobile touchent ainsi plus de 400 millions d'abonnés en Asie. OnMobile était dans le classement des « Deloitte Technology Fast 50 » indiennes en 2007. UFG PE réalise ainsi en 14 mois un TRI supérieur à 100 %. Bénédicta, numéro deux français des sauces froides (mayonnaises, sauces spécifiques...) rejoint le groupe américain Heinz. Cette sortie se fait dans d'excellentes conditions pour UFG PE qui était intervenu en 2005 en mezzanine aux côtés de Capzanine, lead mezzinvestor dans le LBO secondaire de cette société.

### Une introduction sur le Marché Libre

RocTool, société spécialisée dans la conception de moules complexes pour matériaux composites, a été introduite en Bourse au printemps, ce qui lui a permis de renforcer ses fonds propres et, partant, de conforter ses moyens de développement. Bonne rentrée ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 29/08/2008

## NOS CIBLES D'INVESTISSEMENT

Entrepreneur en Capital Investissement, UFG PE investit généralement en minoritaire, seul ou aux côtés de confrères partageant la même éthique, de 1 à 3 millions d'euros dans des sociétés innovantes en mid et late stage (très rarement en amorçage pour des questions de durée) et de 1 à 6 millions en capital développement et LBO de croissance dans des entreprises de croissance non cotées ou cotées.

# L'immobilier tertiaire en question... & réponses... (suite de l'édito)

La durée de la crise financière et son extension à l'économie réelle auront donc déclenché de façon rationnelle cette baisse, somme toute limitée au regard des fortes hausses antérieures.

## « Trois scénarios possibles »

Partant de là, nous avons trois scénarios possibles :

- La crise économique actuelle s'amplifie et le taux de défaillance des entreprises augmente significativement. L'immobilier tertiaire est à son tour touché par la baisse des revenus locatifs (immeubles inoccupés, baisse des loyers et des prix de vente). Les SCPI souffrent, mais sont partiellement protégées par leur forte diversification et par la durée moyenne des baux commerciaux (3-6-9 ans). Dans cette situation de récession, l'on peut espérer que les taux longs comme les taux courts baissent, sauf situation de stagflation. Si stagflation il y a, l'al-

location d'actifs à privilégier consiste ici à réduire le poids des actions, à augmenter son exposition aux taux longs et à conserver ses investissements en immobilier tertiaire. En cas de récession sans inflation, l'on privilégiera les taux courts et la possibilité de ventes dans l'immobilier tertiaire.

- La crise économique dure, mais elle reste d'une ampleur modérée et, enfin, la crise financière s'apaise. Les pressions sur les rendements immobiliers demandés baissent et avec un taux moyen de 5,5 à 5,8 % de rendement pour un portefeuille immobilier diversifié, le marché d'immobilier tertiaire reste globalement dans une fourchette étroite (+/-25 points de base de taux de rendement). L'allocation d'actifs à privilégier est alors la gestion alternative autour de l'arbitrage, avec un biais sur les stratégies événementielles (fusion/acquisition, holding/filiales, restructuration), l'immobilier tertiaire (spread interbancaire disparaissant), les actions des sociétés financières et celles bénéficiant de la croissance en Asie.

- La crise financière s'apaise et après le creux, l'économie européenne reprend rapidement, poussée par une reprise de la croissance mondiale elle-même tirée par les pays émergents et une reprise aux Etats-

Unis. L'immobilier tertiaire se recale rapidement sur les niveaux de rendement de la fin 2007 et la situation actuelle apparaîtra ex-post comme source d'opportunités d'achat sur à peu près toutes les classes d'actifs.

De ces trois scénarios, nos probabilités sont de 20 % pour le premier, 60 % pour le deuxième et 20 % pour le troisième...

