



EDITO

Une rentrée active

Par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

Sommaire

Une rentrée active	01
Le point de vue : Et après la crise ?	02
Actualités	04
Rencontres	04
Gestion d'actifs mobiliers L'optimisme des marchés récompensé	05
Interview J. M. Boussemart, P. Mimran : Repenser la croissance	06
Placements immobiliers Regain de dynamisme pour la fin de l'année	08
Multigestion alternative Prudence et arbitrages	09
Capital investissement UFG PE maintient son activité	10
Recherche Un travail de fond aux applications directes	11

Pour l'UFG, 2009 est une année de forte croissance tant endogène qu'exogène. La crise, pour bien réelle qu'elle soit, a certes modifié l'appétit de risque des investisseurs, mais elle a aussi incité les investisseurs comme les gérants d'actifs à s'adapter à un environnement oscillant entre hostile et prometteur.

Sur le plan interne à l'UFG, la réduction logique de l'appétit de risque des investisseurs s'est traduite, au moins jusqu'à septembre, par la poursuite d'une décollecte sur les fonds de fonds alternatifs (principalement le solde des "gates" du dernier trimestre 2008) et une très timide collecte sur l'immobilier tertiaire et les produits actions.

Et pourtant... comme nous l'avons écrit en début d'année, la gestion alternative - principalement l'arbitrage - est en train de réaliser sa meilleure année (en termes de surperformance par rapport aux taux courts) : effondrement des taux courts, retour à une certaine normalité des inefficiences après l'explosion de fin 2008.

Et pourtant, de manière chaotique et incertaine, les indices actions augmentent de plus de 10 % depuis le début de l'année.

Et pourtant, nous avons pu constater que les ventes d'immubles conclues au premier semestre se sont réalisées sur les valeurs d'expertise de fin 2008.

Le dynamisme commercial, l'adéquation et la multiplicité des expertises de l'UFG ont cependant compensé ces aspects négatifs : la collecte nette à fin août (à périmètre constant)

dépassant les 3 milliards d'euros, l'encours géré excède sensiblement son plus haut historique de mi-2008.

C'est cependant sur le plan de la croissance externe que l'UFG connaît ses plus fortes mutations : joint-venture avec la Banque Sarasin via l'acquisition de la filiale française Sarasin AM France (nouvellement UFG - SARASIN AM) dans le domaine de l'Investissement Socialement Responsable, acquisition et intégration, au sein d'UFG Property Managers, d'EXA (40 collaborateurs spécialisés dans la transaction - vente et location - en immobilier tertiaire) et concrétisation le 31 juillet dernier de l'acquisition de 100 % du Groupe La Française des Placements.

Cette acquisition majeure se traduit par une évolution de notre organisation, l'UFG prenant le nom UFG-LFP. Riche de plus de 600 collaborateurs, gérant plus de 30 milliards d'euros, un capital majoritairement détenu par le CMNE mais ouvert à des institutionnels "extérieurs" et aux cadres dirigeants pour plus de 20 %, constituée de deux pôles puissants et équilibrés entre les activités tournées autour des actifs réels (l'UFG) et les valeurs mobilières cotées (LFP), une clientèle diversifiée et équilibrée entre les particuliers (notamment via les CGPI), les institutionnels, les corporates et les banques, un engagement majeur dans l'investissement durable : telle est la nouvelle configuration d'UFG-LFP.

Tout ceci s'inscrit dans la poursuite de notre objectif premier : répondre toujours plus et mieux aux attentes de nos clients.

Xavier Lépine

Et après la crise ?



Les statistiques macroéconomiques et microéconomiques qui tombent régulièrement depuis quelques mois convergent vers une conclusion : le pire de la crise est derrière nous. Le choc a été d'une violence inédite par son ampleur et sa globalisation : tous les indicateurs ont connu des baisses sans précédent : mises en chantiers, consommation, production automobile, taux d'utilisation des capacités de production, montée du chômage, etc.

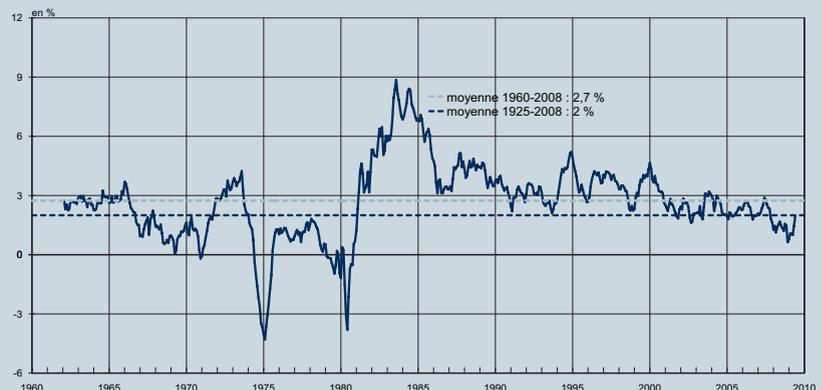
A crise sans précédent, moyens sans précédent mis en œuvre par les Etats (jusqu'à 12 % de déficit budgétaire aux Etats-Unis, soit bien plus que ce que nous imposent nos frileux critères de Maastricht). Les Banques centrales ont quant à elles affirmé qu'elles maintiendraient leurs mesures non conventionnelles et leur politique de taux "zéro" aussi longtemps que nécessaire (la déflation constatée, la faiblesse de la demande et des capacités de production excédentaires rendent illusoire toute hausse des prix à court terme). Les fonds souverains sont massivement intervenus, tandis que les entreprises ont rapidement adapté leur organisation et affichent aujourd'hui des résultats "moins pires" qu'attendu. Le soutien est également venu de Chine, qui maintient son taux de croissance à 8 % et dont le poids économique réel (exprimé en Parité de Pouvoir d'Achat – PPA – et non pas en taux de change officiel) est de l'ordre de 12 % du PIB mondial (contre 20 % pour les Etats-Unis).

