

03/06/2010 – SYNTHÈSE DE MARCHÉ – OBLIGATIONS A HAUT RENDEMENT

Performances et Spreads

Mai a été le premier mois négatif depuis février 2009 avec **-3.4%** sur l'indice aux Etats-Unis.

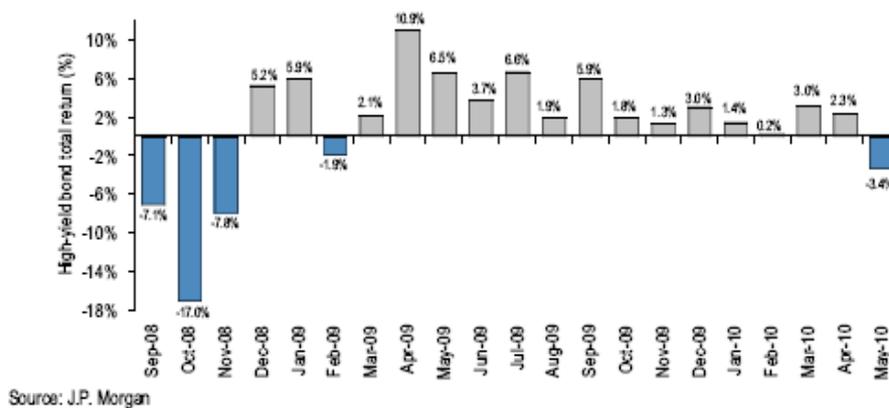
Le Fonds Americayield est en baisse de **-2.81%** brute soit la sixième plus forte baisse depuis que nous avons commencé à gérer des HY aux Etats-Unis en septembre 1990.

Trois des plus fortes baisses ont eu lieu à l'automne 2008 (-5.12% en septembre, -12.74% en octobre et -4.45% en novembre). Il y a eu également septembre 2001 (-5.47%) et août 2008 (-5.2%).

Le Fonds Europeyield a enregistré une baisse brute de **-3,89%** en mai, soit la huitième plus forte baisse depuis son lancement.

Cependant, la baisse du marché HY a été d'environ **30 à 40%** seulement de la baisse du marché action.

High-yield bonds provide their worst monthly return since November 2008



Les *spreads* se sont écartés de **120bps** aux Etats-Unis et de **180bps** en Europe en partie également à cause de la baisse des taux longs.

Ils sont maintenant à un niveau plus élevé que la moyenne des dernières années et matérialiseraient un taux de défaut de **5% à 12 mois** alors que les taux attendus en fin d'année sont de l'ordre de **2 à 4%**.

Spreads

Spreads in the high-yield market

| | JPM Global HY | Split-BBB | BB | Split-BB | B | Split-B | CCC |
|---------------|---------------|-----------|--------|----------|--------|---------|--------|
| 31-Dec-96 | 339bp | 129bp | 214bp | 281bp | 382bp | 573bp | 1123bp |
| 31-Dec-97 | 351bp | 137bp | 229bp | 288bp | 367bp | 538bp | 926bp |
| 31-Dec-98 | 631bp | 319bp | 375bp | 518bp | 615bp | 939bp | 1503bp |
| 31-Dec-99 | 538bp | 263bp | 300bp | 429bp | 483bp | 976bp | 1452bp |
| 29-Dec-00 | 942bp | 409bp | 451bp | 881bp | 900bp | 1779bp | 2484bp |
| 31-Dec-01 | 861bp | 344bp | 471bp | 655bp | 733bp | 1445bp | 2351bp |
| 31-Dec-02 | 958bp | 442bp | 591bp | 720bp | 858bp | 1487bp | 2368bp |
| 31-Dec-03 | 484bp | 217bp | 292bp | 369bp | 462bp | 734bp | 1033bp |
| 31-Dec-04 | 344bp | 170bp | 210bp | 254bp | 328bp | 490bp | 718bp |
| 30-Dec-05 | 378bp | 252bp | 256bp | 243bp | 356bp | 526bp | 822bp |
| 29-Dec-06 | 317bp | 158bp | 206bp | 234bp | 313bp | 409bp | 606bp |
| 31-Dec-07 | 589bp | 314bp | 444bp | 443bp | 565bp | 734bp | 969bp |
| 31-Dec-08 | 1731bp | 1024bp | 1182bp | 1346bp | 1698bp | 2086bp | 3139bp |
| 31-Dec-09 | 657bp | 384bp | 459bp | 550bp | 629bp | 812bp | 1082bp |
| 28-May-10 | 708bp | 412bp | 522bp | 601bp | 717bp | 906bp | 1103bp |
| Change | | | | | | | |
| 1Q10 | -49bp | -42bp | -33bp | -43bp | -23bp | -46bp | -96bp |
| May-10 | 120bp | 76bp | 96bp | 95bp | 133bp | 169bp | 194bp |
| QTD | 100bp | 70bp | 96bp | 94bp | 111bp | 139bp | 118bp |
| YTD | 51bp | 28bp | 63bp | 51bp | 88bp | 93bp | 21bp |

