

## ÉDITO

par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

# « A l'aube de la pire crise depuis la fin de la deuxième guerre mondiale ! »

Alan Greenspan



Ayant eu la chance de rencontrer, en compagnie d'une centaine d'investisseurs internationaux, l'ancien président de la Banque centrale américaine qui s'est largement exprimé sur la situation économique américaine, cet édito est plus un compte rendu qu'une opinion personnelle.

Sans utiliser le terme de stagflation, sa vision est à l'évidence pessimiste sur l'économie américaine. Il a ainsi réaffirmé que la crise actuelle est la pire crise que connaissent les Etats-Unis depuis la fin de

suite en page 2



## SOMMAIRE

### Le Groupe UFG

- Les conditions d'un rebond aux Etats-Unis ne sont pas encore réunies
- Actualités du Groupe UFG page 3

### UFG IM

- Les mois se suivent et ne se ressemblent pas
- La valeur du mois : BMW page 4

### UFG PE

- Privates in Private Equity page 5

### UFG REM

- Immobilier d'entreprise, bilan du 1<sup>er</sup> trimestre 2008 page 6

### UFG Alteram

- Gestion alternative, encore du potentiel
- Les indices Edhec page 7

## Conjoncture

### Les conditions du rebond

Les marchés ont montré un peu d'optimisme depuis la mi-mars devant une activité moins mauvaise qu'attendu... Néanmoins, les conditions d'un rebond aux Etats-Unis n'étant pas encore réunies, on peut se demander si la récession sera réellement évitée...

[En page 3](#)

## ZOOM

### UFG REM

### L'immobilier d'entreprise sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2008

L'optimisme reste de mise sur le marché immobilier d'entreprise qui montre, en ce début d'année, sa bonne résistance et ses qualités d'actif refuge.

[En page 6](#)

### UFG ALTERAM

### La gestion alternative n'a pas encore donné le meilleur d'elle-même

Les gérants restent très prudents, ce qui peut expliquer des performances qui se sont, certes, bien tenues encore en avril mais qui auraient pu être meilleures pour certaines. La gestion alternative tire encore bien son épingle du jeu dans cette période aux marchés chahutés.

[En page 7](#)



la deuxième guerre mondiale car c'est la première fois qu'une crise touche en même temps la finance et l'économie. Fondant son analyse sur l'offre et la demande solvable de logements, il considère que la crise immobilière résidentielle ne se terminera pas avant 2010 et que les prix continueront de baisser jusqu'au minimum mi-2009. L'impact de ce phénomène se répercutera sur l'ensemble de l'économie et de la finance. Les courroies de transmission sont multiples et vont toutes dans le même sens : la chute des constructions a un effet rapide sur la production, le chômage et la consommation. La baisse de l'immobilier et de la Bourse conjuguée à la hausse du pétrole et des matières premières alimentaires a des impacts directs qui touchent les consom-

## « Il faudra attendre 2010 »

mateurs à tous les niveaux : l'effet richesse sur la valeur des « stocks », l'effet flux, par exemple la consommation. Concernant le système financier, compte tenu de l'importance des « *assets back lending* » sur l'immobilier, l'impact sur les banques est loin d'être fini. Il estime que la faillite d'une grande institution reste toujours d'actualité car la baisse des prix de l'immobilier n'en est qu'à ses débuts. Pour reprendre mot à mot ses propos : « les Etats-Unis sont déjà dans une certaine forme de récession ».

La condition nécessaire à la fin de la crise est la stabilisation des prix immobiliers et des marchés d'actions, d'où sa vision d'une sortie de crise qui ne pourrait avoir lieu avant 2010. Pour ce qui est du système financier, la constatation de la fin de



la crise sera le retour à la normale des volumes des nouvelles émissions ; les prix seront alors de vrais prix et non pas des prix constatés sur des volumes marginaux de marchés secondaires.

Concernant la financiarisation et la globalisation des marchés, Alan Greenspan considère que ce modèle reste toujours le plus efficace. Le système financier requerra plus de fonds propres à l'avenir mais ce système est celui qui procure la meilleure allocation des capitaux possible.

