

INSIGHT

DOCUMENT RÉSERVÉ EXCLUSIVEMENT AUX CLIENTS PROFESSIONNELS AU SENS DE LA DIRECTIVE MIF

Dette privée aéronautique : accéder à un marché à la croissance solide

AVRIL 2019



POINTS CLÉS

LE MARCHÉ EN 2018

- Une croissance de 6,5% du trafic aérien en 2018, portée par une économie mondiale robuste et une baisse des tarifs
- La zone Asie-Pacifique, principal moteur de la croissance du trafic international de passagers
- Des liquidités toujours abondantes, tant sur le marché des actions que sur le marché de la dette, pour faciliter les financements d'avions

PERSPECTIVES 2019

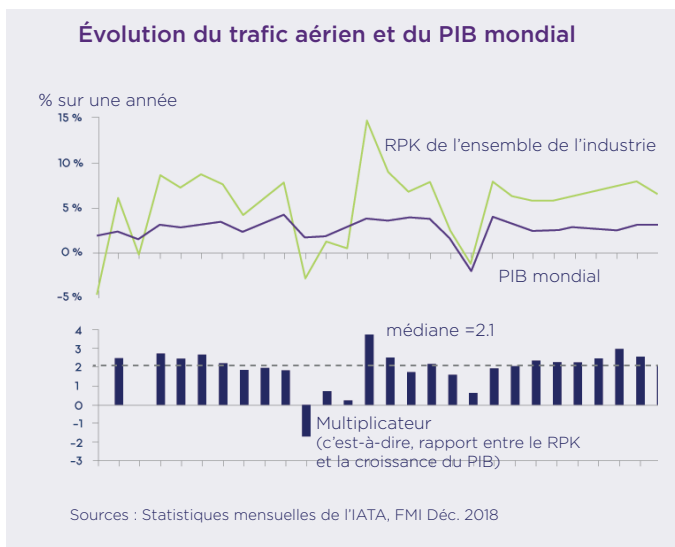
- Une croissance attendue du trafic aérien de 4,5% par an au cours des 20 prochaines années
- Des incertitudes liées aux tensions géopolitiques, comme la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine ou l'issue du Brexit
- De la nécessité d'avoir une approche disciplinée en matière de gestion de coûts pour faire face à une hausse des prix du pétrole ou à un renforcement du dollar

ZOOM SUR NOTRE GESTION DE DETTE PRIVÉE AÉRONAUTIQUE

- Une réponse aux besoins de diversification des investisseurs institutionnels
- Une classe d'actifs décorrélée des actifs traditionnels qui offre des flux de trésorerie stables et de long terme
- Un taux de recouvrement historiquement élevé sur la dette aéronautique
- Un objectif de 6 milliards d'euros d'encours de gestion à horizon 2020 en dettes privées actifs réels

LE MARCHÉ EN 2018

2018 a encore été une année faste pour le secteur aérien. Selon les données de l'Association internationale du transport aérien (IATA), le trafic de passagers à l'échelle mondiale - exprimé en kilomètres-passagers payants (RPK¹) - a en effet progressé de 6,5% en 2018. Une croissance toutefois en léger repli par rapport à 2017. Cette progression de l'activité s'explique par une solide croissance économique mondiale (prévue à 3,7%²), la baisse des tarifs (-4%) et l'amélioration de la connectivité (+6,4% en termes de liaisons entre villes).



À l'échelle régionale, l'Asie-Pacifique a été le principal moteur de la croissance du trafic international. L'Inde et la Chine ont enregistré la plus forte croissance du trafic domestique, l'Inde enregistrant même en octobre 2018 son 50^e mois consécutif de croissance à deux chiffres.

”
La dette
privée
aéronautique
répond aux
besoins de
diversification
des
investisseurs
institutionnels.

Dans le même temps, la capacité des compagnies aériennes, mesurée en sièges-kilomètres offerts (ASK), a progressé à un rythme moins soutenu que le trafic, avec une croissance de 6,1% en 2018. Dans ce contexte, le coefficient d'occupation des sièges (PLF pour Passenger Load Factor) a atteint le niveau record de 81,9%.

HAUSSE DE LA RENTABILITÉ DES COMPAGNIES

La croissance continue de la demande, combinée à

¹ RPK : Revenue Passenger Kilometers ou Kilomètres-passagers payants en français. Il s'agit d'une mesure du trafic aérien (Source : IATA-Décembre 2018).

² Source : Rapport « World Economic Outlook » d'octobre 2018 du Fonds Monétaire International (FMI).

l'amélioration de la gestion des capacités par les compagnies aériennes (comme en témoigne le taux de remplissage des avions), a conduit à une augmentation de la rentabilité de l'ensemble de l'industrie. Pour autant, ces améliorations masquent de fortes disparités entre d'un côté les grandes compagnies aériennes, qui génèrent la majeure partie des bénéfices opérationnels du secteur, et, de l'autre, les petites et moyennes compagnies, qui accusent des pertes ou sont à peine rentables.

Cette disparité peut s'expliquer par l'augmentation inattendue des coûts du carburant en 2018. Cette hausse des coûts résulte de positions spéculatives à long terme sur la chute des productions de pétrole en Iran et au Venezuela. Les signes de contraction de l'offre (à travers les coupes de l'OPEP et la baisse de l'activité des producteurs de gaz de schiste aux États-Unis) seront cependant suffisants pour maintenir le prix du Brent au-dessus de 70 dollars par baril au second semestre 2019. Ces facteurs seront soutenus par la baisse des exportations iraniennes et la baisse de la production au Venezuela.

