

COMMENTAIRES DE NEW STAR ASSET MANAGEMENT

INTRODUCTION

New Star continue à croire que le secteur financier est un domaine très intéressant pour les investisseurs. Dans ce secteur, on note une tendance à long terme de création de richesse pour les actionnaires. C'est l'un des plus vastes segments boursiers mondiaux et l'un des plus diversifiés. Il compte en effet de nombreux sous-secteurs, comme les banques d'épargne, les banques régionales, les institutions de prêts hypothécaires, les maisons de courtage, les gestionnaires d'actifs, les assureurs sur la vie et généraux (y compris la réassurance) et les institutions financières spécialisées (émetteurs de cartes de crédit, crédit-bail, souscripteurs de garanties financières, etc.). Avec une telle diversité, le gestionnaire des placements peut trouver des occasions de placement attrayantes lors de n'importe quelle phase du cycle boursier. New Star n'hésitera pas non plus à baisser une pondération à zéro dans un sous-secteur ou un autre.

Le portefeuilliste des fonds, Guy de Blonay, vise à identifier les tendances qui alimentent les rendements des valeurs financières mondiales. Parmi les tendances récentes, on note la croissance des hypothèques en Europe, les fusions et acquisitions, l'expansion des affaires bancaires en Europe de l'Est, et d'autres occasions qui se présentent dans les marchés émergents. M. de Blonay continue à identifier des situations attrayantes au sein de ces tendances et ailleurs dans ce secteur.

IMPACT DE LA CRISE DU CRÉDIT DE 2007

La nervosité à l'égard des conséquences possibles de la perturbation des hypothèques de deuxième qualité aux États-Unis et de la crise du crédit qu'elle entraîne a exercé un impact particulièrement rigoureux sur les titres financiers pendant les mois d'été. Les sociétés américaines ont été les plus durement touchées, mais les fonds n'avaient qu'une exposition minimale dans ce segment. Bien que des questions à court terme restent à régler, certaines sociétés financières offrent maintenant des situations de valeur extrême, tant dans les marchés développés qu'émergents partout dans le monde.

En août, les investisseurs se sont de plus en plus méfiés des risques et l'un des secteurs d'investissement de prédilection des fonds, soit les banques européennes, a souffert de cette attitude en chutant de plus de 13 % entre ses sommets atteints à la mi-juillet et les planchers de la mi-août. Cette dégringolade a frappé le secteur sans égard au rendement des titres ni à la valeur. Les grandes banques comme le Crédit Suisse et la Société Générale ont été les plus touchées, mais les banques de détail, et particulièrement celles qui sont exposées à des marchés immobiliers en pleine effervescence comme l'Irlande et l'Espagne, ont également souffert.

Avec la chute boursière, de nombreux investisseurs ont vécu l'été dans la crainte, mais la vigueur sous-jacente de l'économie mondiale a rassuré ceux qui voulaient bien adopter une vision à plus long terme. Jusqu'ici, la chute boursière a été accentuée par les émotions et les questions de liquidités du marché financier, mais la solide croissance économique mondiale soutient la rentabilité.

PERSPECTIVES À COURT TERME

Les perspectives à court terme des valeurs financières dépendront des statistiques portant sur le mois de septembre. Jusqu'ici, la bourse a réagi favorablement à la baisse de taux de la Fed et aux annonces de bénéfices des banques. D'autres

indications des niveaux d'implication des banques, directement ou indirectement à l'aide d'instruments dérivés, dans le marché des hypothèques de deuxième qualité, permettront d'établir la différence entre les faits et les rumeurs pour mesurer la gravité du problème. Cela devrait améliorer la confiance des investisseurs.

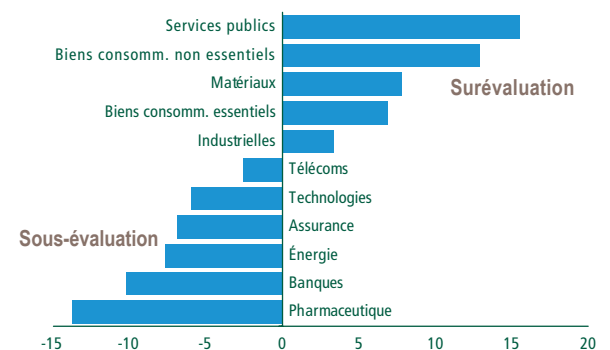
Le fait que la croissance économique mondiale se soit maintenue malgré les turbulences boursières est rassurant et il indique que les É.-U. ne sont plus la seule locomotive des tendances mondiales.