Pour ce qui est de l'utilité de la réglementation et des normes, Alan Greenspan est très clair : les crises proviennent toujours des excès entre l'appât du gain et la peur de perdre et, en la matière, il n'existe pas de courbe d'apprentissage de la nature humaine. En conséquence, il est impossible d'empêcher, voire d'anticiper, des crises ; la seule solution réside donc dans la flexibilité des systèmes pour leur permettre d'absorber les chocs. Les marchés et les opérateurs auront toujours un train d'avance sur les régulateurs, et il faut donc limiter au maximum les régulations car elles provoquent, in fine, des chocs plus violents...

Les Etats-Unis n'étant manifestement pas à même de tirer la croissance mondiale, le débat a alors porté sur le découplage des pays émergents et de l'Europe. Alan Greenspan pense qu'à court terme, les pays émergents resteront découplés mais que la profondeur de la crise érodera toutefois cette situation. Il pense également que l'euro, du fait même de son existence, constitue désormais une monnaie de réserve et qu'il restera fort avec un dollar qui continuera de s'affaiblir, sans toutefois s'engager réellement sur ce thème car « le marché des changes est très inefficace » (sic !).

Sa véritable inquiétude provient des risques inflationnistes. La forte croissance des pays d'Asie crée des pressions considérables sur les prix des matières premières dont il est concrètement impossible de déterminer dans les hausses récentes la part provenant de facteurs fondamentaux de celle de la spéculation ; avec pour conséquence de ne pas savoir si nous sommes dans une situation de bulle ou non. En tout état de cause, Alan Greenspan estime à une chance sur deux le risque de stagflation (récession et inflation) aux Etats-Unis. Ce qui, compte tenu de sa fonction antérieure et de son devoir de réserve, signifie plus probablement 2 chances sur 3... Il estime par ailleurs que la hausse des prix des produits ali-



mentaires crée un véritable risque humanitaire dans 33 pays.

Dans ces conditions, il est clairement négatif sur les investissements obligataires américains considérant que le risque de hausse des taux longs est désormais très fort alors que les taux d'intérêt courts devraient se maintenir, dans le monde, à des niveaux élevés pour contenir le risque inflationniste.

Enfin, à la traditionnelle question sur la direction des marchés d'actions, Alan Greenspan s'en est sorti par un sibyllin : « J'ai refusé d'avoir une opinion sur les marchés d'actions pendant 50 ans, ce n'est pas à mon âge que je vais commencer ! ».

## « L'euro restera fort avec un dollar qui continuera de s'affaiblir »

En conclusion, si son scénario sombre se confirme, quelle allocation d'actifs faut-il recommander ? La réponse est (relativement) simple : les fonds en euros, les placements à court terme, les placements longs reposant sur des actifs réels (protégeant de l'inflation) et du cash flow (typiquement l'immobilier d'entreprise français ou allemand), des fonds d'arbitrages (les spreads étant très larges), des actions de manière opportuniste (marchés émergents, actifs dépréciés...) et flexible (typiquement long/short sur l'Asie). ■

# Les conditions d'un rebond aux Etats-Unis ne sont pas encore réunies



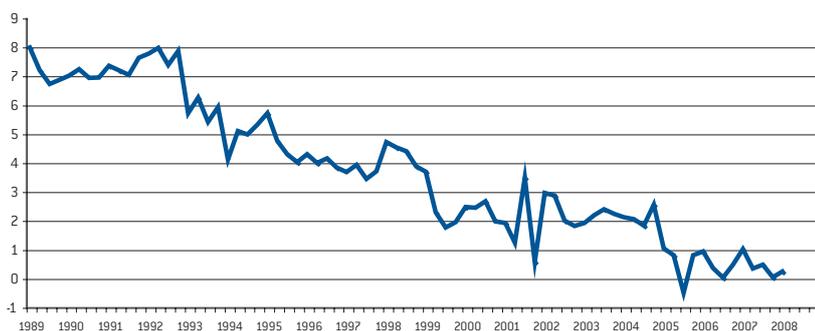
Comme prévu la Fed a abaissé fin avril les fonds fédéraux à 2 %. La question désormais posée est de savoir si la baisse du principal taux directeur américain est arrivée à son terme. Le redressement du taux des obligations sans risque à deux ans le suggère alors que par ailleurs Wall Street a renoué avec un relatif optimisme depuis la mi-mars. Il est vrai que les comptes du premier trimestre font état d'une activité moins mauvaise que craint. Le volume du PIB s'est, en effet, accru au rythme de 0,6 % l'an comme au trimestre précédent. Stricto sensu, les Etats-Unis ne sont pas entrés en récession (encore que la demande intérieure hors stocks se soit contractée) et il n'est pas impossible qu'ils y échappent. Dès le début de ce mois, les ménages vont en effet recevoir des chèques de l'administration fiscale pour un montant de plus de 100 milliards de dollars correspondant à 1% de leur revenu disponible. Les entreprises pourront par ailleurs amortir de façon accélérée leurs nouvelles dépenses en biens d'équipement, ce qui pourrait se traduire par une réduction de leurs impôts sur les

