

# STRUCTURED FINANCE



## Prêts aux entreprises : financement de l'économie réelle

Juin 2016

Deborah Shire, Head of Structured Finance, AXA IM

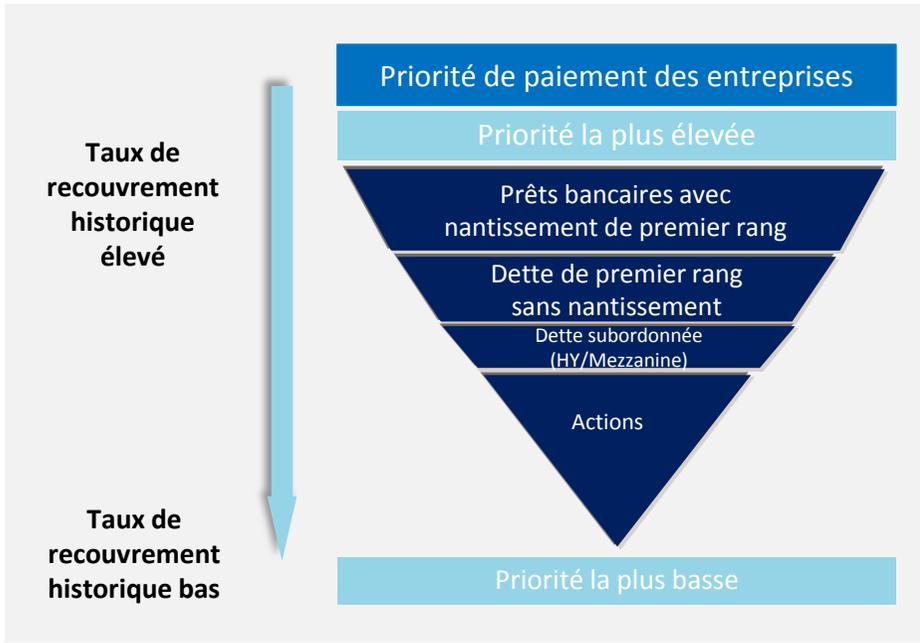
# Prêts aux entreprises

## Définition et caractéristiques principales

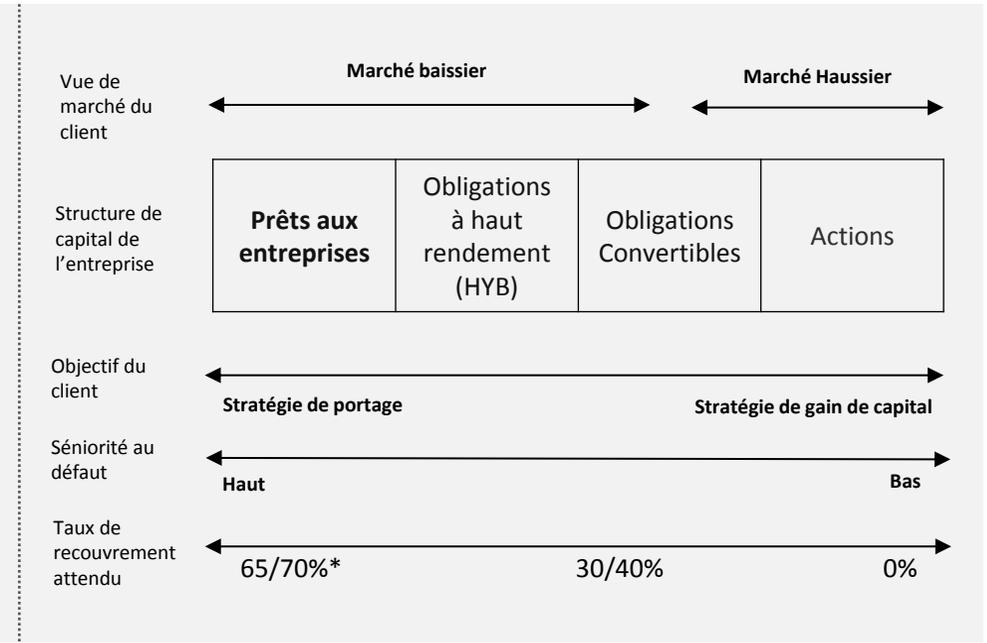
### Les prêts aux entreprises et les Obligations à haut rendement

