

24/01/2011 – SYNTHÈSE DE MARCHÉ – OBLIGATIONS A HAUT RENDEMENT

Performances et spreads

Les *spreads* se sont contractés de **8bps** cette semaine et de **26bps** depuis le début de l'année alors que les taux d'Etat à 10 ans aux Etats-Unis sont passés de 3.30% à 3.43%. Les *spreads* sont maintenant très légèrement en dessous de leur moyenne long terme.

Spread to worst

	JPM Global HY	Split-BBB	BB	Split-BB	B	Split-B	CCC
31-Dec-10	577bp	342bp	421bp	494bp	592bp	715bp	989bp
20-Jan-11	551bp	328bp	400bp	468bp	567bp	680bp	931bp
Change							
YTD	-26bp	-13bp	-21bp	-26bp	-25bp	-35bp	-58bp
Week	-8bp	-2bp	-8bp	-12bp	-7bp	-15bp	-13bp

Source: J.P. Morgan

Spread to worst



Source: J.P. Morgan.

Yield to worst



Source: J.P. Morgan.

Nous écrivons, au début du mois de février 2011, une note spécifique sur les fonds Muzinich mais vous trouverez d'ores et déjà ci-dessous les principales caractéristiques au 20 janvier 2011. Les *spreads* des fonds sont moins élevés que ceux des indices larges US car nous nous concentrons principalement sur la captation du coupon pour la plupart des solutions d'investissement que nous proposons.

Platform:	Enhancedyield	ShortDurationHY	Americayield	Transatlanticyield	Europeyield
Wgtd-Avg STW	281	460	465	475	489
Wgtd-Avg YTW	3.95	5.24	6.59	6.70	6.91
Wgtd-Avg YTM	4.44	6.61	7.11	7.14	7.56
Wgtd-Avg Rating (Ex Cash)	BBB-	B+	B+	B+	B+
Wgtd-Avg DTW	1.65	1.40	4.01	3.92	3.33
Wgtd-Avg Price	104.03	106.61	106.57	106.75	104.22

Les performances sont en général très bonnes au mois de janvier (voir note précédente).

Depuis le début du mois, l'indice large a enregistré une performance de **1.53%** (**1.28%** brute pour Americayield, **1.66%** pour Transatlanticyield, **2.41%** pour Europeyield, **1.01%** pour ShortDurationHighYield et **0.53%** pour Enhancedyield) - les performances sont données dans la devise de référence du fonds.

The high-yield bond and loan markets are off to another strong start

Assets	Dec-09	First 3 weeks of 2010	Next 3 weeks of 2010	Dec-10	First 3 weeks of 2011
High-Yield Bonds	3.03%	2.04%	-2.23%	1.89%	1.53%
Leveraged Loans	2.94%	2.03%	-0.20%	1.24%	1.50%
Investment Grade Bonds	-0.92%	2.09%	-0.71%	-0.97%	-0.34%
Emerging Market Bonds	0.32%	0.87%	-0.42%	-0.33%	0.07%
10-Year Treasury	-4.88%	0.02%	-0.58%	-4.02%	-1.15%
Dow Jones Industrials	0.95%	-0.22%	-2.21%	5.33%	2.25%
S&P 500	1.93%	0.21%	-3.28%	6.68%	1.89%
Russell 2000	8.05%	0.51%	-3.57%	7.94%	-0.68%
By Rating					
BB-rated bonds	2.37%	1.32%	-1.54%	1.12%	1.20%
B-rated bonds	2.26%	1.49%	-1.96%	2.13%	1.69%
CCC-rated bonds	4.59%	3.66%	-4.07%	3.84%	2.11%

Sources: J.P. Morgan, S&P/LCD.

Le tableau ci-dessous montre les attentes de performances et celles réalisées du Crédit Suisse pour la classe d'actif.

Exhibit 1.

Historical and Projected Performance of Asset Classes

Performance Annual Total Return	Projected 2010 as of Dec 2009	Actual 2010	Projected 2011 Returns	Projected 2011 Yield Decrease
US High Yield Bonds	10% to 14%	14.42%	8% to 11%	0 - 75 bps
US Leveraged Loans	7% to 10%	9.97%	5% to 8%	25 - 125 bps
W. European High Yield (Hedged in €)	11% to 15%	14.63%	7% to 10%	0 - 60 bps
W. European Lev. Loans (Hedged in €)	5% to 9%	8.25%	6% to 9%	25 - 100 bps

Source: Credit Suisse

Nous sommes plus conservateurs dans nos attentes en 2011 que nous l'avions été en 2010. En 2010, nous nous attendions à une performance, sauf choc externe de **7 à 11%** et nos fonds ont enregistré une performance brute largement supérieure (**13.28%** pour Americayield, **14.64%** pour Transatlanticyield, **16.83%** pour Europeyield et **7.23%** pour notre fonds mixte IG/HY à duration courte Enhancedyield).