bénéfices allant jusqu'à 60 milliards de dollars. En outre, les effets de la forte baisse des fonds fédéraux, 325 points de base depuis la mi-septembre 2007, n'ont pas fini de se faire sentir. Malgré la contraction sévère de l'immobilier, malgré la profondeur de la crise financière, l'économie ne s'effondre pas, ce qui doit à la réactivité de la politique économique mais aussi aux excellentes performances à l'exportation que la chute du dollar et le maintien d'une activité dynamique dans les pays émergents favorisent. Peut-être n'est-il donc plus nécessaire de stimuler davantage cette économie. D'autant que la hausse des prix des produits de base se poursuit et vient attiser l'inflation. N'allons cependant pas trop vite en besogne. Si les autorités ont montré qu'elles feront tout pour éviter la crise systémique financière, les banques sont loin d'avoir rétabli leurs bilans et leurs comptes. Leur capacité à prêter va rester obérée longtemps. Les ménages restent par ailleurs lourdement endettés et leur taux d'épargne est à peine positif. Celui-ci doit être redressé. Le chômage va encore monter et le pouvoir d'achat des consommateurs sera encore affecté par le renchérissement des prix des produits de base. Enfin, dans une économie dont la croissance est proche de zéro, les profits des entreprises ne peuvent que baisser, ce qui pèsera sur l'investissement productif. Le pire a été évité jusqu'ici mais tout n'est pas réglé, les conditions d'un rebond franc et durable qui justifieraient la fin de la baisse des taux directeurs ne paraissent cependant pas devoir être réunies avant longtemps.

■ Jean-Michel Boussemer, Conseiller économique Groupe UFG

## Etats-Unis :

Taux d'épargne des ménages en % de leur revenu disponible brut



## EDHEC INSTITUTIONAL DAYS

En juin 2008, l'EDHEC fusionne deux de ses plus importantes conférences en une seule.

En effet, les EDHEC Asset Management Days qui se déroulaient jusqu'à présent à Genève sont intégrés dans une nouvelle édition des EDHEC Institutional Days qui se dérouleront désormais chaque année en juin à Paris.

Cette fusion permet de capitaliser sur le succès de deux événements qui, lors de leur dernière édition, ont attiré au total plus de 1 500 investisseurs institutionnels, asset managers et banquiers privés.

Avec cette fusion, l'EDHEC ambitionne d'établir à Paris la plus importante manifestation européenne pour la gestion institutionnelle.

EDHEC Institutional Days 2008 se déroulera à Paris dans les locaux du CNIT-La Défense les 12 et 13 juin 2008.

Cette manifestation intègre 5 conférences, panels, et forums qui constitueront de véritables événements pour la gestion institutionnelle française et européenne.

## Pour y rencontrer le Groupe UFG...

Le Groupe UFG sera présent les 12 et 13 juin 2008 avec un stand (N° 35) et un atelier dans la conférence Pension Fund.

Xavier Lépine interviendra le 13 juin de 12h00 à 13h00 sur le thème :

« Immobilier : quelle offre pour quelle place dans une allocation d'actifs ? »

Organisé par le Groupe UFG, cet atelier traitera deux sujets :

- > La financiarisation de l'immobilier ou comment conjuguer performance et liquidité
- > Alternative coté/non coté : stratégie complémentaire ?

La lettre du Groupe UFG Numéro 14 / mai 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, 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

# Les mois se suivent et ne se ressemblent pas

Alors qu'en mars on entrevoyait les pires des scénarios, aucun superlatif ne suffisait à caractériser la crise que l'on traversait, depuis quelques semaines le calme semble au contraire revenu, si ce n'est totalement dans les esprits au moins dans les marchés qui montent, quelles que soient d'ailleurs les nouvelles, bonnes ou mauvaises.