Sur le plan de la valorisation des actifs financiers, la hiérarchie des rendements est également reconstruite et attractive, la crise ayant déprécié fortement les actifs à risques et renchéri les autres :

➤ A un niveau de 3,5 % sur 10 ans, le taux des obligations d'Etat américaines est justifié par la faiblesse de l'inflation et par le niveau des taux courts. Il n'est cependant pas loin de refléter une situation de bulle spéculative si l'on regarde le niveau absolu des taux sur... les 80 dernières années (les taux longs réels négatifs des années 75 et 80 étant la conséquence des chocs pétroliers). (graphique ci-dessous)

➤ Avec des taux de rendement locatifs proches de 7 % et une hiérarchisation des rendements cohérente entre Paris et les métropoles régionales, le rendement de l'immobilier tertiaire anticipe une baisse significative (excessive ?) des loyers.

Etat-Unis : taux long réel à 10 ans déflatés par l'indice des prix à la consommation sous-jacent



© Coe-Rexecode

Les actions, après une correction pour partie excessive, retrouvent de leur attrait. (voir tableau ci-contre)

Sur de nombreux points, tout est en place – sauf choc externe comme la grippe A... – pour une reprise lente de l'économie et des marchés actions. Ainsi, nous pourrions bien assister à un nouveau "rally" au cours du quatrième trimestre.

Les marchés vont probablement se focaliser à court terme sur ces éléments, tout en se préoccupant des possibles rechutes et autres prises de bénéfices. Il ne faut pas boudier les gains éventuels.

Sur le plus long terme, il sera nécessaire d'inventer un nouveau paradigme pour financer la croissance. Nous sommes face à une situation d'accumulation sans précédent de déséquilibres dont on voit mal comment les proroger indéfiniment, ni comment en sortir :

Les Etats-Unis consomment à crédit depuis 30 ans et la consommation intérieure représente les 2/3 du PIB américain. Si l'on prend également en compte les facteurs démographiques (allongement de la durée de vie, immigration modérée), sauf révolution technologique entraînant des gains de productivité très significatifs, on voit mal comment le pays parviendra à rembourser sa dette, à moins de dévaluer massivement.

La Chine pratique depuis des décennies une politique de taux de change maintenant le yuan à un niveau manifestement très sous-évalué par rapport au dollar et, dans une moindre mesure, à l'euro (l'évaluation en PPA du PIB chinois contre l'évaluation en taux de change officiel révèle un ratio de 1 à 3). Cette politique a permis aux Etats-Unis d'importer massivement à faible prix (cf. déséquilibre de la balance commerciale Etats-Unis/Chine) et d'exporter le dollar. Le créancier chinois est ainsi devenu l'otage de son débiteur américain (si la Chine réévalue, ses obligations du Trésor américaines libellées en dollars perdent de leur valeur) et réciproquement (si les prix des biens importés de Chine doublent, les consommateurs américains ne pourront plus acheter). Et pourtant, il faudra bien donner un jour au yuan sa vraie valeur.

	Variation du cours début d'année	Bénéfices par action Variation 2009 (100 jours)	Bénéfices par action Variation 2010 (100 jours)	Per 2009 (100 jours)	Per 2010 (100 jours)
CAC 40 Bench (FR)	12,1 %	-29,9 %	30,1 %	14,9 x	11,5 x
DJ Euro Stoxx 50 Bench	12,3 %	-17,2 %	22,2 %	13,3 x	10,9 x
FTSE 100 Full Share Bench (GB)	11,3 %	-40,4 %	25,1 %	15,5 x	12,3 x
NASDAQ 100 Bench (US)	35,2 %	7,1 %	19,9 %	20,6 x	17,2 x
Dow Jones Industrial Average Bench (US)	8,3 %	30,5 %	39,7 %	17,8 x	12,8 x
S&P 500 (US)	13,6 %	-5,2 %	23,7 %	17,1 x	13,8 x
Nikkei 225 Bench (JP)	15,5 %	48,6 %	156,7 %	58,7 x	22,9 x

Source : JCF

L'Europe, avec sa population vieillissante et ses dettes accumulées "à tous les étages", n'est pas non plus en situation de créer beaucoup de richesse.

En conclusion, si la demande latente de biens et services est forte dans toutes les régions du globe (émergence de 3 milliards de consommateurs en Asie, maintien des habitudes de consommation aux Etats-Unis...), la demande effective (c'est-à-dire solvable) des prochaines années est obérée par les déficits et dettes accumulés par l'ensemble des agents économiques. Il faudra probablement vivre pendant de nombreuses années avec une croissance plus faible et un bipolarisme plus important en faveur des pays émergents, notamment d'Asie. A terme, nous pourrions également assister à une destruction de la dette réelle par le jeu des taux de change et de l'inflation, l'or pouvant retrouver son attrait, notamment pour la Banque centrale chinoise, en cas de non émergence de nouvelles devises de réserves. La finance a permis de consommer et d'investir par avance, mais elle a été excessive et il faut maintenant produire et créer de l'inflation pour annuler la dette. 2010 ne s'annonce pas forcément sous les meilleurs auspices pour les marchés...

Lettre de l'UFG - Septembre 2009
ISSN en cours

Publication éditée par :
Groupe UFG, Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 69 736 860 euros

Siège social :
173, boulevard Haussmann / 75008 PARIS
480 871 490 RCS PARIS
Tél. : 01 44 56 10 00
Fax : 01 44 56 11 00
e-mail : info@groupe-ufg.com
www.groupe-ufg.com

Directeur de la publication : Xavier Lépine

Rédaction : Nadège Bénard

Chef d'édition : Claudine Prêtre Procida

Photos/illustrations : Fotolia, Corbis, DR.

Impression : ICO / 34 rue Roger Salengro / 93140 Bondy - Imprimeur certifié Imprim'vert qui garantit la gestion des déchets dangereux dans des filières sécurisées

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. L'UFG ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de l'UFG.