À court terme, nous nous attendons à ce que les difficultés nées des perturbations du marché du crédit se limitent aux divisions des valeurs à revenu fixe dans les banques d'investissement et aux banques fortement exposées au marché hypothécaire. Les volumes de nouvelles émissions de titres de dette de sociétés et de produits structurés baisseront fortement et en plus, les institutions financières devront absorber des pertes sur leurs portefeuilles de prêts et sur des positions hors bilan. L'exposition des fonds à ces segments a été très minime. Par contre, on note aussi des gagnants potentiels, comme les compagnies d'assurance, les sociétés de gestion des dettes et les gestionnaires de fonds de couverture, car ces sociétés ont la capacité de générer des profits quand les marchés sont à la hausse ou à la baisse. De plus, l'expansion des marchés émergents demeure pratiquement intacte.

L'ATTITUDE ENVERS LES VALEURS FINANCIÈRES DEMEURE POSITIVE

Le graphique 1 illustre les résultats d'un sondage récent de Merrill Lynch auprès de gestionnaires de fonds, qui fait état d'un consensus selon lequel les sociétés financières offrent actuellement une forte valeur :

Graphique 1 : Opinions sectorielles des gestionnaires de fonds



Source : Sondage Merrill Lynch des gestionnaires de fonds, 19 septembre 2007

ACTIVITÉ DES PORTEFEUILLES

En raison des mutations soudaines de l'environnement des valeurs financières, nous avons ajusté les portefeuilles afin d'éviter les risques à court terme. En particulier, nous avons éliminé l'effet de levier financier et même constitué une petite position en liquidités, en réduisant les participations dans des banques et sociétés financières diversifiées en Europe.

Les fonds ont évité depuis quelque temps les banques nord-américaines ainsi que les banques hypothécaires du Royaume-Uni (comme Northern Rock et Alliance & Leicester), principalement en raison de craintes sur leur valorisation ou sur la qualité de leurs bilans.

Les fonds ont fortement réduit leurs importantes participations dans le Crédit Suisse et la Société Générale mais les positions restantes ont néanmoins contribué négativement au rendement du mois d'août. Les fonds ont des positions minimales en Irlande et en Espagne et ils ont en général abaissé leurs pondérations en valeurs de banques d'Europe de l'Ouest lors du 2^e trimestre de 2007, en faveur de participations dans les marchés émergents dont l'expansion est plus rapide. Dans leur ensemble, ces titres ont obtenu de meilleurs rendements pendant la correction des marchés et les positions des fonds en Grèce et en Chine ont été particulièrement positives.

En ce qui concerne les titres en particulier, les fonds ont profité de la faiblesse boursière d'août pour augmenter les participations dans des sociétés ayant démontré une forte aptitude à attirer des capitaux, comme Schrodgers, Man Group et Julius Baer et pour instituer de nouvelles positions, comme dans le Groupe La Bâloise, une compagnie d'assurances suisse.

PERSPECTIVES

Valorisations

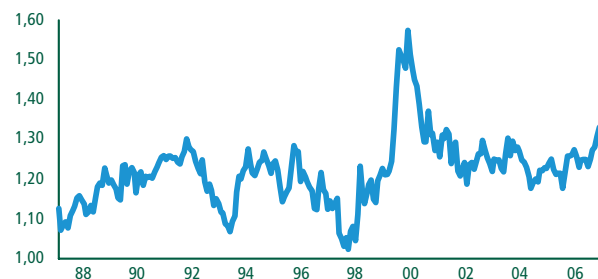
Les banques et les sociétés financières européennes se négocient en général aux niveaux les plus intéressants que vous ayez vus depuis plus d'une décennie. Les graphiques ci-dessous illustrent bien cette valeur.

Certains de ces niveaux extrêmes de valorisation pourraient être la conséquence d'un manque de confiance dans les valeurs comptables publiées et dans les perspectives des bénéficiaires. En attendant que le marché affiche des signes de stabilité, les occasions qu'offrent les banques ne sont pas évidentes.

Nous ne relâcherons pas notre vigilance lors de la période d'annonces des bénéfices bancaires qui s'approche et nous surveillerons attentivement les réactions des marchés; puis nous verrons s'il y a lieu de reconstituer certaines participations, lorsque la situation sera plus transparente.