<b>Prêt</b>	Risque de crédit basé sur la capacité de l'emprunteur à générer des cash-flows et à se refinancer	<b>Nantissement</b> par des actifs physiques et/ou des parts des emprunteurs	<b>Taux Flottant</b> Marge + Euribor remboursable par anticipation à tout moment au pair	Durée de vie moyenne d'environ <b>3 à 5 ans</b>	<b>Covenants de protection</b> (sur le levier, couverture de cash-flows, dette additionnelle, dividendes, etc...)
<b>Obligation à haut rendement</b>		Habituellement non garanti, souvent subordonné	<b>Taux Fixe</b> remboursable par anticipation à des conditions spécifiques après un certain temps	Durée de vie moyenne de 7 à 10 ans	Habituellement <b>pas de Covenants</b>

### Actif de dette d'entreprise le plus sénior

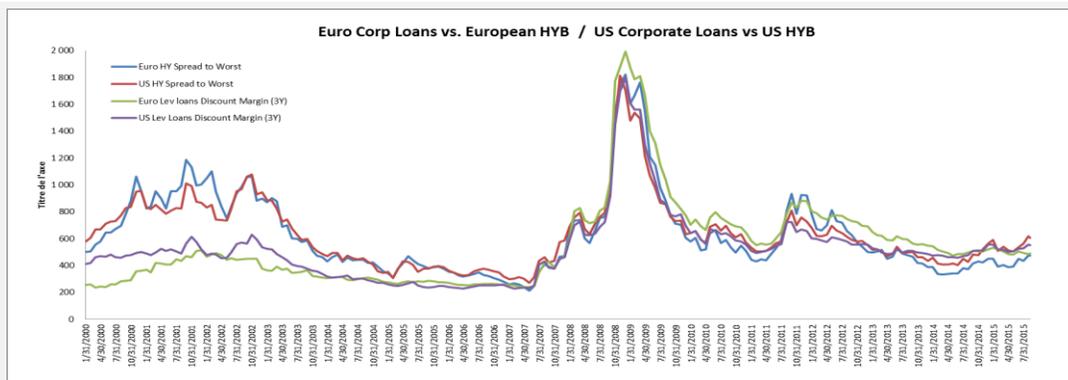


### Positionnement au sein du bilan des entreprises



# Comparaison avec les obligations à haut rendement

## Les prêts aux entreprises suivent la même tendance que les obligations à haut rendement (HYB)



## Principales différences structurelles Prêts / Obligations

	Prêts bancaires de premier rang (Senior Secured Loans)	Obligations à haut rendement (High Yield Bonds HYB)
<b>Paiement</b>	Flottant	Fixe
<b>Séniorité</b>	Plus élevée	Plus basse
<b>Nantissement</b>	Oui	Non
<b>Prépaiement</b>	Oui	Non
<b>Liquidité (US)</b>	Elevée	Elevée
<b>Liquidité (Euro)</b>	Modérée	Modérée
<b>Volatilité</b>	Modérée	Elevée
<b>Documentation</b>	Favorise le prêteur	Standard
<b>Taux de recouvrement</b>	Plus élevé	Plus bas
<b>Temps de règlement</b>	Semaines	Jours

- ▶ **Le rendement** des prêts aux entreprises est comparable à celui des obligations à haut rendement (HYB) - au 30 avril 2016 : Le spread to worst des HYB Européens se situe à **567bps** (indice CS Euro HYB Index) vs. **Euribor + 567bps** pour la Marge Actuarielle à 3 ans du CS Euro Loan index
- ▶ Nous estimons que l'Europe offre des niveaux de rendement élevés avec une volatilité historique moindre que le marché US car il n'y pas de fonds retail investissant sur les prêts en Europe
- ▶ Volatilité à fin mars 2016 (écart-type annualisé) :



### Volatilité mensuelle (annualisée)

#### Prêts

#### Obligations à haut rendement (HYB)

### Marché Européen

6,78% depuis 1998

11,40% depuis 1998

Source Credit Suisse à avril 2016 (the Credit Suisse European and US Index).