Lancement en France de la nouvelle gamme de fonds ISR Major Trends



Les tendances qui façonnent le monde d'aujourd'hui font les performances de demain.

Passer de 6 à 9 milliards d'habitants en 30 ans et dans un environnement globalisé créé des défis et des opportunités sans précédent. Cette évolution démographique s'accompagnera inéluctablement d'impacts considérables sur les besoins d'infrastructures, la consommation, la gestion des ressources naturelles, les enjeux environnementaux et les réponses technologiques nécessaires à ces mutations. Dans cet esprit, commercialiser cinq fonds actions thématiques ISR dans le même temps est un défi que nous sommes heureux de relever aujourd'hui. Car "Major Trends" n'est pas seulement une gamme de fonds, mais le symbole de notre engagement en matière de responsabilité sociale, d'investissement durable et de réponse à vos attentes en matière de placements à long terme.

UFG Trend Consumers apporte une réponse au défi démographique mondial qui entraîne, du côté des pays émergents, l'apparition de nouveaux consommateurs par milliards et, du côté des pays développés, de nouveaux modes de consommation. La gestion d'UFG Trend Consumers repose sur la sélection de valeurs de la Communauté européenne bénéficiant de ces tendances et du vieillissement de la population.

UFG Trend Infrastructures répond au défi urbain qui concerne là aussi l'ensemble des pays. Les économies émergentes ont des besoins colossaux en nouvelles infrastructures

(transports, réseaux d'énergie, d'eau...) tandis que les économies développées font face à la vétusté de leurs installations. UFG Trend Infrastructures est composé de titres de la Communauté européenne issus des secteurs de la construction, des transports, des biens d'équipement et des services répondant tous à ce défi urbain.

UFG Trend Planet vient en réponse au défi environnemental que le monde doit relever face au réchauffement climatique et à la pollution croissante. Les dommages matériels et humains causés par les phénomènes climatiques catastrophiques, l'apparition de nouvelles maladies et les investissements indispensables à la production d'énergie à partir de sources renouvelables représentent des centaines de milliards d'euros. UFG Trend Planet vise à sélectionner des sociétés de la Communauté européenne actives dans les secteurs liés à ce défi environnemental : énergies, traitement des déchets, eau, etc.

UFG Trend Resources vise à relever le défi des ressources naturelles dans une période de l'histoire où leur épuisement devient de plus en plus inquiétant. La consommation effrénée des pays émergents maintenant additionnée à celle des pays développés pose l'enjeu de l'alimentation des 6 milliards d'habitants de la planète et du recours aux matières premières énergétiques. UFG Trend Resources est constitué d'actions mondiales appartenant aux secteurs des matières premières, de l'agriculture, des métaux.

UFG Trend Technologies répond au défi technologique qui anime nos vies au quotidien. Enjeu essentiel pour la croissance économique des pays développés comme émergents, les technologies constituent des sources d'opportunités importantes en matière d'investissement. UFG Trend Technologies se concentre sur les sociétés actives dans les domaines de l'information et de la communication, de la productivité des entreprises ou encore de la sécurité et du transport des biens et des personnes.

Gérés depuis mars 2009 en tant que compartiments de la SICAV de droit luxembourgeois Nord Europe Patrimonia, les UFG Trends révèlent déjà de belles performances,

Rencontres

Salon Patrimonia

Rendez-vous annuel incontournable des CGP et des sociétés de gestion, le salon Patrimonia, qui se tient les 1^{er} et 2 octobre à Lyon, sera cette année le théâtre d'événements d'importance pour l'UFG et son nouveau partenaire LFP (la Française des Placements). Leurs équipes vous attendent sur les stands B1 et B2.

Salon Novethic

L'UFG participe à la nouvelle édition du colloque de Novethic, centre de recherche et d'expertise sur la responsabilité sociétale des entreprises et l'investissement socialement responsable, le 27 novembre 2009. L'évènement, programmé sur une journée, rassemblera des représentants de compagnies d'assurances, des groupes de retraite et de prévoyance, des mutuelles, des fondations et associations, et des fonds de pension étrangers.

confirmant la pertinence de leur positionnement et de leur gestion. Tous répondent aux enjeux de la gestion d'actifs à long terme.

Pour plus d'informations, consultez votre conseiller habituel.

Major Trends	Valeurs liquidatives	
	au 12/03/09 (création)	au 31/08/09
UFG Trend Consumers Code ISIN : LU0414216654	100 €	140,10 €
UFG Trend Planet Code ISIN : LU0414217546	100 €	133,05 €
UFG Trend Technologies Code ISIN : LU0414218510	100 €	143,19 €
UFG Trend Infrastructures Code ISIN : LU0414271116	100 €	139,16 €
UFG Trend Ressources Code ISIN : LU044218197	100 €	135,16 €

Les performances réalisées par les UFG Trends ne pourront être communiquées qu'après un an d'existence.



L'optimisme des marchés récompensé

Voilà maintenant plusieurs mois que les marchés actions sont orientés à la hausse. Là où le printemps était porteur d'espoirs quant à la possibilité d'un rebond économique, l'été en a enfin apporté les signes tangibles. La tendance haussière actuelle mérite d'en tirer profit, tout en restant attentifs à un éventuel retournement.

La publication au cours de l'été de chiffres finalement encourageants pour l'économie mondiale a récompensé l'attente chargée d'espoir dans laquelle vivaient les marchés actions depuis le mois de mai. Ces indicateurs de rebond sont venus confirmer nos anticipations concernant le ralentissement du phénomène de déstockage entamé par les entreprises et ont révélé la résilience remarquable de ces dernières en termes de marges comme de résultats (qui chutent en moyenne de 30 %). En quelques mots : la reprise est bien là et les marchés accueillent la nouvelle avec enthousiasme, d'autant que les taux d'intérêt demeurent à des niveaux très bas et que d'importants montants de liquidité demeurent à placer.