Pour 2011, nous nous attendons à une performance de **5 à 10%** pour nos fonds classiques et de **2 à 7%** pour nos fonds à duration courte.

L'effet de la hausse des taux attendue devrait être compensé par une baisse de *spreads*.

Informations économiques

Les nouvelles économiques ont plutôt été bonnes aux Etats-Unis la semaine dernière.

La croissance est là même si elle n'atteint pas le niveau habituel qui suit une récession.

La croissance est également présente en Europe même si plus faible.

Le point important est bien entendu le poids de la dette d'Etat dans pratiquement tous les pays européens et aux Etats-Unis et celui de la dette privée dans beaucoup d'Etats. Il est intéressant de noter qu'après une baisse de l'endettement privé depuis 7 trimestres consécutifs aux Etats-Unis, celui-ci pourrait augmenter prochainement. L'endettement étatique reste quant à lui, très lourd et en progression (voir deuxième tableau).

Les éléments déflationnistes (chômage, faible utilisation des moyens de production...) sont là mais d'autres éléments sont inflationnistes (création monétaire en Occident, hausse des matières premières, hausse des coûts salariaux dans certains pays émergents, crédit débridé dans certains pays émergents...). On constate, par ailleurs, une augmentation légère des prévisions d'inflation.

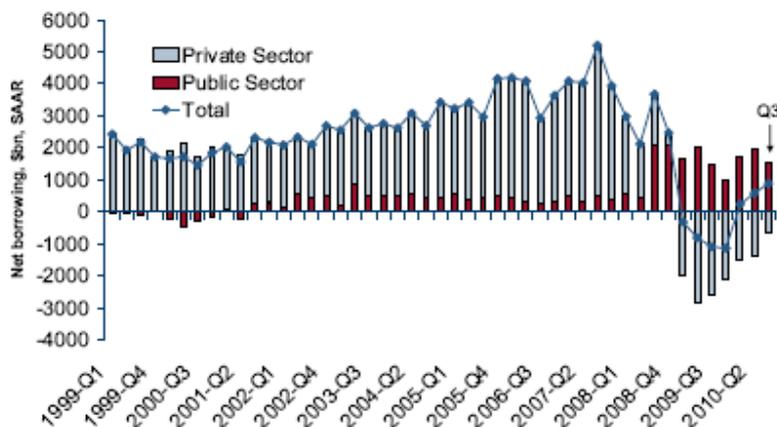
Exhibit 5.

Estimated Global GDP Figures and Other Key Estimates (As of Jan 14, 2011)

		2010				2011E				Q4 to Q4				Annual Average			
		Q1	Q2	Q3	Q4E	Q1	Q2	Q3	Q4	08	09	10E	11E	09	10E	11E	12E
Global	Real GDP (y/y)	5.0	5.2	4.9	4.5	4.4	4.4	4.6	4.3	0.0	1.9	4.5	4.3	-0.6	4.9	4.6	4.3
	IP (y/y)	10.5	11.3	8.9	6.9	5.5	5.4	6.1	6.7	-5.9	1.6	6.9	6.7	-6.8	9.4	5.9	...
	Inflation (y/y)	3.4	3.4	3.3	3.6	3.6	3.7	3.9	3.8	4.7	2.4	3.6	3.8	2.0	3.4	3.8	3.5
US	Real GDP (q/q am)	3.7	1.7	2.6	3.2	3.5	3.7	3.8	4.0	-1.9	0.2	2.8	3.8	-2.6	2.9	3.3	4.0
	Inflation (y/y)	2.4	1.8	1.2	1.2	1.5	1.5	1.6	1.2	1.6	1.5	1.2	1.2	-0.3	1.6	1.5	1.5
	Policy rate (end of pd.)	0-25	0-25	0-25	0-25	0-25	0-25	0-25	0-25	...	...	...	...	0-25	0-25	0-25	.50-75
	10yr bond yield	3.72	3.19	2.64	3.28	2.95	3.10	3.25	3.50	...	...	...	...	...	...	...	...
	USDJPY	93.4	88.5	83.5	81.1	85.8	87.0	87.9	89.0	...	...	...	...	...	...	...	...
Japan	Real GDP (q/q am)	6.8	3.0	4.5	-1.2	0.2	1.5	1.7	1.7	-4.7	-1.8	3.2	1.3	-6.3	4.3	1.1	2.0
	Inflation (y/y)	-1.2	-1.2	-1.1	-0.6	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	1.0	-1.7	-0.6	-0.5	-1.3	-1	-0.6	-0.4
	Policy rate (end of pd.)	0.10	0.10	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	...	...	...	...	0.10	0-0.1	0-0.1	0.10
	10yr bond yield	1.34	1.21	1.06	1.19	0.90	0.80	1.10	1.30	...	...	...	...	...	...	...	...
	EURUSD	93.4	88.5	83.5	81.1	85.8	87.0	87.9	89.0	...	...	...	...	...	...	...	...
Euro Area	Real GDP (q/q am)	1.3	3.9	2.2	1.7	2.3	3.0	3.0	2.9	-2.1	-2.0	2.3	2.8	-4.0	1.7	2.5	2.5
	Inflation (y/y)	1.1	1.5	1.7	2.0	2.2	2.0	2.1	2.1	2.3	0.4	2.0	2.1	0.3	1.6	2.1	1.8
	Policy rate (end of pd.)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.50	...	...	...	...	1.00	1.00	1.50	2.50
	10yr bond yield	3.12	2.62	2.34	2.96	2.65	2.70	2.80	3.00	...	...	...	...	...	...	...	...
	EURUSD	1.35	1.23	1.36	1.34	1.25	1.31	1.40	1.46	...	...	...	...	...	...	...	...