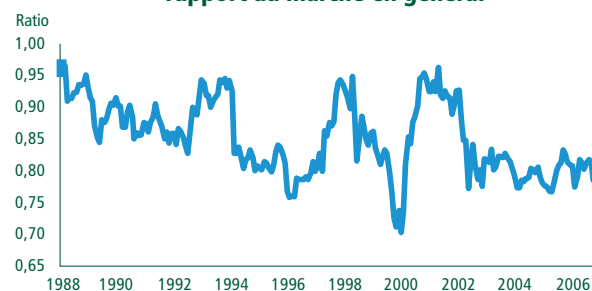
La question des valorisations se présente de façon similaire dans d'autres segments du secteur financier. Toutefois, à notre avis, l'impact aveugle sur les valorisations n'est pas mérité. La transparence des bilans est essentielle pour que les titres des banques reprennent leur élan, mais d'autres sous-secteurs ne sont pas nécessairement exposés aux mêmes risques. Les actions des maisons de courtage et des gestionnaires de fonds de couverture devraient néanmoins générer des profits. De plus, les compagnies d'assurance affichent généralement de vastes liquidités dans leurs bilans et dans le climat actuel, elles devraient connaître de bonnes performances.

Graphique 2 : Rendement de dividendes relatifs des banques européennes



Source: Thomson Datastream, 26 Septembre 2007

Graphique 3 : Ratio cours/valeur comptable des sociétés financières européennes par rapport au marché en général



Source: Lehman Brothers, FTSE, Worldscope et Exshare

Croissance sur les marchés émergents

L'exposition des fonds dans les marchés en croissance plus accentuée comprend l'Asie. Les banques, compagnies d'assurance et sociétés de placements immobiliers de cette région paraissent très attrayantes. Les marchés immobiliers de la Chine et de Hong Kong, tout comme dans le reste de l'Asie du Sud-Est, semblent avoir atteint des valorisations raisonnables par rapport à la croissance des salaires et la tendance à long terme en faveur de la libéralisation crée de nombreuses occasions d'investissement. En même temps, l'avènement des services bancaires aux consommateurs, la hausse des salaires et la création de richesse entraînée par la hausse des prix immobiliers et des cours boursiers font un puissant cocktail. Alors que les restrictions chinoises à l'égard des flux de capitaux en direction de l'étranger s'assouplissent, il est probable que les bassins de capitaux chinois soient affectés à des placements hors du pays, particulièrement en direction de Hong Kong et d'autres marchés asiatiques majeurs. Nous avons profité de ces occasions pour investir dans des sociétés comme Hang Lung Properties, Shenzhen Investment et China Life Insurance.

La Turquie recèle aussi un bon potentiel. La réélection du premier ministre Recep Tayyip Erdogan crée la stabilité politique à long terme qu'espéraient les investisseurs internationaux. En particulier, la Garanti Bank est bien placée pour bénéficier d'un accroissement des prêts à la consommation et surtout des prêts hypothécaires, dès que les taux d'intérêt chuteront. Une situation semblable se dessine du côté des banques grecques. L'un de nos titres favoris en Grèce, Marfin, a été un important bénéficiaire de l'accélération de la croissance des volumes de prêts et elle a pris de l'expansion dans des marchés en plein essor où les valorisations attrayantes ne sont pas touchées par des questions de financement en gros ni des problèmes de prêts de deuxième qualité.

En Amérique Latine, le Brésil paraît attrayant car on s'attend à des baisses de taux d'intérêt et à une progression de la demande de prêts à la consommation. Les prévisions de croissance économique pour 2007 et 2008 ont été révisées à la hausse à la fin août en prévoyant avec confiance que les turbulences des marchés du crédit dans le monde n'auraient pas d'effet sur l'économie brésilienne. Il est prévu que la demande extérieure pour les ressources naturelles du pays demeure robuste et le taux d'inflation devrait demeurer inférieur au taux cible de 4,5 % de la banque centrale. Nous saisissons des occasions de placement dans des sociétés comme la Banco do Brasil.

EN RÉSUMÉ

Nous n'avons pas décelé à ce jour de détérioration prononcée de la santé financière des sociétés en portefeuille. Nous croyons que les fonds sont bien placés pour profiter du potentiel de croissance à long terme du secteur des services financiers et que sur la base des valorisations, le marché offre plusieurs occasions incontournables. La plupart des tendances qui ont guidé notre stratégie de placement n'ont pas subi d'impact direct de la crise du crédit.

Nous avons éliminé certains éléments de risque des portefeuilles en attendant une plus grande transparence au sujet du niveau général de risque du marché. Le geste posé récemment par la Fed en abaissant les taux d'intérêt et les résultats mitigés affichés par Lehman, Goldman Sachs et Bears Stearns ont dans l'ensemble été positifs pour la bourse. Les signaux positifs généraux indiquant un retour à la confiance dans les valeurs financières comprennent : i) le fait que le niveau des achats d'actions par les administrateurs de sociétés soit au plus haut depuis une douzaine d'années, et ii) les déclarations encourageantes des banques centrales indiquant leur engagement à favoriser une stabilisation des marchés financiers. Ces facteurs devraient permettre aux valorisations des actifs de s'approcher plus près des valeurs intrinsèques après les fortes vagues de ventes ayant déferlé cet été.