Cette tendance haussière pourrait durer encore un, voire deux trimestres (jusqu'au premier trimestre 2010 environ), les entreprises bénéficiant du rebond conséquent de l'activité.

Résultats à confirmer

Les marchés ont toutefois besoin de se voir confirmer ces résultats satisfaisants, ne pouvant faire fi des inquiétudes nées des déficits budgétaires colossaux accumulés par la plupart des économies développées. Le mois d'octobre sera à ce titre déterminant : si les chiffres d'affaires des entreprises américaines ne repartent pas à la hausse, la reprise deviendra plus hypothétique...

Aujourd'hui déjà, les premiers signes d'essoufflement de la Bourse chinoise constituent une source d'inquiétudes. Face à la surchauffe de son économie, la Chine a en effet entrepris de resserrer la vis, provoquant une consolidation boursière marquée de plus de 20 % sur le mois d'août. L'on ne peut écarter la possibilité que d'autres places suivent le mouvement...

C'est pourquoi nous considérons probable que le franc rebond dont l'on peut se réjouir depuis quelques semaines laisse, à moyen terme, la place à une phase transitoire de consolidation. Celle-ci devrait ensuite nous mener soit vers une rechute, dans le cas où l'économie ne puisse se passer des mesures de soutien étatiques (cf. le cas tristement connu du Japon), soit vers une hausse plus durable si l'économie montre qu'elle est capable de se passer du soutien des plans de relance et des injections de liquidités des Banques centrales. De plus en plus de spécialistes penchent pour ce dernier scénario optimiste ; nous en faisons partie.

Une gestion gagnante

Ainsi, il est envisageable que la tendance actuelle amène l'Euro Stoxx 50 vers 3000 points, avant qu'une phase de correction ne s'ensuive. Un bull market plus pérenne se profilera éventuellement fin 2010, mais c'est une autre histoire... C'est pourquoi il nous semble bon, à court terme, de détenir des actions afin de tirer profit du mouvement de hausse. Il convient malgré tout de rester prudent en prévision de l'année prochaine. Depuis le début de l'année, les fonds gérés par UFG IM offrent très majoritairement des performances supérieures aux indices de références. Pour un grand nombre d'entre eux, les sous-performances de 2008 sont effacées et les performances à 3 et 5 ans redeviennent confortables. Les scores réalisés par les cinq nouveaux fonds thématiques ISR Major Trends tout récemment commercialisés (cf. actualités page 4) confirment eux aussi la pertinence de leur positionnement et l'efficacité de leur gestion.

Pour ce qui concerne les produits de taux, les marchés de crédit se sont avérés très porteurs depuis début 2009. UFG Horizon 2011 et UFG Horizon 2014, avec des scores respectifs de + 5,60 % et de + 9,18 % depuis le début de l'année (au 21/08/09) en sont l'illustration parfaite, mais l'ensemble de la gamme obligatoire d'UFG IM a profité de ce positionnement. Le retour à des spreads plus habituels nous a récemment incités à prendre nos profits, en premier lieu sur les maturités supérieures à 2 ans.

Jean-Michel Boussemart
Philippe Mimran

Repenser la croissance

L'économie est-elle prête à repartir ? Nombre de chiffres et indicateurs semblent attester d'un rebond réel, sans pour autant garantir que celui-ci durera. Le surendettement des économies développées et la montée en puissance continue de l'Asie émergente bouleversent et conduisent à repenser le système économique et financier dans son ensemble.

Depuis l'été, la plupart des indicateurs économiques convergent vers un constat : la reprise est en marche. Peut-il y avoir une interprétation différente ?

Jean-Michel Boussemart : La plupart des indicateurs publiés dans les pays émergents montrent que l'économie se reprend pour de bon. Il y a d'abord le rebond des PIB qui se produit dans la majorité des pays, et surtout en Asie. Puis les chiffres de la production industrielle, notamment en Chine, qui révèlent un boom remarquable. Ces résultats ne laissent planer aucun doute sur la réalité de la reprise de l'économie mondiale. Cependant, ils ne fournissent aucune indication sur la solidité de cette dernière. Ce que l'on constate, c'est que la confiance des acteurs économiques et financiers se restaure peu à peu : les spreads de taux entre obligations corporate et taux sans risque se réduisent, comme ceux entre les obligations des différents Etats européens. Autre point positif, les entreprises publient depuis quelques semaines des résultats supérieurs aux attentes.

C'est ce qui explique l'important rebond des marchés...

J.M. Boussemart : Tout à fait. Les marchés croient en la reprise, même si l'on ignore encore ce qu'elle sera et combien de temps elle durera. L'indice des 39 principales Places boursières mondiales est encore à 12 % en dessous du niveau pré-faillite de Lehman Brothers, mais la remontée est

déjà remarquable. La volatilité a de son côté reflué même si, à 25, elle reste encore élevée. Une partie conséquente de la masse monétaire en croissance s'est aussi dirigée vers les marchés actions – d'autant que les taux sont peu rémunérateurs. La volonté annoncée des Banques centrales de maintenir leurs politiques accommodantes conforte aussi les marchés dans leur progression, même si elle révèle la fragilité de la reprise économique, qui repose, pour l'essentiel, précisément sur les mesures prises par les gouvernements et les Banques centrales.

Les causes fondamentales de la crise menacent donc toujours l'économie mondiale ?