Exhibit 6.

Credit Recovery (Net borrowing, \$bn, SAAR, includes the financial sector)

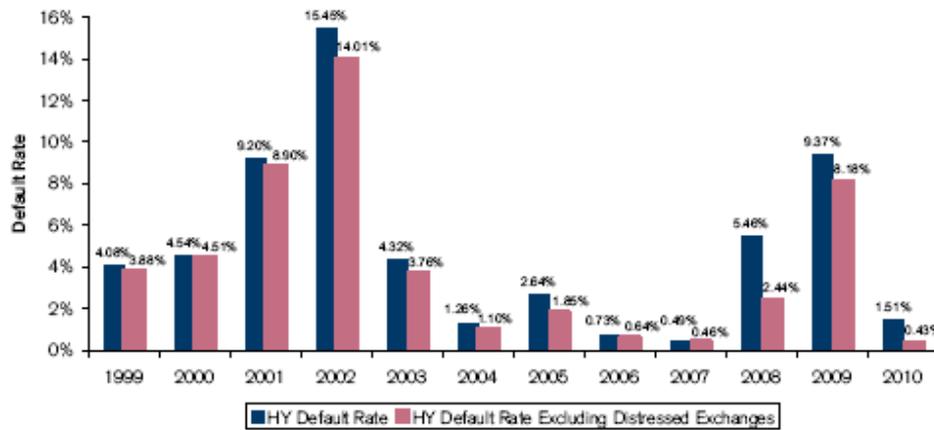


Source: Credit Suisse, Federal Reserve

Défauts

Les taux de défaut ont fortement chuté en 2010 et devraient rester bas en 2011 (voir le troisième tableau).

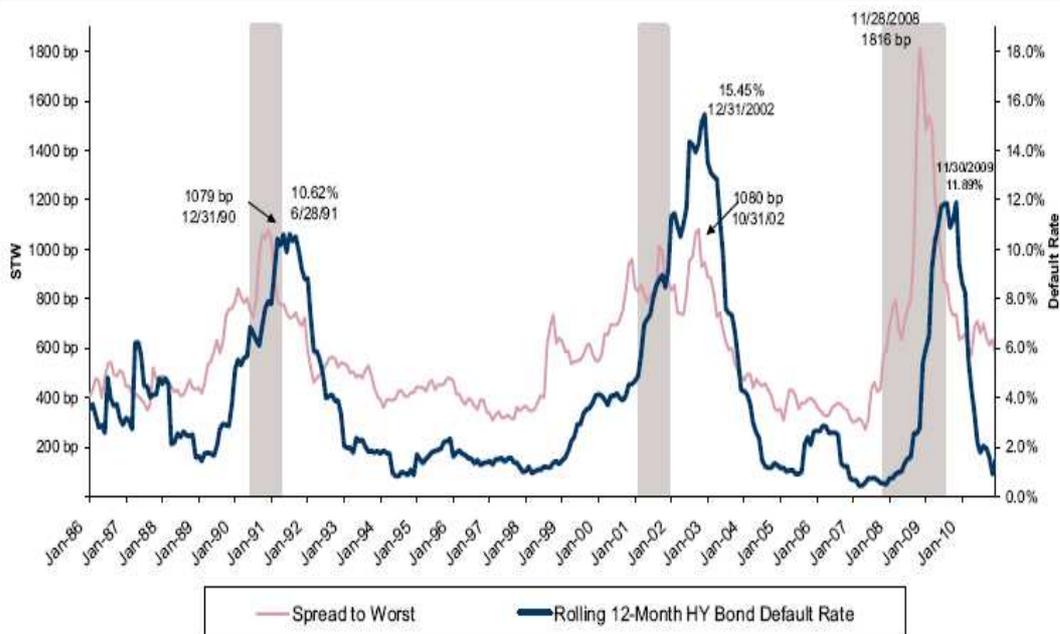
Exhibit 363.
High Yield Default Rates with and without Distressed Exchanges: 1999 – 2010