**L**a toute dernière statistique, celle sur l'emploi américain, est à cet égard significative. Cela fait quatre mois consécutifs que des emplois sont détruits aux Etats-Unis, mais pour le dernier mois connu, la perte se chiffre à « seulement » 20 000 contre 80 000 auparavant : on en conclut que l'économie résiste mieux que prévu et cela devient une bonne nouvelle. De la même façon, la croissance américaine, qui s'est établie au premier trimestre tout juste en territoire positif (0,6 % l'an), a été saluée par les marchés.

A n'en pas douter, des facteurs techniques expliquent en partie cet apparent revirement. L'excès de pessimisme de mars a conduit bon nombre d'investisseurs à réduire leurs positions et faire beaucoup de liquidités. Le rebond des marchés les prend donc à contre-pied et ils n'ont guère la possibilité de vendre plus qu'ils ne l'ont déjà fait. Les marchés peuvent donc monter sur des statistiques moins mauvaises qu'attendu.

Bien sûr, une hausse de cette nature finira par s'essouffler à moins que de franches bonnes nouvelles ne viennent prendre le relais. D'où pourraient-elles venir ?

Probablement pas des pays développés car il s'y confirme que la crise du crédit y fait des dégâts. Le marché immobilier américain ne semble pas avoir encore atteint ses points bas, la consommation,

pénalisée par ailleurs par la hausse des prix pétroliers, ne peut donc qu'au mieux se maintenir, grâce aux stimulants budgétaire et monétaire en cours. En Europe, la hausse du prix du pétrole et des matières premières pèse sur le moral des consommateurs, celle de l'euro sur celui des industriels et des premières alertes apparaissent sur les marchés immobiliers anglais et espagnol.

## Les pays émergents, territoires de croissance

Une fois encore, on répètera donc la même antienne : tout repose sur la capacité des pays émergents à maintenir leur rythme de croissance dans ce contexte.

Force est de constater, au fur et à mesure que sont publiés les indicateurs d'activité de ces pays, que, pour l'instant, le découplage économique tant débattu reste avéré. Il n'est pas sans conséquence sur le prix des matières premières et pourrait être plus durable pour les pays exportateurs de ces produits que pour les autres mais globalement l'économie dans le monde émergent se porte bien, ce qui justifie des prévisions de croissance encore correctes pour l'ensemble de l'économie mondiale (tout juste inférieures à 4%).

Les résultats des entreprises, qui, pour le premier trimestre de cette année, commencent à être connus, sont cohérents

avec ce scénario. Ils sont bien sûr en forte baisse pour les banques, qui ont à passer de lourdes provisions mais qui aussi subissent l'impact d'activités de marché moins florissantes, et restent dans l'ensemble bien tenus pour beaucoup de sociétés immergées dans le commerce mondial, qui ainsi continuent de profiter du boom des pays émergents.

C'est principalement de ce côté que pourraient venir les bonnes nouvelles, c'est-à-dire de la résistance des résultats des entreprises à la dégradation du climat économique dans les pays développés. C'est ce point qu'il faudra valider pour être sûr que l'actuelle reprise des marchés sera plus qu'une embellie passagère.

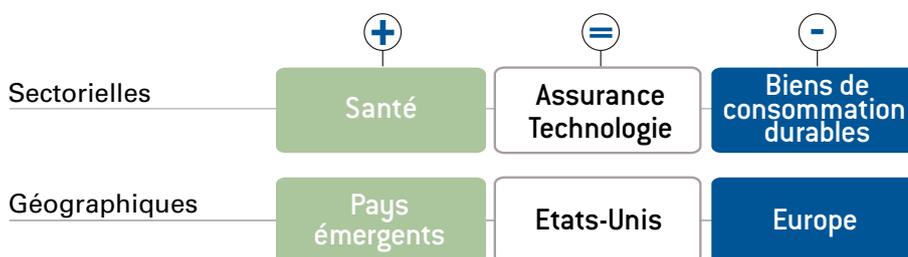
■ Christian Desbois, Directeur Général UFG IM, le 5/05/2008