## « Plus de transparence »

Traditionnellement, il est admis que l'immobilier a des cycles longs. Mais la baisse actuelle ne doit pas être vue comme annonciatrice d'un cycle baissier sur plusieurs années. Les expériences des deux dernières décennies se traduisent ainsi notamment par une transparence plus grande relayée par tous les acteurs, au premier rang desquels figurent les gérants de produits non cotés. C'est là une condition d'autant plus nécessaire que l'OPCI implique une évaluation fine et permanente de la valeur du patrimoine. ■

## UFG REM ajuste le prix des SCPI

Les prévisions en fin d'année 2007 privilégiaient certes des volumes d'investissement en baisse dans l'immobilier d'entreprise et un arrêt de la hausse des prix, mais ne retenaient pas le risque d'une contagion de la crise financière à la sphère économique. Depuis lors, les indicateurs économiques ont tous été revus à la baisse et les conséquences sur le marché immobilier se sont concrétisées. La réappréciation globale du risque a finalement entraîné des mouvements sur les taux de rendement – une hausse comprise entre 0,65 et 0,85 % – et sur les valeurs de transaction – une baisse comprise entre 15 et 20 %. Les fondamentaux du marché demeurent malgré tout bien orientés : un marché locatif actif, des niveaux de loyers mesurés, un taux de

vacance faible autour de 5 %, une indexation des loyers qui semble vouloir se poursuivre, etc. Cependant, la baisse des valeurs sur le marché de l'investissement conduit naturellement à anticiper une diminution des valeurs d'expertise en fin d'année, baisses d'ores et déjà intégrées dans les expertises publiées à mi-année par les foncières cotées.

### Un repli mesuré des prix de parts

En réalisant une projection de la valorisation en fin d'année sur l'ensemble des patrimoines SCPI dont elle assure la gestion, UFG REM a conclu à une anticipation de baisse des valeurs vénales. Une baisse qui demeure limitée, de l'ordre de 6 %, soit inférieure aux baisses des valeurs de transaction observées sur le

marché. Or, en adéquation avec l'évolution de la classe d'actifs immobilier, notamment avec la valorisation des OPCIs et le rôle de l'ANR dans l'évaluation d'une foncière, UFG REM ajuste au plus près le prix des parts de ses SCPI aux valeurs d'expertise, à la hausse comme à la baisse. Le but est de proposer des produits proches du marché et d'éviter les performances et les prix artificiels.

### Des revenus maintenus

Parallèlement, les résultats d'exploitation attendus des SCPI sont conformes aux prévisions de début d'année. Les mouvements sur les prix n'affectent en rien les niveaux de cash flow et la distribution de revenus restera dans les fourchettes définies en début d'exercice. Sur une détention moyen-long terme, les performances ne seront que très peu affectées. Au final, les SCPI continueront de délivrer des revenus réguliers.

# Positionnement défensif

Dans un contexte économique qui demeure instable, le positionnement défensif de nos fonds s'avère payant. La complémentarité de stratégies offerte par la multigestion alternative permet, de plus, de naviguer dans les eaux même les plus troubles.

**L**a situation macro-économique reste difficile et contrastée: 1/ les signaux de ralentissement sont avérés dans les pays développés

2/ la baisse des matières premières et le regain de forme du billet vert réduisent les pressions inflationnistes

3/ la sphère financière reste marquée par les difficultés de refinancement des banques et la contraction du crédit...

Le biais défensif de nos portefeuilles, qui traduit aussi bien le positionnement de nos gérants sous-jacents que nos décisions de sélection et d'allocation stratégique, reste d'actualité. Il nous a permis de naviguer à l'intérieur de la crise en protégeant le capital sur les fonds de performance absolue et en minimisant les pertes sur les produits Long Short. Nous ne constatons aucun signe d'inflexion qui nous amènerait à revoir ce positionnement à court terme. Il en devient difficile de formuler des perspectives de performances, mais nous restons convaincus que les dislocations

actuelles du marché offrent des opportunités aux gérants alternatifs de se positionner avantageusement et d'emmagasiner de la performance potentielle.