Source: Credit Suisse

Les *spreads* sont encore à un niveau élevé par rapport au taux de défaut actuel. (Voir tableau ci-dessous).

Exhibit 372.
High Yield Default Rate vs. Spread to Worst: 1986 –2010



Source: Credit Suisse

Exhibit 2.

Historical and Projected Default Rates: Credit Suisse and Moody's

Default Rate Summary	Actual 2009	Projected 2010 as of Jul 2010	Actual 2010	Projected 2011 as of Dec 2010
Credit Suisse US High Yield Default Rate	9.36%	0-1.5%	1.51%	1-3%
Credit Suisse US Leveraged Loan Default Rate	9.58%	1-3%	2.52%	2-4%
Credit Suisse Western European HY Default Rate	6.56%	0-1%	1.03%	1-3%
Credit Suisse Western European LL Default Rate	6.79%	2-5%	4.92%	3-6%
Moody's Speculative-Grade Corp Global Default Rate*	12.50%	2.4%	3.30%	1.9%
Moody's Speculative-Grade Corp US Default Rate*	13.20%	2.7%	3.50%	2.2%
Moody's Speculative-Grade Corp Eur Default Rate*	10.20%	1.4%	1.90%	1.2%

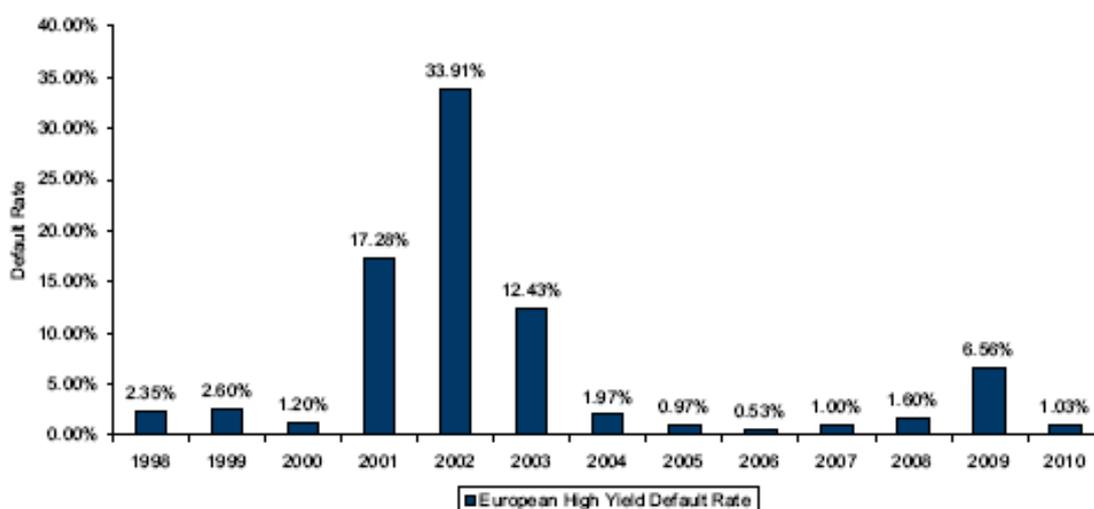
* by issuer count.

Source: Credit Suisse, Moody's

Le tableau ci-dessous montre l'historique des taux de défaut en Europe. Les chiffres des années 2001 et 2002 sont particulièrement élevés car 50% du marché était dominé par les émissions média/télécom qui ont été fortement affectées par la crise 2001/2002. Le marché est maintenant très diversifié en Europe.

Exhibit 460.