J.M. Boussemart : Les deux facteurs qu'il importe de surveiller au plus près sont le niveau d'endettement des Etats et des ménages et celui du chômage. Le marché du travail continue de se dégrader aux Etats-Unis, au Japon et en Europe, ce qui pèse sur les salaires et risque, par conséquent, d'être un frein à la consommation. D'autant que s'ajoute à cela la remontée du prix du pétrole à l'œuvre depuis décembre. En outre, le surendettement des ménages qui prévaut en particulier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni est encore loin d'être suffisamment corrigé. Même si les entreprises ont su remarquablement défendre leurs marges d'exploitation, ce qui est favorable à l'investissement et doit pousser à l'optimisme, il n'y aura de rebond durable de la croissance que si la consommation des ménages prend le relais. Sans compter que les Etats sortent exsangues de la crise économique. Le niveau d'endettement atteint dans la plupart des pays développés pèsera longtemps sur leur capacité de croissance. L'on pourra d'ailleurs difficilement éviter une remontée des prélèvements obligatoires. Outre-Atlantique, avec la chute de l'activité et des revenus additionnée au plan Obama, le poids de l'impôt sur les ménages rapporté à leur revenu disponible est au plus bas depuis 1959.

Combien de temps ce rebond technique pourrait-il durer ?

J.M. Boussemart : Il y a eu un déstockage massif dans nos économies, provoqué entre autres par l'assèchement des canaux du cré-



Jean-Michel Boussemart
Conseiller économique de l'UFG

dit après la faillite de Lehman Brothers et la panique qui s'en est ensuivie. Ce déstockage ne peut pas éternellement durer. La modération de ce processus et, a fortiori, son arrêt sont suffisants pour faire rebondir la production. Nous y sommes actuellement. Que cette reprise ne soit pas acquise à cause de l'endettement massif des ménages et des Etats ne signifie pas qu'elle soit forcément déjà sur le point de s'effondrer. Je pense simplement qu'elle sera laborieuse et chaotique. On ne peut pas rêver de repartir sur un chemin de croissance équivalent à celui de l'avant-crise. Le surendettement des ménages et des entreprises a contribué à gonfler artificiellement le rythme de croissance et l'émergence de nouvelles puissances économiques a entraîné une flambée du prix des produits de base. Le rythme de croissance de l'économie mondiale avant l'été 2008, autour de 5 % l'an, n'était proprement pas soutenable. Tant que les déséquilibres ne seront pas résolus, il n'y aura pas de croissance durable. Or ce sera un long processus, d'autant que les moyens d'action sont limités.

Philippe Mimran : On ne peut pas créer de l'inflation pour rembourser la dette ni rembourser trop vite au risque de peser sur l'économie. Le seul champ d'action envisageable est celui des taux d'intérêt. Leur maintien à des niveaux durablement faibles (ce qui revient à réduire la prime de risque) est la seule solution concrète pour mener le désendettement des ménages et des Etats. Dans tous les cas, les taux d'intérêt réels sont censés s'aligner sur les taux réels de croissance. Or ces derniers devraient eux-mêmes demeurer faibles.

J.M. Boussemart : En effet, le rythme de croissance des économies développées va vraisemblablement ralentir par rapport à celui qui a prévalu durant la décennie écoulée. La chute du mur de Berlin et ses conséquences ont définitivement fait rimer « économie centralisée » avec « faillite ». Depuis lors, l'économie de marché s'est largement imposée. Malgré les excès que l'on sait, celle-ci reste à mon sens le meilleur modèle pour le monde. Le point capital est l'émergence de nouvelles économies et de 2,5 milliards d'habitants-consommateurs en Chine et en Inde, qui souhaitent rattraper leur retard en termes d'accès aux biens et services et de niveau de vie. Cela crée un bouleversement tel que le modèle qui prévalait jusque-là dans les pays développés, avec les taux de croissance que nous connaissions, ne peut plus tenir. C'est ce que la crise est venue nous rappeler avec violence.

Quelles conséquences pourrait avoir le maintien durable des taux d'intérêt au plus bas ?

J.M. Boussemart : Il pourrait notamment conduire à un déplacement des capitaux pour davantage financer l'investissement productif et améliorer le potentiel de croissance en décourageant la rente. Un des problèmes majeurs actuels dans l'économie mondiale est celui des déséquilibres financiers internationaux. En toute logique, les économies à croissance plus lente devraient financer les économies connaissant la croissance la plus forte. Cette situation serait plus saine et logique que celle que nous vivons aujourd'hui, dans laquelle les capitaux chinois financent la consommation et le déficit américains.

Philippe Mimran : Cela ferait aussi remonter les devises asiatiques, qui sont scandaleusement basses aujourd'hui. Le renchérissement des biens importés de Chine aurait alors pour effet d'inciter les pays développés à relocaliser leur production, ce qui serait également bon pour nos économies.

Le découplage des économies développées et émergentes est-il donc bien réel ?

J.M. Boussemart : Le découplage est réel, l'indépendance ne l'est pas. Un ralentissement important dans les pays développés impacterait les pays en développement. Cela étant, la Chine, l'Inde, le Brésil, etc. ont une

envie et une capacité fortes à croître. A long terme, la tendance semble évidente. Mais si les pays développés connaissent une croissance ralentie, cela sera-t-il vraiment dramatique ? Le niveau de vie est déjà élevé et, s'il ne faut pas nier les inégalités qui demeurent à combler, sa marge de progression est plus limitée que dans les pays émergents. Ce pourrait donc être tout à fait vivable. Dans tous les cas, le modèle de croissance que l'on a connu ces dernières années doit être revu en profondeur.

Qu'attendre des marchés actions dans ce contexte de reprise technique ?

Philippe Mimran : Les marchés peuvent continuer à monter jusqu'à la fin 2009, voire plus longtemps, surtout si les entreprises publient des résultats supérieurs aux attentes (ce qui semble s'annoncer pour 2010). Au-delà de ce probable rebond de l'ordre de 10 à 15 %, c'est l'inconnu. La Chine a déjà entrepris de remonter ses taux d'intérêt, de reprendre une partie de ses liquidités et, même si son économie continue de croître, sa Bourse a accusé le coup (-20 %) et peut entraîner les autres places dans son sillage. L'on peut dire qu'il est bon de détenir des actions en ce moment, tout en étant prêt à les revendre. Dans une optique de long terme, il s'agit de tirer profit des tendances profondes dont nous venons de parler, comme le propose la nouvelle gamme de fonds, Major Trends qui vient d'être lancée par l'UFG.



