

## 19/10/2010 – SYNTHÈSE DE MARCHÉ – OBLIGATIONS A HAUT RENDEMENT

### Performances et Spreads

Les *spreads* se sont rétrécis de **11bps** cette semaine et de **22bps** depuis le début du mois.

Ce rétrécissement a bien entendu entraîné de bonnes performances pour la classe d'actifs.

Les performances brutes des fonds Americayield, Transatlanticyield et Europeyield sont respectivement de **1.39%**, **1.44%** et **1.59%** depuis début octobre. Quant au fonds mixte IG/HY à durée courte (Enhancedyield), la performance brute est de **0.65%** depuis le début du mois.

Spreads to worst

	JPM Global HY	Split-BBB	BB	Split-BB	B	Split-B	CCC
14-Oct-10	637bp	384bp	485bp	521bp	643bp	816bp	1084bp
Change							
1Q10	-49bp	-42bp	-33bp	-43bp	-23bp	-46bp	-96bp
2Q10	121bp	92bp	109bp	99bp	130bp	146bp	169bp
3Q10	-70bp	-47bp	-60bp	-66bp	-58bp	-80bp	-33bp
MTD	-22bp	-3bp	-11bp	-20bp	-36bp	-16bp	-38bp
YTD	-20bp	0bp	6bp	-29bp	13bp	4bp	2bp
Week	-11bp	5bp	-12bp	-13bp	-16bp	-17bp	-12bp

Source: J.P. Morgan

Spread to worst



Source: J.P. Morgan.

Yield to worst



Source: J.P. Morgan.

Depuis le début de l'année, les performances brutes sont largement au-dessus de 10% avec **11.80%** pour Americayield en Euro, **12.42%** pour Transatlanticyield et **14.72%** pour Europeyield.

Cette performance est due au coupon, à une très légère baisse des *spreads* et également à la baisse des taux longs américains et européens pour 3 à 5%.

La décision de la Fed de relancer la planche à billet à la suite des dernières nouvelles économiques médiocres ne devrait pas avoir d'effet notable sur les taux (selon JP Morgan) dans les prochains trimestres.

Tout juste pourrions-nous avoir un léger aplatissement de la courbe (voir tableau ci-dessous) avec une légère augmentation des taux courts et une baisse des taux longs.

Treasury yields are forecasted to remain roughly where they are today over the next 12 months

	Current	3Q10E	4Q10E	1Q11E	2Q11E	3Q11E	Change by YE	Change 12 months
<b>Rates</b>								
Fed funds target	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%		
3-mo LIBOR	0.29%	0.28%	0.28%	0.28%	0.28%	0.28%	- 1 bp	- 1 bp
3-month T-bill (key)	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	+ 2 bp	2 bp
2-yr Treasury	0.35%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	+ 20 bp	20 bp
5-yr Treasury	1.16%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	9 bp	9 bp
10-yr Treasury	2.52%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	- 27 bp	- 27 bp
30-yr Treasury	3.95%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	- 45 bp	- 45 bp

Source: J.P. Morgan.

Au niveau économique, la crainte du double-dip n'est pas privilégiée. La Fed fait tout pour l'éviter. Une croissance faible (voir les prévisions de JP Morgan ci-dessous) sans déflation est un environnement favorable pour la classe d'actifs en absolu et en relatif.

J.P Morgan GDP growth forecast

	%q/q, saar							%y/y	
	2Q10	3Q10E	4Q10E	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2010	2011
United States	1.70%	1.50%	2.00%	2.50%	2.50%	3.00%	4.00%	2.60%	2.40%
Euro area	3.90%	2.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.80%	2.00%	1.70%	1.50%
Japan	1.50%	2.50%	-1.50%	0.50%	1.50%	1.80%	2.00%	2.90%	0.90%
Emerging Markets	7.10%	3.80%	5.00%	6.00%	6.40%	5.90%	6.10%	6.90%	5.70%

Source: J.P Morgan

Quant aux défauts, ils sont bas et cela devrait rester le cas en 2011. Ils sont attendus à 1.5% l'année prochaine. Les *spreads* actuels (630bps) anticipent un taux de défaut de 4%, ce qui offre un coussin.

Éléments techniques

Il y a eu 7 émissions pour \$4.2 milliards durant cette semaine de quatre jours. Depuis le début de l'année, le volume total a été de **\$226 milliards**, ce qui constitue un record dont une grande partie a été du refinancement.

Muzinich a participé à trois de ces émissions (Regency, Cleanwater Paper et Manitoowoc).