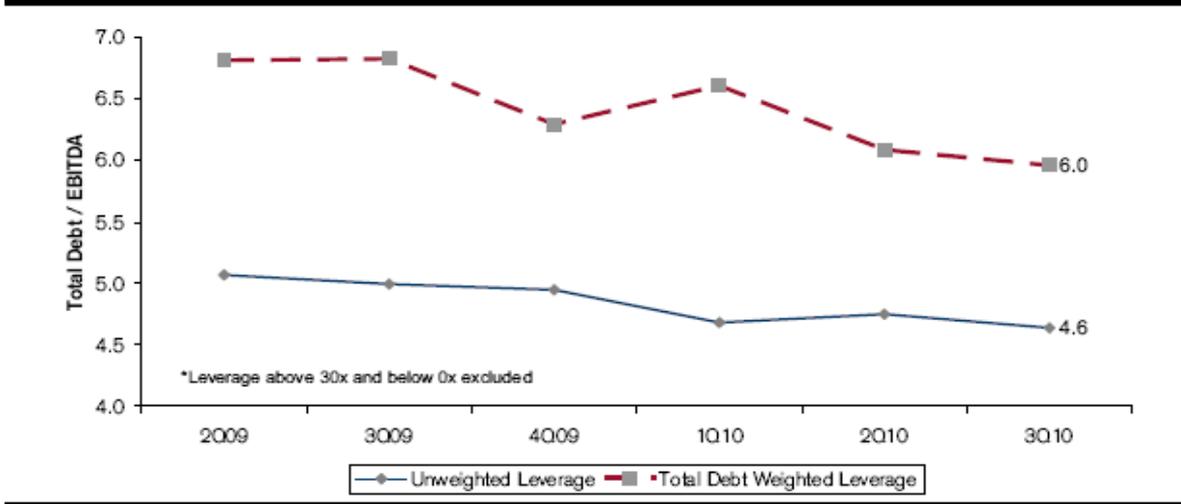
Annual Western European High Yield Default Rates: 1998 – 2010



Source: Credit Suisse

Une des raisons des bonnes perspectives de la classe d'actif malgré les excellentes années 2009 et 2010 est la baisse régulière des leviers financiers dans les sociétés notées en dessous de BBB-. D'une manière générale, l'entreprise est le seul agent économique à s'être désendetté pendant la crise.

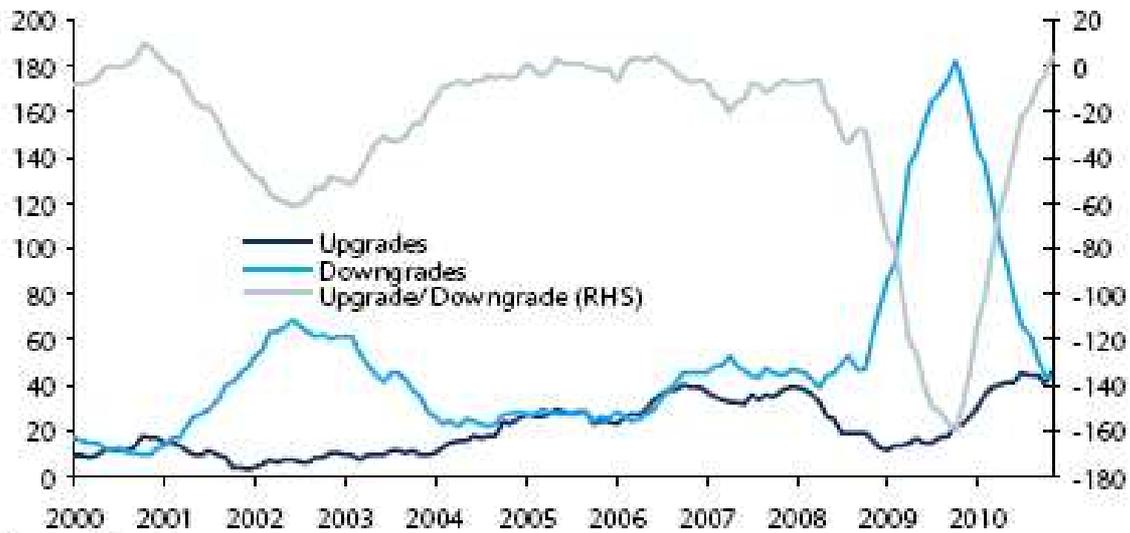
Exhibit 9.
HY Corporate Leverage



Source: Credit Suisse

Cette bonne santé des entreprises se reflète dans le ratio relèvement de note/abaissement de note depuis plus d'un an même si ce ratio devrait maintenant se stabiliser.