Source: J.P. Morgan

Dans le tableau ci-dessous, vous trouverez l'évolution des *spreads* en Europe.

| Date | HECO large | Indice | HEC4 (BB/B) | HEC5 (BB/B hors financières) |
|-------------------|------------|--------|-------------|------------------------------|
| 12/31/2002 | 1057 | | 856 | 846 |
| 12/31/2003 | 439 | | 387 | 383 |
| 12/31/2004 | 304 | | 273 | 273 |
| 12/31/2005 | 344 | | 310 | 313 |
| 12/31/2006 | 254 | | 225 | 226 |
| 12/31/2007 | 499 | | 471 | 424 |
| 12/31/2008 | 2148 | | 1770 | 1634 |
| 12/31/2009 | 792 | | 660 | 547 |
| 05/31/2010 | 810 | | 733 | 620 |

Malgré la baisse du mois de mai, la classe d'actifs a encore fait la preuve de sa résistance avec des performances toujours positives depuis le début de l'année.

Sur des périodes de 1 à 10 ans à fin mai :

- Americayield brut a toujours enregistré une performance meilleure que le taux sans risque quelque soit la période
- Americayield brut a toujours enregistré une performance supérieure aux actions sauf sur 1 an
- Americayield brut a enregistré des performances supérieures aux taux à 10 ans américains sur 4 des 7 périodes

| Cumulative return | Americayield Gross | Tbill3Month | US 10 Treasuries | S_P Div Reinv |
|-------------------|--------------------|-------------|------------------|----------------|
| 1 year | 18.50% | 0.16% | 4.65% | 20.98% |
| 2 years | 10.12% | 1.28% | 13.57% | -18.39% |
| 3 years | 10.74% | 5.17% | 25.72% | -23.86% |
| 4 years | 22.80% | 10.64% | 33.23% | -6.51% |
| 5 years | 30.96% | 14.87% | 26.27% | 1.58% |
| 7 years | 54.59% | 18.39% | 30.72% | 29.89% |
| 10 years | 93.08% | 31.01% | 84.32% | -7.98% |

Quant à la volatilité, elle a toujours été inférieure à celle des obligations à 10 ans et en moyenne de 40 à 50% inférieure à celle des actions.

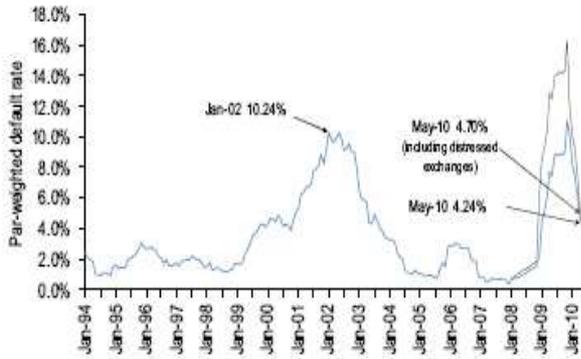
| Volatility | Americayield Gross | US 10 Treasuries | S_P Div Reinv |
|------------|--------------------|------------------|---------------|
| 1 year | 6.69 | 6.88 | 15.41 |
| 2 years | 14.12 | 17.82 | 24.10 |
| 3 years | 11.94 | 14.89 | 20.55 |
| 4 years | 10.37 | 12.91 | 18.30 |
| 5 years | 9.33 | 11.58 | 16.64 |
| 7 years | 8.22 | 10.08 | 14.74 |
| 10 years | 7.94 | 9.75 | 16.08 |

Le marché européen a amplifié les mouvements dans les moments de crise car moins large et à l'origine et moins diversifié. Il devrait de plus en plus ressembler au marché américain au regard du volume des émissions et de la tendance des banques à moins prêter.