Les performances passées ne sont pas nécessairement représentatives des résultats futurs. La performance historique du marché n'est pas un indicateur fiable du comportement futur du marché.

# Focus sur le marché européen

## Le marché des prêts aux entreprises : un marché profond et diversifiant

### Une taille de marché résiliente d'environ 169 milliard d'euros en Europe

- ▶ Les prêts sont un outil de financement standard utilisés par la plupart des entreprises pour financer leurs projets
- ▶ En Europe, le marché des prêts a été dominé historiquement par les banques
- ▶ Les banques sont encore en phase de désendettement de leur bilan

30 avril 2016 - Credit Suisse Indices (WELLI + LLI)	 PRETS EURO
Taille approximative du marché des prêts institutionnels (valeur faciale)	€169 Milliards
Nombre de prêts	404
Performance 2013	+8.7%
Performance 2014	+2,0%
Performance 2015	+3,1%
Performance 2016	+2,14%
Marge actuarielle à 3 ans	Euribor+567bps
Spread	401bps
Prix de marché moyen	96,36%
Défaut sur les 12 derniers mois (Source : S&P ELLI au 30 avril 2016 - en montant)	1,74%
Emissions primaires 2015	EUR 64 Milliards (40 Milliards institutionnel)
Emissions primaires 2016 YTD	EUR 20,0 Milliards (15,4 Milliards institutionnel)
Emissions primaires covenant lite 2016 YTD	EUR 7,3 Milliards (48 % des prêts institutionnels)
Activité de remboursement de principal des 12 derniers mois	21,09%

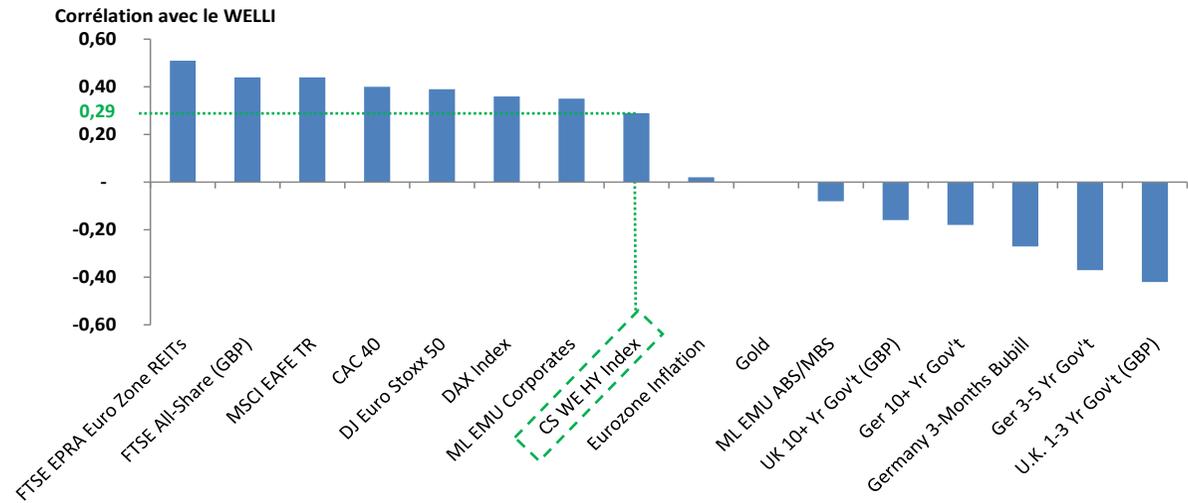
Source : Credit Suisse , en date du 30 avril 2016 ( WELLI couvrant le marché européen)