Agencies have begun to upgrade once more



Source: Moody's

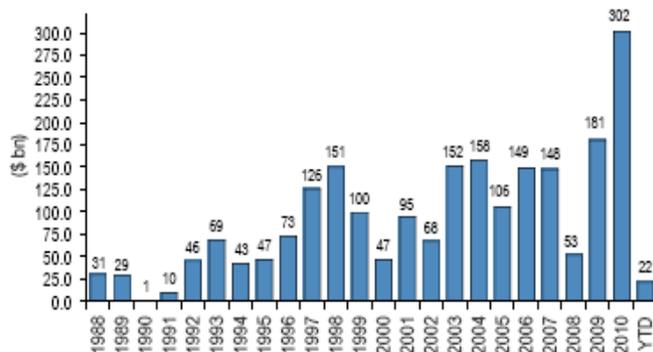
Éléments techniques

Les émissions ont atteint un niveau record en 2010 avec **\$302 milliards donc plus de \$60 millions** sur le marché européen (voir le deuxième tableau).

Les émissions sont attendues à un niveau similaire pour 2011.

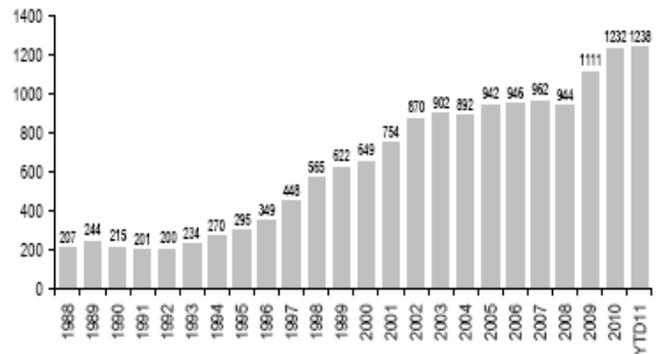
Le refinancement restera la cause principale des émissions même si sa proportion, qui était autour de 70% en 2009 et 2010, aura tendance à légèrement diminuer.

Annual high-yield new-issue volume



Source: J.P. Morgan

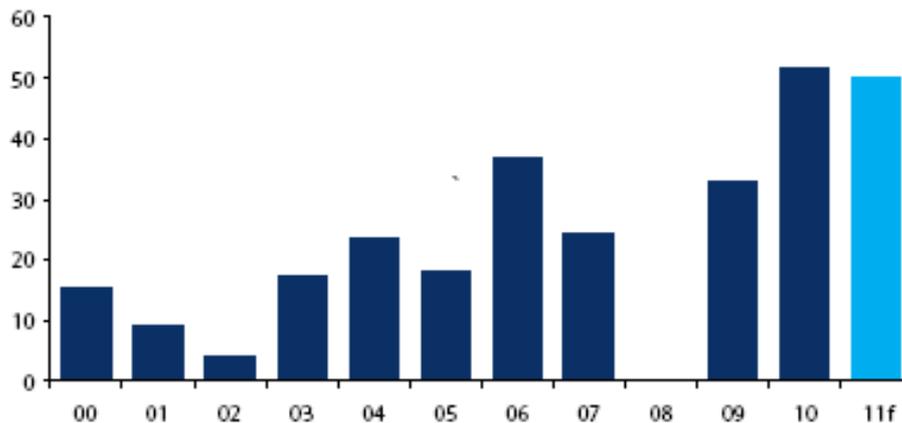
High-yield market growth



Source: J.P. Morgan

L'Europe va continuer à bénéficier de la désintermédiation et du fait que les banques vont poursuivre la diminution de leur bilan.