Philippe Mimran,
Directeur de la Gestion Valeurs Mobilières, UFG IM

Regain de dynamisme pour la fin d'année



Jean-Marc COLY
Directeur général
UFG REM

L'été fut calme sur le terrain de l'immobilier. La rentrée vient ainsi confirmer l'essentiel de ce que nous annonçons à la fin juin, à savoir le maintien des distributions comme des prix pour nos SCPI d'entreprise. Le volume des investissements pourrait nettement s'accélérer au cours du second semestre.

Durant l'été ont été diffusés les résultats en demi-teinte des foncières cotées. Si celles-ci ont vu s'améliorer les niveaux de cash flow de leurs actifs à fin juin, l'augmentation des taux de rendement constatée sur le marché a entraîné au final une baisse de la valeur des biens d'environ 6 %. Mais rappelons que l'essentiel du patrimoine des foncières cotées est constitué d'actifs situés dans Paris intra-muros et de centres commerciaux. Ces deux typologies de biens ont vu leurs taux de rentabilité augmenter plus fortement que les actifs mieux répartis sur la périphérie parisienne et les régions qui composent le patrimoine des fonds gérés par UFG REM.

Aussi, la hausse mesurée et déjà constatée des recettes locatives perçues par UFG REM (sous l'effet de l'indexation des loyers),

devrait-elle se vérifier encore en fin d'année, malgré les renégociations de baux menées auprès de certains locataires. Elle devrait pratiquement compenser celle des taux de rendement pour la détermination de la valeur de nos actifs. Par conséquent, nous estimons que les valeurs de réalisation demeureront stables d'ici à la fin de l'année, nous permettant par là-même de maintenir le prix des parts de nos SCPI, à moins d'un retournement violent de la situation économique.

En termes de distribution, les niveaux devraient également être maintenus. Pour certaines de nos SCPI, ce maintien passera non seulement par l'utilisation des recettes mais, comme cela peut être l'usage, par l'utilisation d'une partie des plus-values issues de la campagne d'arbitrages menée par UFG REM.

L'UFG toujours leader du marché des SCPI*

La collecte observée à mi-année a beau s'avérer moins dynamique que les années précédentes, l'UFG, avec près de 75 millions d'euros de collecte brute, conserve sa position de leader du marché* et parvient à assurer une liquidité satisfaisante sur ses SCPI. Les problèmes ponctuels connus sur certains de ces produits ont été résolus grâce à la création, en juin 2009, d'un fonds de remboursement alimenté par le produit de la vente d'immeubles opérée par UFG REM.

Si le volume des investissements sur le premier semestre 2009 marque lui aussi le pas – à 770 millions d'euros – il semble probable que celui-ci connaisse une nette progression sur le second semestre, pour atteindre 6 à 7 milliards d'euros en fin d'année. Cette accélération de l'activité viendrait alors notamment du sentiment, exprimé par les

investisseurs, que les taux de rendement ont atteint un point haut, intégrant les ajustements de loyers à prévoir dans les mois à venir, et qu'il est donc temps de réinvestir dans cette classe d'actifs. L'accès au crédit facilité et le niveau des taux d'intérêt constituent d'autres pans de l'explication.

Des patrimoines résistants

En dernier lieu, les loyers de commercialisation subissent globalement une pression à la baisse, face à la progression des taux de vacance sur certains secteurs. Celle-ci induit une concurrence plus vive entre propriétaires, qui concèdent des ajustements de loyers et mettent en place des mesures d'accompagnement commercial. Cela étant, les ajustements sont plus prononcés dans les zones où les loyers avaient précédemment le plus augmenté (Paris notamment). Ils le sont moins dans les première et seconde couronnes parisiennes et en régions, ce qui, là encore, favorise nos patrimoines fortement diversifiés. Par ailleurs, ceux-ci profitent encore de l'indexation des loyers sur une part significative des immeubles, d'où une hausse globale mesurée de nos recettes.

Dans ce contexte et comme à l'accoutumée, l'UFG veille à créer et gérer des produits répondant aux besoins de ses clients, tels des fonds à venir issus de l'externalisation du patrimoine de grandes entreprises françaises. L'investissement immobilier doit continuer d'apporter performance financière et gestion sans souci à l'investisseur, ainsi qu'une mutualisation des risques immobiliers de par la taille des produits. Les OPCV sur lesquels UFG REM travaille répondront naturellement à ces enjeux.

* Source IEIF

Prudence et arbitrages



Olivier Ramé
Directeur de la gestion
alternative de l'UFG

L'embellie sur les marchés ne doit pas faire oublier que les fondamentaux économiques demeurent fragilisés et nous incitent à la prudence. Les stratégies d'arbitrage nous semblent à l'heure actuelle les plus indiquées pour assurer à nos fonds des performances satisfaisantes.

Nous sommes en cette rentrée à la croisée des chemins. Les entreprises ont réussi à s'adapter au ralentissement économique, elles ont protégé leurs marges et se sont montrées réactives. Maintenant que ces mesures ont été prises cependant, quelle marge de manœuvre leur reste-t-il ? Pour que les bénéfices soient au rendez-vous, elles vont devoir dégager du chiffre d'affaires et donc trouver des débouchés à leur production...

Certes, il est possible que le troisième trimestre montre la poursuite du rebond économique mondial et incite ainsi les marchés à continuer leur progression. Mais l'on peut aussi penser que ces derniers reflètent déjà une bonne partie des résultats encourageants publiés durant l'été en termes de résultats d'entreprise et de production industrielle.

Par ailleurs, la Chine a déjà mis en œuvre des mesures pour calmer la surchauffe de son économie (ralentissement de la production, durcissement des conditions d'octroi de crédit), avec pour conséquence une nette consolidation sur sa Bourse et une menace sérieuse pour les autres. Cet exemple illustre aussi le risque que ferait peser une reprise trop vive sur les marchés actions dans leur ensemble. A l'inverse, une croissance molle assise sur de bons résultats d'entreprise - même si la situation de l'emploi se dégrade - favoriserait une hausse continue des Bourses.