US dollar high-yield new issues

7 issues totaling \$4.18 billion

Date	Issuer	Amt.	Security	Coupon	Maturity	Issuance		Rating	Sector	Use of Proceeds
						Yield	Spread			
14-Oct-10	Sino-Forest Corp	\$600.0	Guar Nts	6.250	21-Oct-17	6.250	509bp	Ba2/BB	Paper and Packaging	General Corp.
14-Oct-10	JSC Severstal	\$1,000.0	Nts	6.700	25-Oct-17	6.700	487bp	Ba3/BB-	Metals and Mining	Unknown
13-Oct-10	Central China Real Estate	\$300.0	Sr Sec Nts	12.250	20-Oct-15	12.250	1113bp	B1/B+	Housing	General Corp.
13-Oct-10	Regency Energy	\$600.0	Guar Nts	6.875	01-Dec-18	6.875	485bp	B1/B+	Energy	Refinancing
13-Oct-10	XM Satellite	\$700.0	Sr Nts	7.625	01-Nov-18	7.625	562bp	B3/CC+	Cable and Satellite	Refinancing
13-Oct-10	Cleanwater Paper	\$375.0	Sr Nts	7.125	01-Nov-18	7.125	518bp	Ba3/BB	Paper and Packaging	Acq. Finance
13-Oct-10	Manitowoc Company Inc	\$600.0	Sr Nts	8.500	01-Nov-20	8.625	620bp	B3/B+	Industrials	Refinancing

Muzinich n'a pas participé aux émissions ci-dessous.

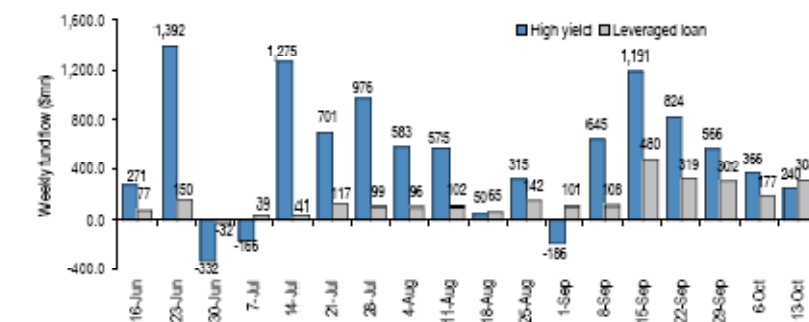
## Non US dollar high-yield new issues

2 issues totaling €320 million

Date	Issuer	Amt.	Security	Coupon	Maturity	Issuance		Rating	Sector	Underwriter
						Yield	Spread			
14-Oct-10	Novomatic AG	€ 150.00	Sr Notes	5.00	27-Oct-17	5.04	278bp	NR/NR	Gam./Log./Leis.	Erste/Unicredit
14-Oct-10	CET 21 spol. s r.o.	€ 170.00	Sr Sec Notes (1st)	9.00	01-Nov-17	9.00	716bp	Ba3/B	Diversified Media	JPM/BNP/Citi

Depuis le début de l'année, il y a eu **\$9.9 milliards** de souscriptions nettes dans les fonds High Yield aux Etats-Unis. Le rythme des souscriptions nettes hebdomadaires ralenti.

The pace of inflows into high-yield bond funds continued to slow this week



Source: Lipper FMI.

### Information spécifique (chiffres à fin septembre)

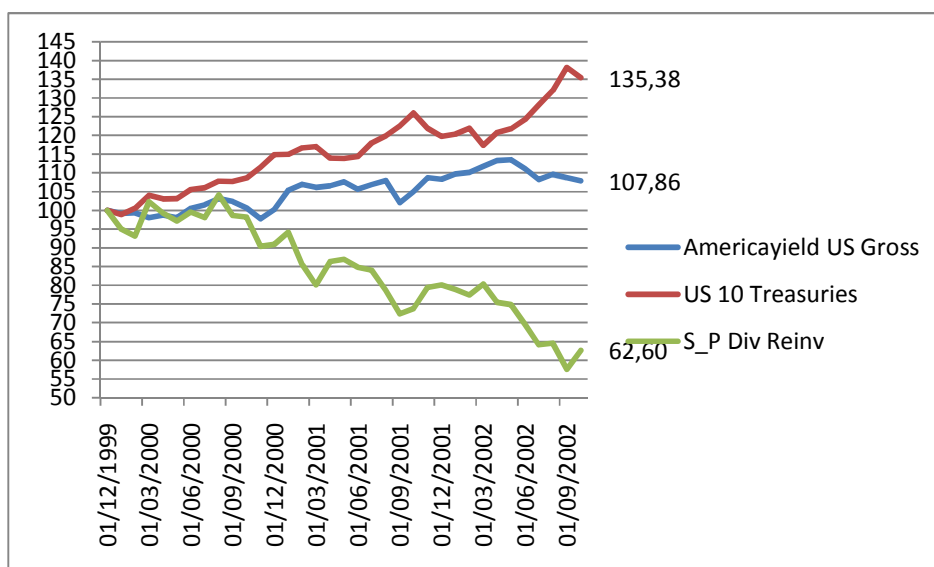
La philosophie de gestion de Muzinich est prudente.

Muzinich a observé la manière dont le fonds Americayield, lancé en 1998 avait résisté au deux dernières crises par rapport aux obligations à 10 ans et au S&P dividendes réinvestis.