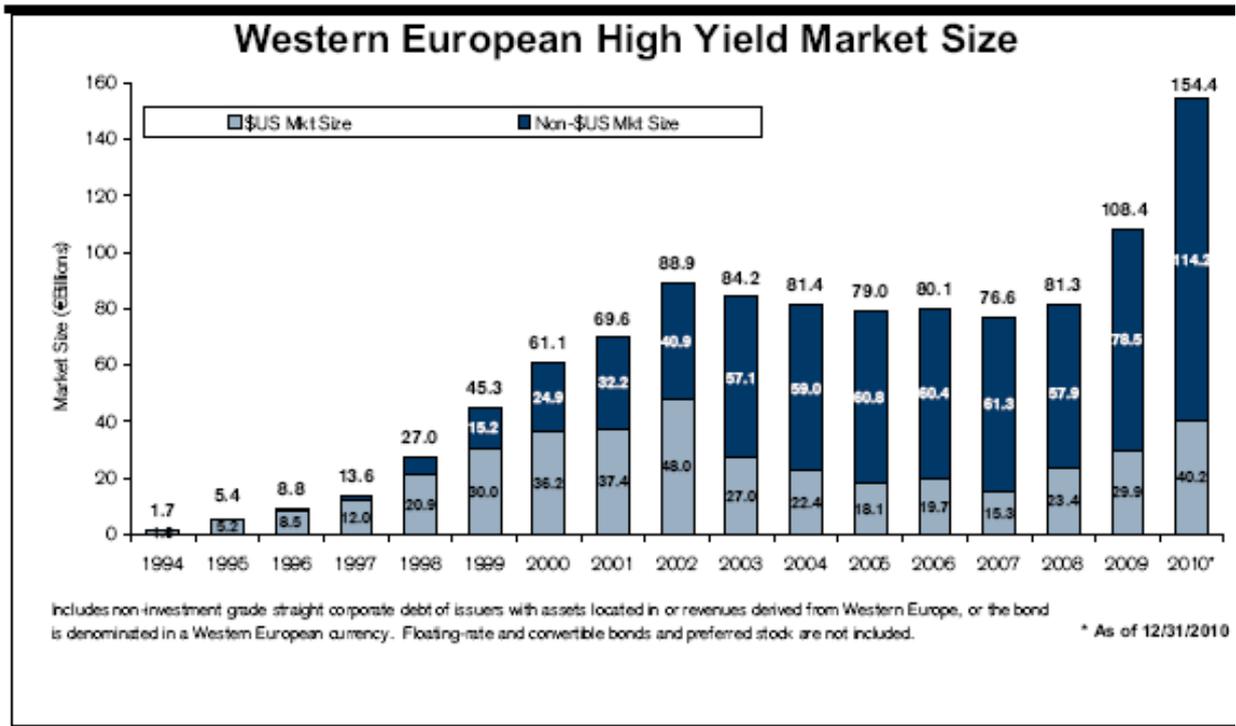
European HY bond issuance (€ bn)



Source: Barclays Capital

... Et l'encours du marché européen va continuer de progresser.

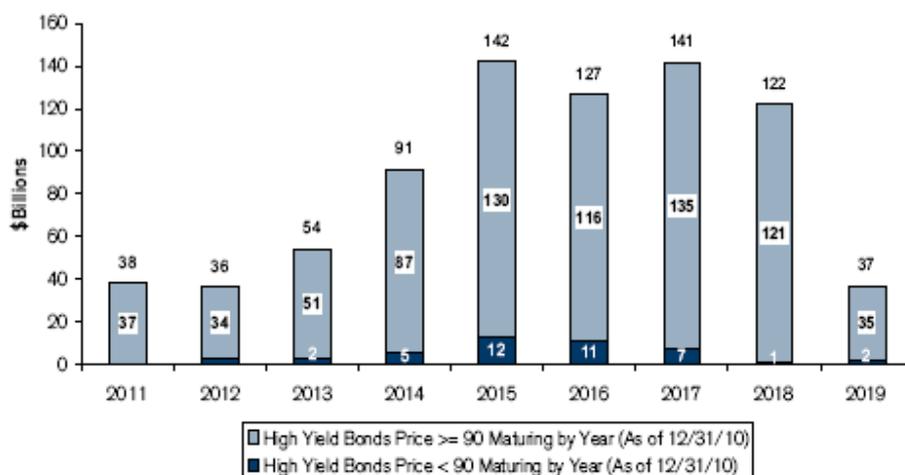
Exhibit 164.



Source: Credit Suisse

Le volume des émissions venant à échéance va croître ces prochaines années et certaines réalisées en 2006 et début 2007, avec un levier difficilement soutenable aujourd'hui, vont venir à échéance à partir de 2013. Les sociétés qui en avaient la possibilité se sont déjà refinancées mais les autres auront quelquefois des difficultés. Le volume des crédits à refinancer qui se traitent à un prix inférieur à 90 est finalement modeste. Il faudrait également rajouter le volume de *loans* qui ne sont pas visibles sur le tableau ci-dessous, dont une partie sera refinancée en obligations.

Exhibit 374.

High Yield Bonds Maturing by Year (Par Amount): as of 2010

Source: Credit Suisse

La semaine dernière, il y a eu 13 émissions aux Etats-Unis pour **\$4.3 milliards**. Muzinich & Co. a participé à Florida, CCO et Inergy.