Limiter le bêta actions

Dans l'impossibilité où nous sommes d'envisager un scénario plutôt qu'un autre, nous préférons nous tenir relativement éloignés des actions. Leur couple risque-rendement n'est pas assez attractif pour nous inciter à jouer la hausse comme nous avons pu le faire entre avril et juillet. Ainsi, nous privilégions dans nos fonds multistratégie les stratégies relative value, global macro et les restructurations, qui produisent de bons résultats depuis le début de l'année.

Si la stratégie distressed securities donne aussi globalement de bonnes performances en 2009, nous la jouons prudemment. La crise a certes révélé des opportunités avec l'écartement des spreads de crédit, mais maintenant que les spreads se sont réduits, elle représente moins d'intérêt. Il faut attendre que le rebond se confirme pour jouer pleinement cette stratégie, d'autant qu'elle est peu liquide. Pour l'heure, elle représente 15 à 20 % de l'actif d'UFG Alteram Event, encore en dessous du plafond de 50-60 %.

Les fonds long/short que nous avons dans nos portefeuilles sont quant à eux peu exposés au marché, ce qui explique nos performances assez "flat". Les gérants de cette stratégie sont en difficulté, ils cher-

chent à préserver leur capital et ont une faible position nette au marché. Leurs performances sont molles, surtout que la hausse des marchés boursiers vient de celle des valeurs cycliques et financières alors qu'ils sont plutôt positionnés sur les défensives. Il ne faut tout de même pas oublier que ces fonds moins exposés avaient moins subi la chute que d'autres. Et ils s'en sortent bien sur la zone émergente, amenant notre fonds UFG Alteram Emerging Long Short à une performance de 7 % depuis le début de l'année.

Un positionnement raisonnablement défensif

Du côté des CTA's, si nous restons prudents, nous pensons que la phase la plus délicate est passée. Nous avons réussi à limiter les pertes dues aux nombreux changements de tendance, Alteram Stratégie Futures réalisant - 2 % de performance. Les CTA's étant assez fortement exposés aux marchés actions et les taux d'intérêt stagnant à de faibles niveaux, nous ne leur consacrons que 4 % environ de l'actif nos fonds multistratégie.

En conclusion, nous sommes raisonnablement défensifs et remplissons les conditions de notre mandat : amortir la baisse des marchés et profiter partiellement de la hausse. Nos fonds d'arbitrage se classent très honorablement compte tenu de leur diversification. Les fonds étrangers qui réalisent des performances supérieures aux nôtres présentent une concentration plus forte des portefeuilles en termes de stratégies et de nombre de fonds, et donc une volatilité plus prononcée. Notre positionnement permet d'aborder avec plus de sérénité les mouvements de marchés.

UFG PE maintient son activité



Patrick Lissague
Directeur général
UFG PE

En dépit d'un premier semestre 2009 marqué par la crise économique, UFG Private Equity maintient son activité dans la lignée de l'année 2008. Elle continue de sélectionner avec rigueur et objectivité les sociétés et les dirigeants qui feront ses performances de demain.

Quel bilan de l'activité du capital investissement pouvez-vous dresser en cette rentrée 2009 ?

Patrick Lissague : Nous connaissons un contexte de crise qui affecte naturellement les entreprises et, particulièrement, les PME. On remarque toutefois que certaines sociétés sont plus résilientes que d'autres, soit parce qu'elles évoluent dans des secteurs moins touchés par le ralentissement économique, soit parce qu'elles parviennent, au contraire, à tirer parti de ce contexte difficile. Je pense notamment à la société Arkadin, dans laquelle nous avons récemment pris une participation, et dont l'activité – l'organisation de téléconférences – se trouve favorisée par les politiques de réduction des coûts des entreprises (baisse du nombre de déplacements au profit de conférences à distance). Enfin, les entreprises, même pénalisées par une conjoncture morose, doivent assurer un niveau d'activité minimal ! Elles continuent d'avoir besoin de prestataires de services divers, par exemple dans le domaine informatique.

Comment UFG Private Equity évolue-t-elle dans ce contexte ?

P.L. : Contrairement à certaines consœurs, nous réalisons toujours des opérations car nous nous concentrons sur les petites et moyennes sociétés. Notre deal flow sur le premier semestre 2009 est globalement sta-

ble par rapport à celui du premier semestre 2008. Il est même en progression sur les sociétés en développement et petite transmission, la conjoncture économique freinant le nombre de créations d'entreprises, en particulier innovantes. Nous avons donc continué à investir, avec une vigilance accrue, tout en poursuivant l'accompagnement des sociétés que nous détenons dans nos portefeuilles et, bien sûr, en étudiant les nouveaux dossiers qui arrivent toujours en nombre. Notre mot d'ordre reste le même depuis des mois : apporter un soutien renforcé, objectif et raisonné à nos participations et adopter un discernement accru dans la sélection des nouvelles participations. En matière de levées de fonds, nous avons collecté 7 millions d'euros avec le FIP ISF Diadème Entreprises & Patrimoine (les souscriptions restent ouvertes jusqu'à la fin 2009). Si ce chiffre est quelque peu en-deçà des espoirs que nous nourrissions, il demeure très honorable en comparaison de ceux obtenus par nos concurrents et, surtout, eu égard au succès des holdings ISF.

Une récente étude de l'Afic* révèle que les taux de rendement internes des fonds français de capital investissement se sont avérés supérieurs à la moyenne européenne sur l'année 2008 – 11,7 % contre 9,5 % – en partie grâce aux performances obtenues par les LBO. Quels commentaires cela vous inspire-t-il ?