Défauts

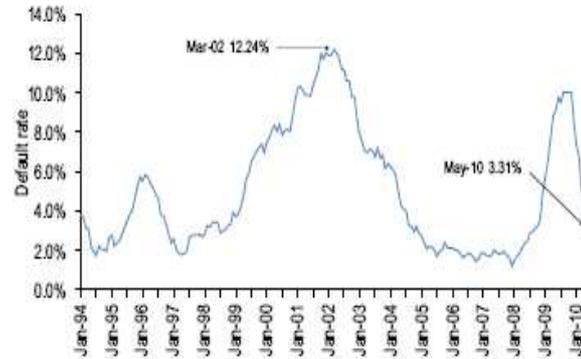
Les taux de défaut sont largement à la baisse et sont attendus entre 2 et 4% en fin d'année.

LTM default rate
based on par amount



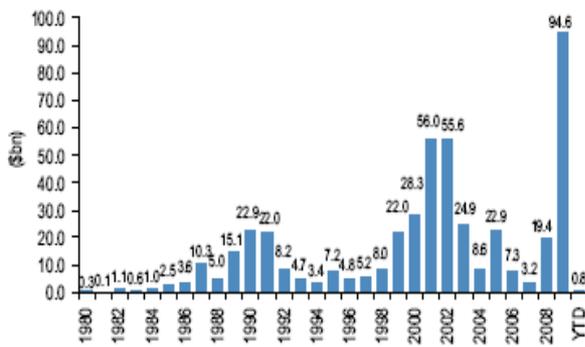
Note: Includes grace-period defaults. Source: J.P. Morgan

LTM default rate
based on number of issuers

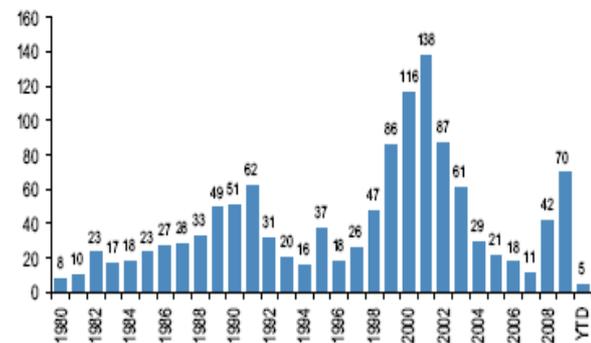


Note: Includes grace-period defaults. Source: J.P. Morgan

Default volume

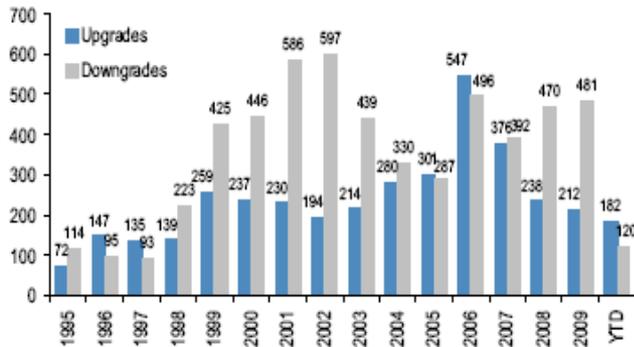


Number of defaults



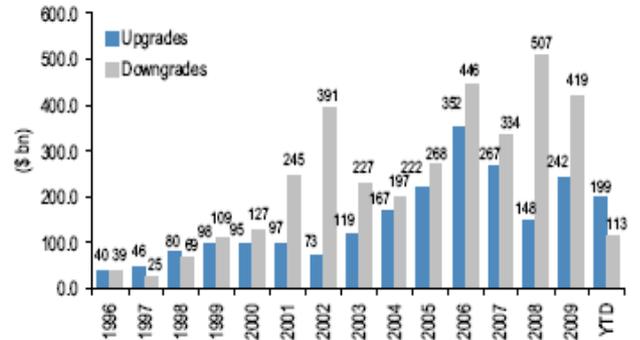
Le niveau des taux de défaut surprend parfois. Une des explications est que les *upgrades* sont maintenant plus nombreux que les *downgrades*. Les entreprises ont abordé la crise avec de bien meilleurs bilans qu'en 2000 et celles qui devaient faire défaut l'ont déjà fait.