## LA VALEUR DU MOIS

### BMW

Seul constructeur indépendant totalement focalisé sur les véhicules haut de gamme et premium, BMW se distingue également par ses avancées dans le domaine de l'environnement. BMW, dont la 118d a été élue « voiture écologique de l'année » propose actuellement 21 voitures avec des émissions inférieures à 140g CO<sub>2</sub>/km, produites dans les usines automobiles les plus écologiques du monde. Dernièrement, le projet européen Hylce a permis de concevoir, en collaboration avec BMW, un moteur à combustion interne à hydrogène qui devrait permettre la production d'ici quelques années d'un véhicule zéro émission. Les coûts de Recherche et Développement qui ont pesé ces dernières années sur la rentabilité devraient se révéler être un atout majeur pour l'avenir du groupe. Le nouveau plan à long terme, présenté en septembre 2007, a mis l'accent sur la restauration de la marge opérationnelle par le biais d'une réduction des effectifs et de la diminution des coûts liés à la recherche. Le groupe prévoit également d'augmenter sensiblement le poids des marchés émergents dans son chiffre d'affaires. Cette stratégie, le succès de la Mini et la relance de la marque de luxe Rolls-Royce, devraient permettre au groupe de vendre 1,8 million de véhicules d'ici à 2012. Fin avril, BMW a présenté ses résultats pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2008 avec des ventes en hausse de 11,2% mais aussi une amélioration de sa marge opérationnelle. Un présage de bon augure !

## Les convictions d'UFG IM



# Privates in Private Equity : l'intérêt pour la classe d'actifs s'étend de plus en plus au privé !

Les fonds levés par les sociétés de gestion de Private Equity en France auprès des investisseurs privés ont représenté en 2007 18 % des montants levés (1 800 M€ sur 10 000 M€) contre 2 % en 1997 et 5 % en 1998 !

**L**e Private Equity attire, on le sait, de façon croissante les investisseurs institutionnels. Ils ont en effet compris tout l'intérêt qu'ils pourraient en tirer sur une longue période et conçoivent ce type d'activité comme un investissement diversifiant dans une classe d'actifs à part entière.

La période faste exceptionnelle que l'on vient de traverser a eu de quoi les ravir, sans toutefois les enivrer. Les moments plus difficiles que nous vivons depuis quelques mois n'ont toutefois pas non plus « douché » leur appétit pour la classe d'actifs dont la volatilité plus mesurée les rassure, de même que la capacité des gérants à s'adapter aux circonstances et à en tirer parti : ainsi, ces quelques grands fonds qui viennent racheter à prix décoté à des banques des dettes LBO sur des sociétés dont la probabilité de défaut semble raisonnable.

S'ils ont fait les bons choix de gérants et d'allocation tout en adoptant une gestion dynamique de ce compartiment en termes d'arbitrage et de liquidité, ils savent que sur une longue période ils peuvent obtenir des retours sur investissements réguliers et très supérieurs à d'autres classes d'actifs.

## Le Private Equity aussi pour une clientèle privée

Ils ne sont plus les seuls d'ailleurs à considérer ainsi le Private Equity : des fortunes privées, des family offices voire de « simples » particuliers s'y intéressent et abordent ce type d'investissement de plusieurs façons.

Il faut d'abord citer le « love money » et les « business angels » qui représentent dans certains pays des montants investis parfois très supérieurs à ceux des professionnels. Ces personnes privées sont des

pionniers de l'amorçage qui est souvent le parent pauvre du Private Equity tant les risques de perte et/ou d'immobilisation sont élevés.

Mais au-delà on voit aussi de plus en plus de particuliers plus ou moins fortunés s'intéresser au non coté : certains le font notamment par opportunisme « fiscal » via des FCPI ou des FIP, pendant que d'autres aborderont le sujet comme le ferait un institutionnel, c'est-à-dire pour l'intérêt intrinsèque que représente ce type d'actif.

## Le choix du moyen pour investir en Private Equity

En fonction de leurs moyens et de leur goût du risque, ces investisseurs privés peuvent choisir d'investir directement dans les entreprises : cela nécessite des capitaux importants pour diversifier et payer des équipes ou sinon un appétit de risque forcené.

D'autres, souvent d'anciens chefs d'entreprises, font le choix de créer un fonds seul ou à plusieurs ou de souscrire à un fonds géré par des professionnels.