### Crise de 2000/2002

Sur la période allant du début de la crise (fin 99) à la reprise (octobre 2002) :

Bien sûr, les obligations d'Etat à 10 ans ont réalisé la meilleure performance mais le fonds Americayield (performance brute), malgré l'écartement des *spreads*, a enregistré des performances positives. Les actions ont baissé de presque 38% et il faut alors réaliser une performance de 60% pour revenir au niveau d'origine.



### Crise de 2007/2008

Plus rude compte tenu de la faillite de Lehman, cette crise a provoqué une envolée des *spreads* à **1900bps** contre **1.000/1.100bps** durant les crises précédentes, ce qui était l'expression d'un taux de défaut attendu de **20%**, ceci ne s'étant jamais produit dans la réalité.

C'est principalement pour cette raison que la performance de 2008 a été négative sur les indice US (-24%) et aussi chez Muzinich (-17%).

En revanche, la force de rattrapage est très forte car dans le cas de l'obligataire, la réaction est binaire. Soit le crédit part en défaut à 20/30/40% du pair, soit il revient à 100. Bien entendu, ce n'est pas le cas des actions qui répondent à d'autres critères.

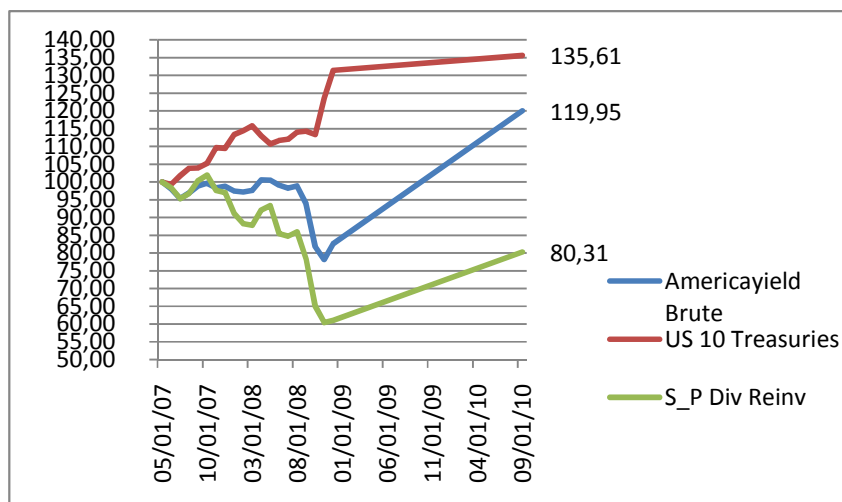
	Americayield Brute	US 10 Treasuries	S_P Div Reinv
05/31/07	100.00	100.00	100
11/30/08	78.20	123.56	60.48
09/30/10	119.95	135.61	80.31

On remarque bien, sur le graphique ci-dessous, la force du rattrapage par rapport au point haut de la crise (décembre 2008).

Les obligations d'Etat à 10 ans ont peu évolué par rapport à décembre 2008.

Le S&P avec dividendes n'est pas revenu à son niveau de mai 2007.

Le fonds Muzinich (performance brute) est celui qui a le plus remonté, tout simplement parce que les entreprises n'ont pas fait défaut, ont honoré leur coupon et ont de bonnes chance de pouvoir se refinancer. Pour prendre une image, l'élastique se tend mais si il ne casse pas, il revient à son point d'origine en ayant encaissé les coupons en prime.



Nous n'avons pris qu'un seul point entre décembre 2008 et septembre 2010 afin de mieux souligner la démonstration.

Le marché européen a suivi la même tendance avec un peu plus de volatilité, mais le principe est le même.

## Conclusion

L'afflux d'investissements dans la classe d'actifs et la baisse récente des *spreads* inquiètent certains investisseurs.

Cependant:

- A 636bps sur l'indice général, les *spreads* anticipent un taux de défaut de 4% alors que les prévisions sont plutôt de 1.5%/2% pour 2011
- Avec des taux à 5 ans aux Etats-Unis à 1.16% et 2.52% sur le 10 ans, la classe d'actifs offre un très haut multiple historique par rapport aux obligations d'Etat
- Avec une durée de 3.5/4 ans, la classe d'actifs offre une bonne protection contre une hausse des taux d'Etat

Le gain en capital (apporté en 2009 par la baisse des *spreads* et depuis le début de l'année, essentiellement par la baisse des taux) est derrière nous mais sauf choc externe, la classe d'actifs devrait procurer une performance autour du coupon sur les 12 prochains mois si une croissance, même faible, est assurée sans déflation. La sélection des crédits sera un élément de plus en plus important.

Sauf choc externe toujours possible, sur les douze prochains mois, Enhancedyield devrait enregistrer une performance brute de 2.5 à 5%, Americayield, Transatlanticyield et Europeyield de 5 à 10%.

## 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.