P.L. : Il faut prendre ces chiffres pour ce qu'ils sont, à savoir des résultats de fin de cycle. En effet, ces scores comprennent des sorties réalisées en début d'année 2008, dans une période qui était alors encore exceptionnelle. Mais qui est désormais révolue. Le LBO reprendra tôt ou tard sur les moyennes et grosses opérations, mais ne perdons pas de vue que l'essentiel de l'activité du capital investissement, en nombre d'opérations et d'entreprises, concerne les PME. C'est bien là notre positionnement et notre conviction : nous investissons dans des PME dans un alignement total avec les dirigeants actionnaires afin de les aider à développer ou à transmettre leurs entreprises. Nous n'utilisons l'effet de levier qu'avec beaucoup de précautions. En aucun cas la création de valeur ne peut résulter davantage du montage financier que du développement de la société. Ce n'est pas ainsi que nous faisons notre métier.

Comment appréhendez-vous les prochains mois ?

Les incertitudes demeurent quant à la sortie de crise. Je crois pour ma part en la capacité des dirigeants d'entreprise à continuer à se battre aussi longtemps qu'il le faudra et qu'ils le pourront. La présence à leurs côtés d'UFG PE, investisseur en capital expérimenté et capable de leur apporter un soutien complet, est pour eux un indéniable avantage compétitif, tant en termes de survie qu'en termes de développement.

*Association française des investisseurs en capital.

Un travail de fond aux applications directes



Jacques NINET
Directeur
de la Recherche de l'UFG

Créé au printemps 2009, le centre de recherche de l'UFG a initié ses travaux selon trois axes : veille de marché, recherche fondamentale et recherche appliquée. Des applications immédiates ont été trouvées dans le domaine de l'immobilier et de l'ISR. Les conclusions de l'étude empirique menée sur le thème de la performance sont inédites et sans appel : le filtre ISR ne génère pas de sous-performance

Au cours du mois de juillet a été diffusé le deuxième Cahier de la Recherche. Intitulé "La prospective économique et la stratégie financière face au nouveau paradigme", ce texte examine les conséquences de la crise sur l'avenir des métiers de l'asset management en reprenant pour l'essentiel des thèmes qui ont été développés lors du séminaire de l'AGIRC ARRCO en juin dernier.

Dans le domaine de la veille de marché, l'équipe de recherche travaille à la mise au point d'un outil d'analyse de séries chronologiques de données économiques ou de marché intitulé ISFM (Intelligent Signal For Management). Cet outil a pour objectif de détecter des signaux précurseurs de changements de tendance, à partir de ruptures dans les séries ou de changement de relations entre différentes séries : par exemple, les mouvements affectant la relation entre le sens du dollar et le spread "atlantique" ou ceux affectant les différentes expressions de la volatilité. Ces signaux seront ensuite communiqués aux équipes de gestion comme contributions à leurs décisions d'allocation tactique. Une première application de ce principe a été développée sur les indices ISM (Institute for Supply Management), dont

la signification communément admise en tant que précurseur des perspectives économiques méritait bien cet approfondissement.

L'ISR au sens large constitue l'un des domaines essentiels dans lequel l'UFG souhaite approfondir la réflexion. Un vaste chantier de refonte de la méthodologie de notation (de la Matrice Sarasin au Référentiel France) sera lancé à l'automne. Le centre de recherche a également conduit l'analyse en back-testing des performances des fonds Major Trends nouvellement commercialisés en France. Les résultats de ces travaux économétriques révèlent des performances très satisfaisantes et soulignent par là-même la pertinence de cette nouvelle gamme de fonds actions thématiques ISR.

A l'appui de l'engagement de l'UFG dans l'investissement durable, des travaux de simulation ont permis d'apporter une réponse empirique indiscutable à la question très controversée de la performance financière de l'ISR. **Contrairement aux présupposés issus de la Théorie Moderne du Portefeuille, l'application d'un filtre ISR n'est pas générateur de sous-performance.** Pour sa démonstration, le centre de recherche

a créé deux indices, composé des 50 valeurs de l'Euro Stoxx 300 respectivement les mieux et les moins bien notées en termes d'ISR. Dans ces indices, les secteurs sont pondérés comme dans le marché large et représentés par les meilleures entreprises en termes d'ISR. Ces indices équipondérés et rebalancés trimestriellement ont été testés sur une période de 6 ans. L'étude montre que l'indice "Best" surperforme légèrement l'indice large, avec une volatilité quasiment identique, alors que l'indice "Worst" sous performe nettement. Une découverte de poids qui confirme l'idée qu'un filtre RSE n'est pas un filtre passif, réducteur aveugle de l'univers investissable, mais bien un filtre qualitatif dynamique. De quoi renforcer la conviction des investisseurs sur le bien fondé de cette démarche.

Retrouver les cahiers de la recherche sur www.groupe-ufg.com dans la rubrique kiosque.



L'ARGENT FAIT MARCHER LE MONDE. ET S'IL LE FAISAIT AVANCER ?



Aujourd'hui on attend beaucoup de la finance. On attend d'elle qu'elle accompagne les grands mouvements du monde, qu'elle soit bien sûr performante mais aussi plus transparente, plus sûre, plus soucieuse des clients, surtout plus responsable. On pourrait dire qu'on s'y efforce un peu plus chaque jour mais sans rien entreprendre vraiment. L'UFG et La Française des Placements ont décidé d'unir leurs forces pour qu'il en soit autrement et créent UFG-LFP : un groupe qui allie l'expertise des valeurs immobilières et

celle des valeurs mobilières. Une complémentarité qui permet de proposer à ses clients une large gamme de produits et de services innovants, y compris en matière d'Investissement Socialement Responsable. Le groupe UFG-LFP gère désormais 30 milliards d'euros d'actifs, autant dire la taille idéale : suffisamment petit pour être créatif et réactif, suffisamment grand pour être solide et bien armé afin de répondre aux défis que le monde de la finance doit relever dès maintenant.



REDONNONS DU SENS À LA FINANCE. MAINTENANT.