D'autres recherchent la sérénité en privilégiant la multigestion, autrement dit le fonds de fonds qui leur donne accès à une forte diversification à la fois en termes de fonds, de stratégies, de géographie, de secteurs et d'entreprises (environ 350 à 400 selon les fonds de fonds) : dans ce cas les risques et les rentabilités « extrêmes » sont évacués en contrepartie d'un risque de perte proche de zéro.

Enfin, certains, souvent parmi les plus fortunés, panachent et adoptent une stratégie d'investissement qui privilégie l'investissement direct sur des secteurs

ou une géographie familiers, puis le co-investissement. Enfin, plus ils s'éloignent de leur sphère de compétence et de maîtrise, plus ils vont vers des fonds puis des fonds de fonds.

## Un influx bienvenu pour nos entreprises

Le mouvement de fond ainsi engagé ne devrait pas se tarir tant nos économies et nos entreprises ont besoin de se mettre au meilleur niveau de la compétition internationale. Les pouvoirs publics encouragent sur de nombreux plans ces évolutions. Certains prétendent que cela pourrait faire naître une bulle sur la valeur des PME.

Il peut y avoir certes, des excès passagers mais nous pensons que cela sera de nature à remettre de l'oxygène dans certaines eaux entrepreneuriales par trop stagnantes : cet influx permettra dès lors de régénérer en taille et en quantité le vivier de nos entreprises et partant de créer encore davantage d'opportunités pour le Private Equity quels qu'en soient les acteurs. ■ Patrick Lissague, Directeur Général UFG PE, le 5/05/2008

## DEAL FLOW

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.

# Immobilier d'entreprise

## 1<sup>er</sup> trimestre 2008

En dépit d'une conjoncture économique fortement perturbée par la crise du système bancaire et financier, le marché immobilier d'entreprise français à l'image de la majorité des marchés européens (hors UK et Espagne) résiste et démontre ainsi ses qualités d'actif de refuge que certains se sont empressés de mettre en doute, affirmant peut-être un peu vite sa fragilité et l'imminence d'une crise majeure du secteur.

### Un excès de pessimisme médiatique pondéré par le constat des chiffres

Les chiffres publiés par Immostat et les analyses des commercialisateurs traduisent certes pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2008 une inflexion attendue des volumes traités tant en matière d'investissement que de transaction locative. Cette diminution, qui nous ramène toutefois aux excellents résultats de 2005, se doit d'être nuancée au regard du caractère exceptionnel de ceux de 2006/2007.

L'appréciation de la santé du marché immobilier d'entreprise ne peut se fonder sur la seule constatation du volume de son activité surtout lorsque celle-ci semble traduire non pas les prémices d'une forte dépression mais plutôt le retour à la normale dans un marché raisonnable dont les fondamentaux sont sains mais les acteurs prudents, voire un peu attentistes dans une conjoncture incertaine.

### Marché de l'investissement

#### Les volumes

Le marché de l'immobilier d'entreprise doit en grande partie son développement mondial des années 2000 à l'afflux massif de capitaux privés et institutionnels redécouvrant ses qualités : récurrence des cash flows, protection contre l'inflation, valorisation raisonnable, décorrélation partielle des autres classes d'actifs, etc. La crise financière qui a provoqué la raréfaction des crédits a fortement limité la présence sur le marché d'acteurs très opportunistes mais n'a pas découragé les investisseurs long terme qui, au contraire, espèrent renforcer leurs positions dans un marché moins spéculatif. Les 3,7 milliards d'euros engagés au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2008 en sont l'illustration. Le ralentissement conjoncturel passager ne doit pas cacher l'attrait, qui ne faiblit

pas, de l'immobilier pour les gestionnaires institutionnels et qui constituera encore pour de nombreuses années le moteur principal de sa santé.

#### Les prix

L'effet conjugué jusqu'en juin 2007 des taux d'intérêt faibles, de la forte concurrence à l'investissement et des prévisions économiques de croissance a conduit les prix de l'immobilier d'entreprise français vers des niveaux que seules les anticipations de croissance des loyers pouvaient justifier. Le ralentissement économique mondial désormais diagnostiqué, avec son influence directe sur une moindre progression prévue des loyers, a naturellement conduit les acteurs responsables du marché à revoir à la hausse leurs objectifs de taux de rendement et donc à rééchelonner leur prix d'acquisition. Quasiment stables dans les secteurs ou types d'actifs à forte demande locative dont les loyers devraient continuer à augmenter, les prix semblent avoir diminué par rapport à ces sommets de 4 à 10 %, selon les premières observations dans les autres catégories.