### Guetter la normalisation du marché

Ces « profits latents » ne manqueront pas de se transformer en gains réels au premier signe de normalisation du marché et ce même s'il s'accompagne d'une nouvelle chute des marchés d'actions. Pour illustrer ce propos, nous pouvons prendre en exemple le cas de la stratégie d'arbitrage sur taux d'intérêts souverains. Cet arbitrage a connu ses beaux jours entre 1997 et 2001, lorsque les taux sans risque étaient élevés, comme la volatilité des marchés. Il fut ensuite clairement défavorisé par l'augmentation des actifs investis dans la stratégie (via les hedge funds et les comptes propres de banque) et par la forte baisse des taux qui, tout en inondant le marché de liquidité, a fortement réduit son potentiel de rendement. Un constat est

frappant : comme dans l'économie réelle, la finance de marché engendre ses propres cycles. Après la baisse des rendements évoquée plus haut, la stratégie fut totalement délaissée à partir de 2004 au profit des stratégies de crédits structurés qui offraient des objectifs bien plus attrayants. C'est ainsi que les actifs investis dans la stratégie se sont réduits à la portion congrue et qu'au premier jour de la crise du subprime, les opportunités ont fleuri à nouveau pour les spécialistes de l'arbitrage de courbes de taux. Les rendements de la stratégie ne se démentent pas en 2008, et, avec une performance de + 15,16 % brut sur les douze derniers mois, cette brique se classe avec les fonds de trading de futures (CTAs) au premier rang des stratégies alternatives les plus performantes en temps de crise.

### Cyclicité et complémentarité

La cyclicité des performances au sein des stratégies alternatives est une des raisons qui ont permis l'avènement de la multigestion alternative : la richesse et la complémentarité entre les styles de gestion permettent aux fonds de fonds multistratégie d'opérer des allocations tactiques gagnantes même lorsque la volatilité et la corrélation des marchés sont élevées. ■ Olivier Ramé, Directeur de la Gestion UFG Alteram, le 5/09/2008

## Les indices Edhec (Performance en \$)

Au 31/07/2008	Y to D flat	2007	3 ans annualisés	Volatilité 3 ans
Edhec Convertible Arbitrage Index	-5,01 %	3,96 %	4,51 %	4,00 %
Edhec FI Index	-1,11 %	6,30 %	4,92 %	2,77 %
Edhec Equity Market Neutral Index	1,83 %	8,30 %	6,83 %	2,31 %
Edhec Merger Arbitrage Index	0,89 %	8,71 %	8,32 %	3,52 %
Edhec Event Driven Index	-3,59 %	10,27 %	8,09 %	5,10 %
Edhec Distressed Index	-3,35 %	7,89 %	7,76 %	4,15 %
Arbitrage Index	-2,50 %	7,12 %	5,93 %	3,19 %
Edhec LS Index	-4,80 %	11,07 %	7,85 %	6,59 %
Edhec CTA Index	8,99 %	13,85 %	10,62 %	7,71 %
Edhec Global Macro Index	1,11 %	13,09 %	9,28 %	4,88 %
MSCI World local currency	-15,60 %	2,82 %	1,85 %	11,08 %
SSB 10 year Treasury	0,11 %	8,92 %	3,54 %	5,70 %
T-Bill 3 months	1,07 %	4,45 %	3,96 %	0,34 %

Les indices Edhec sont des indices d'indices et sont disponibles sur [www.edhec-risk.com](http://www.edhec-risk.com)

## La lettre du Groupe UFG change de formule

Afin de renforcer le contenu analytique et l'information sur ses quatre filiales, la lettre du Groupe adopte une nouvelle formule.

Elle passe ainsi d'une périodicité mensuelle à une distribution trimestrielle.

Rendez-vous au mois de décembre pour découvrir cette version enrichie.

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](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