US dollar high-yield new issues

13 issues totaling \$4.26 billion

Date	Issuer	Amt.	Security	Coupon	Maturity	Issuance		Rating	Sector	Use of Proceeds
						Yield	Spread			
20-Jan-11	Phibro Animal (add-on)	\$25.0	Sr Nts	9.250	1-Jul-18	8.892	605bp	B3/B-	Chemicals	Refinancing
20-Jan-11	American Airlines PT Trust	\$153.8	P-T Certs	7.000	31-Jan-18	7.000	496bp	B1/BB+	Transportation	General Corp.
20-Jan-11	Speedway MotorSport	\$150.0	Sr Nts	6.750	1-Feb-19	6.750	369bp	Ba2/BB	Gaming/Leisure	Refinancing
20-Jan-11	Constellation Enterprise	\$130.0	Sr Sec Nts (1st)	10.625	1-Feb-16	11.000	899bp	B2/B	Cable and Satellite	Refinancing
20-Jan-11	Florida East Cost	\$475.0	Sr Sec Nts (1st)	8.125	1-Feb-17	8.125	589bp	B3/B	Transportation	Refinancing
19-Jan-11	CCO Holdings (add-on)	\$300.0	Sr Nts	7.000	15-Jan-19	7.082	415bp	B2/B+	Cable and Satellite	Refinancing
19-Jan-11	Inergy LP	\$750.0	Sr Nts	6.875	1-Aug-21	6.875	354bp	Ba3/B+	Energy	Refinancing
19-Jan-11	Targa Resources Partners	\$325.0	Sr Nts	6.875	1-Feb-21	6.875	355bp	B1/B+	Energy	Refinancing
19-Jan-11	West China Cement	\$400.0	Sr Nts	7.500	25-Jan-16	7.500	528bp	Ba3/BB-	Housing	General Corp.
18-Jan-11	Empire Today	\$150.0	Sr Sec Nts	11.375	1-Feb-17	11.625	905bp	NR/NR	Consumer Products	Refinancing
18-Jan-11	Crown America	\$700.0	Sr Nts	6.250	1-Feb-21	6.250	289bp	Ba3/BB-	Paper and Packaging	Refinancing
14-Jan-11	Petrohawk Energy (add-on)	\$400.0	Sr Nts	7.250	15-Aug-18	6.837	420bp	B3/B+	Energy	Refinancing
14-Jan-11	Hopson Development	\$300.0	Sr Nts	11.750	21-Jan-16	11.750	983bp	B2/B	Housing	General Corp.

En Europe, Muzinich & Co. a participé à Agrokor et LABCO.

Date	Issuer	Amt.	Security	Coupon	Maturity	Issuance		Rating	Sector	Use of proceeds
						Yield	Spread			
20-Jan-11	UPCB Finance II	€ 750.00	Sr Sec Nts	6.38	1-Jul-20	6.38	323bp	NR/NR	Financial	Refinancing
18-Jan-11	Agrokor (add-on)	€ 150.00	Sr Nts	10.00	7-Dec-16	8.04	586bp	B2/B	Retail	Refinancing
14-Jan-11	LABCO SAS	€ 500.00	Sr Sec Nts (1st)	8.50	15-Jan-18	8.50	588bp	B3/B+	Healthcare	Refinancing

Conclusion :

Les années 2009 et 2010 ont été exceptionnelles. Le gain en capital (surtout en 2009) a été très élevé. La peur considérable pour ne pas dire la panique qu'a causé la crise financière a poussé les prix très bas +/- 60, les *spreads* se sont donc écartés violemment (>1.800bps fin 2008) anticipant des taux de défaut de l'ordre de 20%...qui ne se sont jamais matérialisés.

Si une obligation ne fait pas défaut, son prix revient mécaniquement à 100, ce qui explique en grande partie la performance exceptionnelle de 2009 et en partie celle de 2010.

Les entreprises sont dans une bonne santé financière mais sont dépendantes de l'état de santé des Etats et des ménages qui conditionnent en bonne partie le niveau de la croissance.

Tant que celle-ci reste positive et que les facteurs inflationnistes l'emportent sur les facteurs déflationnistes, la classe d'actif devrait apporter, sauf choc externe, une performance satisfaisante.

- La croissance économique est positive aux Etats-Unis et dans une moindre mesure en Europe, même si elle devrait être plus forte après l'ampleur de la récession
- Les entreprises sont dans une bonne santé financière
- La durée de la classe d'actif est relativement faible (4 ans), ce qui donne une bonne protection contre une hausse possible des taux
- Une inflation modérée est en principe positive pour la classe d'actif car elle permet à la société de rembourser sa dette à un moindre coût et lui donne un meilleur *pricing power*
- Le niveau des *spreads* ne reflète pas le niveau des taux de défaut actuel

Nous sommes donc confiants quant à une performance autour du coupon que devrait apporter la classe d'actif (**5 à 10% pour nos fonds classiques et entre 2 et 7% pour nos fonds à durée courte**) sauf choc externe. Depuis de nombreuses années, nous pensons que le haut du "High Yield" devrait être abordé comme une **allocation stratégique** par les investisseurs. Nous conseillons d'investir régulièrement pour lisser les performances même si la volatilité est historiquement presque deux fois inférieure à celle des actions.

Rédigée par Eric PICTET, Directeur du bureau de Paris de MUZINICH & CO.

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.