Limités en montants, ces ajustements devraient se cantonner aux niveaux atteints pour peu que les taux d'intérêts ne progressent pas, que la crise financière ne se communique pas trop brutalement à l'économie réelle et que le marché immobilier sache rapidement adapter son offre à la demande en termes tant de volume que de prix et de prestations.

#### Marché locatif

Les transactions réalisées au 1<sup>er</sup> trimestre 2008 ont atteint 581 000 m<sup>2</sup> (en diminution d'environ 20 % par rapport à 2007) mais à un niveau encourageant car supérieur à la moyenne observée depuis 8 ans sur les 3 premiers mois de l'année. Les prévisions

pour 2008 devraient nous amener au niveau des chiffres de 2005, soit environ 2,5 millions de m<sup>2</sup> de demande placée, ce qui constituera une excellente performance.

Ce bon résultat devrait aller de pair avec la poursuite de la tendance à la hausse des loyers observée en 2007. Même si le rythme d'augmentation est plus faible que celui envisagé, il est constaté sur l'ensemble des secteurs et des zones géographiques. Les avantages commerciaux (franchises de loyers, travaux...) se maintiennent avec en moyenne une valeur de un mois de loyer par année de bail ferme. Les locaux neufs ou re-structurés concentrent l'essentiel des transactions (66 %).

L'offre immédiatement disponible reste stable autour de 2,5 millions de m<sup>2</sup> représentant un taux de vacance inférieur en moyenne à 5 %, l'un des plus faibles du marché européen. L'offre future semble être maîtrisée et s'ajuste légèrement à la baisse, traduisant ainsi la prudence des acteurs : municipalités, banquiers et promoteurs soucieux de la bonne adaptation entre l'offre et la demande.

Au-delà de ces éléments positifs, le marché constate néanmoins un certain attentisme des entreprises utilisatrices quant à la possibilité d'envisager un déménagement. Les délais de négociation s'allongent et démontrent la légitime prudence des futurs preneurs. L'incertitude économique actuelle favorise également les renégociations des locataires avec leur bailleur comme alternative au changement de locaux, ce qui favorise les propriétaires de patrimoines constitués acceptant d'adapter leurs loyers et de mettre leurs immeubles au niveau des prestations attendues par le marché.

### Un marché sûr

Ce constat dépassionné par les chiffres de la bonne tenue du marché immobilier d'entreprise français est, en outre, conforté par la reconnaissance de ses qualités qui devraient lui permettre de bien résister aux incertitudes actuelles. Raisonnable grâce à la recherche permanente par ses acteurs du juste équilibre en offre et demande, sécuritaire par sa taille de premier marché européen et la diversité de ses utilisateurs, il devrait continuer à offrir une excellente opportunité aux investisseurs long terme. ■ Jean-Marc Coly, Directeur Général UFG REM, le 30/04/2008

# La gestion alternative n'a pas encore donné le meilleur d'elle-même

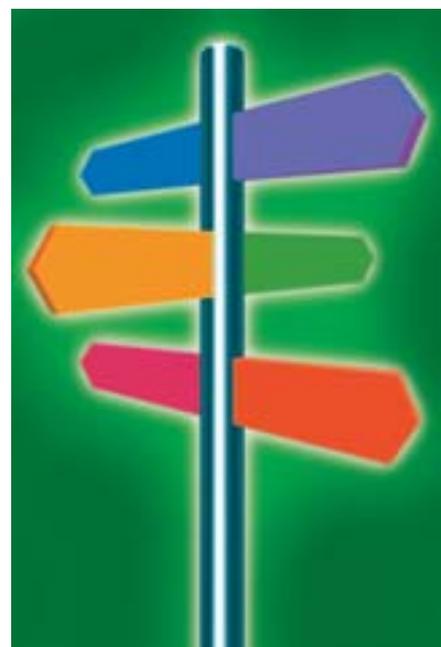
Le mois d'avril a offert des performances très correctes même si nous attendions mieux. Les gérants font toujours le choix de la prudence mais devraient exploiter les nombreuses opportunités d'arbitrages présentes sur nos marchés.