Les tendances du marché et les performances historiques ne sont pas des indicateurs fiables du comportement futur du marché

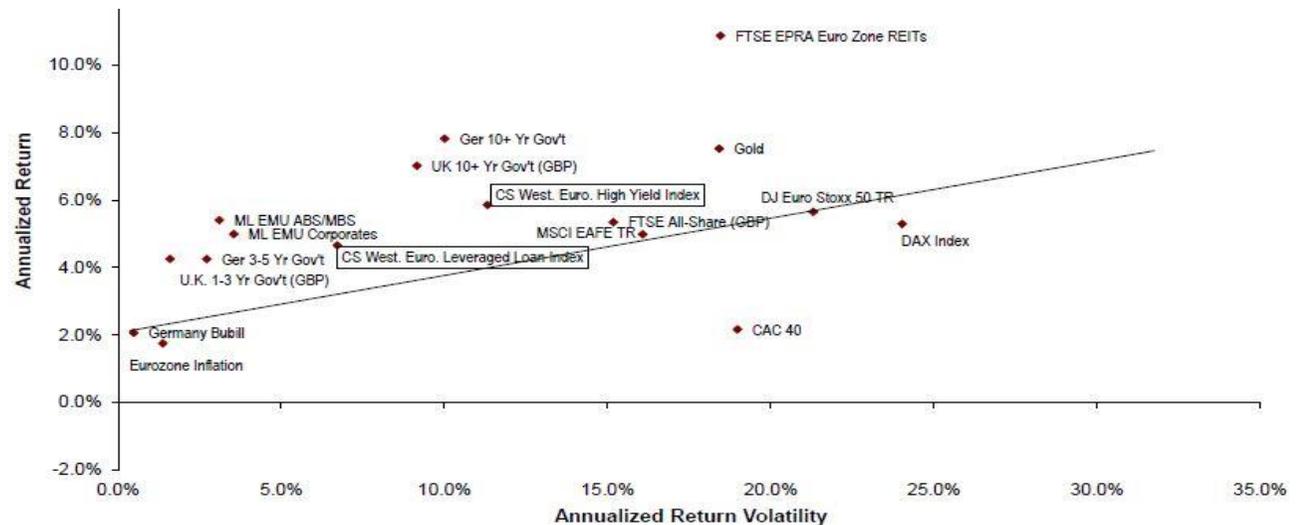
# Comparaison avec les autres classes d'actifs

## Corrélation et Rendement / Risque

- ▶ Corrélation du Western European Leveraged Loan Index (ELLI) avec les autres classes d'actifs de janvier 1998 à février 2016
- ▶ La corrélation reste mesurée entre les prêts aux entreprises et les obligations à haut rendement en Europe.



- ▶ Rendement / Risque du Western European Leveraged Loan Index (ELLI) par rapport aux autres classes d'actifs de janvier 1998 à février 2016.
- ▶ En Europe, les prêts aux entreprises ont une volatilité historique de 5% moindre que les obligations à haut rendement, et ce pour un rendement 1.5% inférieur.



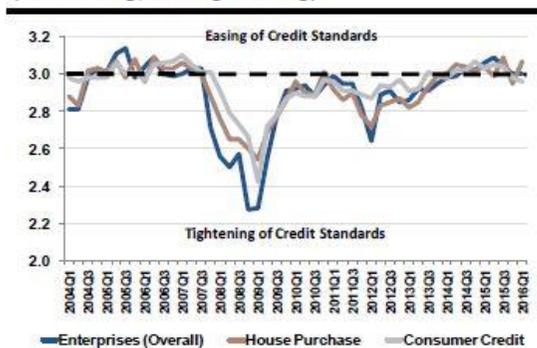
Source : Crédit Suisse Credit Strategy Report, en date du 31 mars 2016