Upgrades and downgrades Issuer



Source: J.P. Morgan

Upgrades and downgrades Par amount

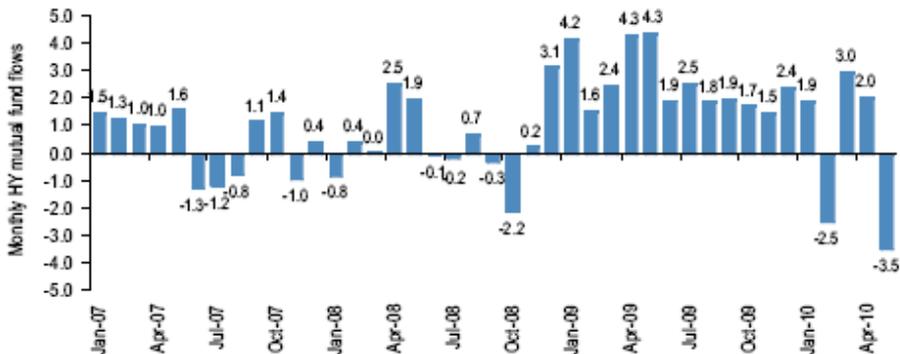


Source: J.P. Morgan

Éléments techniques

La baisse a été en partie alimentée par les ventes de privés et d'institutionnels. La seule mesure connue est le volume de rachats dans les Sicav HY aux Etats-Unis. Le mois de mai a été le plus mauvais depuis février.

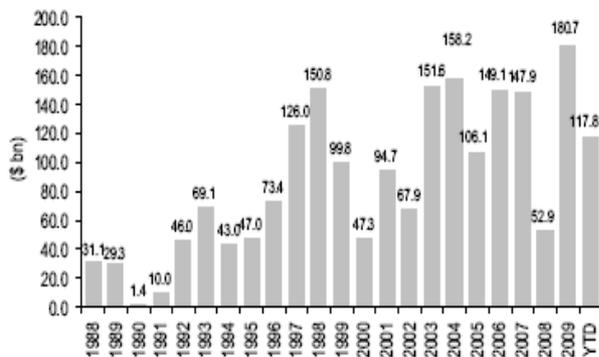
High-yield mutual fund flows declined significantly in May



Sources: J.P. Morgan; Lipper FMI

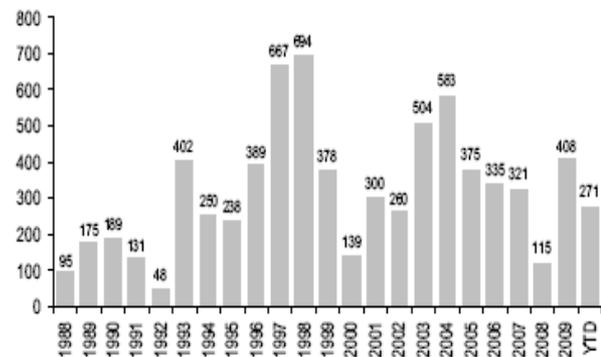
Les volumes d'émissions ont été un peu plus faibles en mai car certaines entreprises ont préféré attendre. Cependant, en rythme annuel, les volumes sont encore plus importants que ceux de l'année dernière.

New-issue volume



Source: J.P. Morgan

Number of new issues



Source: J.P. Morgan

Conclusion

- En mai, les crédits d'entreprises ont été victimes des craintes sur la dette de certains Etats et de l'aversion au risque (mais où est le risque ?)
- Les bilans des sociétés sont meilleurs qu'il y a quelques années
- Les *spreads* se sont écartés et sont maintenant légèrement au dessus de ceux de la fin de l'année 2009
- Les nouvelles économiques sont mitigées en Europe mais plutôt positives aux Etats-Unis

Les craintes sur le poids de la dette des Etats occidentaux pèsent sur l'économie et sur la confiance des investisseurs. Cependant, pour bien performer, nous n'avons besoin que d'une croissance très modérée. Malgré la baisse du mois de mai, Americayield brut est en hausse de 2.09%, Europeyield de 4.21%, Transatlanticyield de 2.75% et Enhancedyield de 2.25% depuis le début de l'année, ce qui en rythme annuel représente entre 5 et 10%. Nous sommes confiants que, sauf choc externe, les investisseurs devraient obtenir une performance au moins de cet ordre sur les 12 prochains mois.

Avertissement

Le présent document est un document à caractère purement informatif, et ne saurait être considéré comme du conseil juridique ou fiscal ou comme une offre d'achat d'actions ou une sollicitation pour l'acquisition d'actions de la SICAV de droit irlandais Muzinich Funds (la « SICAV»). Rien dans le présent document ne doit être interprété comme du conseil en investissement. Le cours des actions de la SICAV, ainsi que les revenus afférents, peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse, et il est possible que les investisseurs ne puissent pas récupérer l'intégralité des montants investis. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ou une garantie des performances futures.