**A**près un mois de mars particulièrement difficile, les marchés financiers se sont depuis quelque peu rassurés. Sur les marchés d'actions, le rebond s'accompagne d'une sensible baisse de la volatilité, et sur le crédit, la forte remontée des taux des Bons du Trésor témoigne d'une certaine détente et d'une recherche moins effrénée des meilleurs émetteurs. Seuls les marchés monétaires interbancaires ne paraissent pas avoir retrouvé cette relative sérénité, les certificats de dépôt à trois mois sur de grands noms se traitant à des niveaux supérieurs à ceux de l'argent au jour le jour de plus de 0,80 %.

## Des performances en demi-teintes...

Dans ce contexte, la gestion alternative a délivré en avril des performances très correctes mais probablement pas à la hauteur

de ce qu'un rebond de cette nature aurait pu laisser espérer : + 0,53 % sur le mois pour notre fonds d'arbitrages (- 1,07 % en YtD) et + 2,64 % pour le fonds actions (- 3,80 % enYtD). La raison essentielle tient à la décision prise pendant cette crise par bon nombre de gérants de hedge funds de réduire sensiblement leurs risques directionnels. A titre d'exemple, les taux d'exposition nette de nos portefeuilles actions qui était en 2007 compris entre 50 et 70 % sont tombés récemment en dessous de 30 %. Une fois encore, les gérants alternatifs, qui ont pour premier objectif le rendement absolu, cherchent à protéger le capital pendant les périodes difficiles. Ce qui les amène à éliminer au maximum les biais directionnels au profit de stratégies de valeur relative. Une autre explication de ces performances tient aussi à la nature même du rebond, qui, comme à chaque fois, s'opère sur les valeurs les plus maltraitées auparavant, les financières en l'oc-



currence, qui ne sont pas celles sur lesquelles sont prioritairement positionnés nos gérants.

## ... mais des solutions d'arbitrages existent.

Il est probable que dans les mois à venir la prudence des gérants alternatifs se confirme. Le scénario économique le plus probable, celui d'une activité mondiale en décélération conjuguée à des risques d'inflation, ne les incitera pas à trop vite redevenir optimistes. Sur les actions, on continuera donc très certainement à avoir des taux d'exposition nette assez faibles, mais en revanche après la forte dislocation des prix relatifs qui a accompagné cette chute des marchés, de nombreuses opportunités d'arbitrages existent, ce qui nous laisse espérer des rendements satisfaisants tant sur nos fonds actions que sur les stratégies d'arbitrages « equity market neutral ». Sur le crédit, des excès ont été commis et nous pensons que des opportunités directionnelles peuvent de nouveau être exploitées, en plus de celles provenant d'arbitrages de valeur relative.

Au total, la gestion alternative devrait retrouver, dans les mois à venir, des rendements en ligne avec ses objectifs habituels, tout en restant défensive si jamais les circonstances redevenaient adverses.

■ Christian Desbois, Directeur Général UFG Alteram, le 5/05/2008

## Les indices Edhec (Performance en \$)

Au 31/03/2008	Y to D flat	2007	3 ans annualisés	Volatilité 3 ans
Edhec Convertible arbitrage Index	-4,15 %	3,96 %	4,18 %	4,47 %
Edhec FI Index	-3,54 %	6,30 %	4,32 %	2,56 %
Edhec Equity Market Neutral index	-0,53 %	8,30 %	6,61 %	2,07 %
Edhec Merger arbitrage index	-1,04 %	8,71 %	8,31 %	3,45 %
Edhec Event Driven index	-3,53 %	10,27 %	9,15 %	4,94 %
Edhec Distressed Index	-3,48 %	7,89 %	8,71 %	3,89 %
Arbitrage Index	-3,08 %	7,12 %	6,12 %	3,07 %
Edhec LS index	-4,90 %	11,07 %	9,19 %	6,32 %
Edhec CTA index	8,22 %	13,85 %	10,78 %	7,67 %
Edhec Global Macro Index	1,30 %	13,09 %	10,23 %	4,65 %
MSCI World local currency	-12,36 %	2,82 %	5,17 %	9,61 %
SSB 10 year Treasury	4,74 %	8,92 %	6,12 %	5,48 %
T-Bill 3 months	0,52 %	4,45 %	4,11 %	0,28 %

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.

XX0458 - Mai 2008

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