Les tendances du marché et les performances historiques ne sont pas des indicateurs fiables du comportement futur du marché

# Conclusion

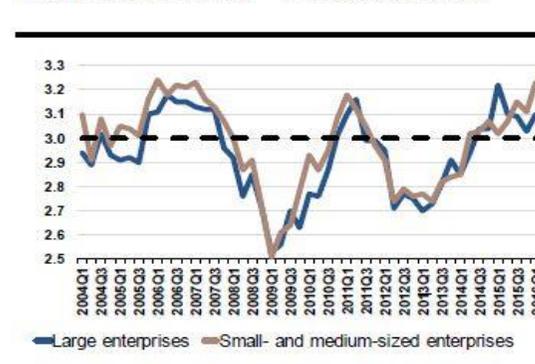
- ▶ Les prêts aux entreprises offrent des rendements attractifs (jusqu'à 6% à mi-mai 2016 – Source S&P ELLI) dans un environnement de défaut contenu (en moyenne à 2% en 2015/2016 – Source S&P ELLI) qui ne devrait pas connaître d'augmentation significative en 2016/2017.
- ▶ En Europe, les prêts aux entreprises ont une volatilité historique de 5% moindre que les obligations à haut rendement, et ce pour un rendement 1.5% inférieur.
- ▶ Certains facteurs de risque peuvent néanmoins affecter la classe d'actifs :
  - **Le vote sur le Brexit qui aura lieu le 23 juin 2016** : cela pourra créer de la volatilité sur le marché des prêts aux entreprises en amont du vote et si l'issue s'avérait favorable à la sortie de la Grande Bretagne, cela affecterait le mark-to-market de la classe d'actif (au même titre d'ailleurs que l'ensemble des classes d'actifs en Europe)
  - **Risque idiosyncratique** : risque sur les emprunteurs des industries pétrolière et minière. Néanmoins le marché européen y est peu exposé.
- ▶ Les prêts aux entreprises sont des vecteurs de financement de l'économie européenne.
  - Ce sont des actifs peu explorés par les investisseurs institutionnels en Europe, mais cette tendance est en train de changer.
  - La demande d'octroi de prêts a augmenté au 1<sup>er</sup> trimestre 2016 alors que les critères d'octroi se sont desserrés<sup>1</sup>.

ECB Lending Survey – credit standard trends (>3: easing, <3: tightening)



Source: SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation, ECB

ECB Lending Survey – demand for loans



Source: SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation, ECB

1. Source : SG Cross Asset Research / Global Asset Allocation, ECB

Les tendances du marché et les performances historiques ne sont pas des indicateurs fiables du comportement futur du marché

## Avertissement important

---

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Il a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications (projections, estimations, anticipations et hypothèses) qui vous sont communiquées dans ce document. En outre, du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et AXA Investment Managers Paris n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement.

Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques, et de marché. La responsabilité d'AXA Investment Managers Paris ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations.

En outre, compte tenu du caractère subjectif des analyses et jugements précités, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement utilisées ou suivies par les équipes de gestion d'AXA IM Paris ou de ses affiliés qui agissent en fonction de leurs propres convictions et dans le respect de l'indépendance des fonctions au sein d'AXA Investment Managers Paris.

Les destinataires de ce document s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt propre en considération des stratégies visées. Toute reproduction partielle ou totale des informations ou du document est soumise à une autorisation préalable expresse de la Société.

L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, ont été établis à la date de publication de ce document.

Rédacteur : AXA Investment Managers Paris – « Cœur Défense » Tour B – La Défense 4 – 100, Esplanade du Général De Gaulle – 92400 Courbevoie. Société de gestion de portefeuille titulaire de l'agrément AMF N° GP 92-08 en date du 7 avril 1992 S.A au capital de 1 384 380 euros immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 353 534 506.