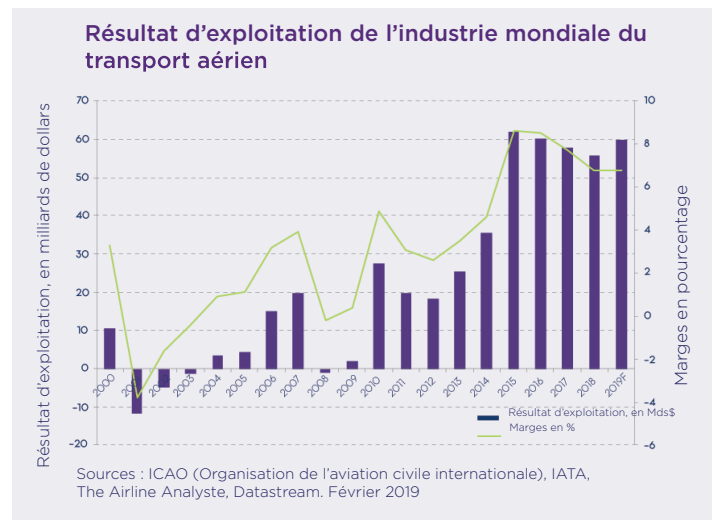
**Plus de
40 000
avions**

**à livrer et financer sur
les 20 prochaines années**

Source : Boeing Commercial Market
Outlook 2018

UNE ABONDANCE DE LIQUIDITÉS

Du côté du financement, 2018 a également été une bonne année pour les opérateurs, les liquidités étant toujours fortement disponibles, tant au niveau du capital que de la dette. Le secteur bénéficie également de l'arrivée de nombreux nouveaux acteurs sur le marché du leasing, avec quelques 100 nouveaux entrants au cours des dix dernières années.



Par ailleurs, les banques sont toujours disposées à accorder des prêts, malgré les contraintes réglementaires futures et les marchés de capitaux ont été extrêmement actifs en 2018 sur les obligations sécurisées et non-sécurisées, sur les ABS et sur les EETC³. Le financement de l'aéronautique est clairement en train de se banaliser.

UN PAYSAGE COMPÉTITIF

Des liquidités importantes ont aussi inondé le marché du capital ces dernières années, en particulier en Chine. Cette situation permet d'avoir un paysage de la location d'avions très compétitif, contraignant les nouveaux entrants à proposer des taux de location plus faibles⁴ (niveaux de 0,5%) pour remporter des offres sur des transactions de cession-bail (« sale-leaseback »). Les compagnies aériennes, en position de force dans les négociations, sont alors en mesure d'obtenir non seulement des valeurs élevées pour les avions dans les transactions de cession-bail, mais également des loyers plus faibles, ainsi que des « covenants » réduits (absence de provisions pour maintenance, conditions de retour moins restrictives). Dans ce contexte, il est très difficile pour

”
La dette
privée
aéronautique
offre des flux
de trésorerie
stables et
de long terme.

ces bailleurs d'obtenir un TRI acceptable. Ils misent alors sur des valeurs résiduelles optimistes des avions pour améliorer leurs perspectives de rendement. Ces TRI ne sont que légèrement supérieurs au rendement de la dette.

³ EETC signifie Enhanced Equipment Trust Certificates et est un instrument de dette pour le financement d'avions.

⁴ Le taux de location (ou Lease Rate Factor en anglais) est le loyer mensuel de location divisé par la valeur de l'avion.

Évolution du prix du pétrole et des taux d'intérêts

	Juin-19	Sept-19	Déc-19	Mar-20	Juin-20	Sep-20
Brent spot	69	77	74	72	79	74
WTI spot*	59	67	66	65	73	68
EUR/USD	1.15	1.17	1.2	1.22	1.23	1.24
Swap taux \$						
5 ans	2.83	2.88	2.80	2.78	2.69	2.61
10 ans	3.03	3.10	3.07	2.99	2.92	2.85
3M Libor \$	2.72	2.70	2.75	2.70	2.65	2.62
Swap taux €						
5 ans	0.38	0.46	0.57	0.76	0.79	0.87
10 ans	0.94	1.02	1.12	1.27	1.31	1.38
3M Euribor	-0.31	-0.28	-0.11	0.16	0.34	0.40

Sources : prévisions de Natixis en date du 28 février 2019

GDP	Juin-19	Sept-19	Déc-19
Monde (PPA)	3.7	3.4	3.3
Économies développées	2.3	1.8	1.5
Économies émergentes	4.9	4.8	4.9

* West Texas Intermediate

Sources : prévisions de Natixis en date du 28 février 2019



FAILLITES EN 2018 : UN COUP DUR POUR LE TRAITÉ DE CAPE TOWN

Sur le front des faillites, les années se suivent et ne se ressemblent pas. À cet égard, l'année 2018 aura été bien plus sévère que 2017. L'année 2017 avait en effet été marquée par les faillites d'un petit nombre de compagnies aériennes, à l'image d'AirBerlin ou Monarch, impliquant un total de 160 avions. 2017 avait malgré tout démontré la résilience du secteur aérien. À l'inverse, 2018 a été une année beaucoup plus difficile pour les petites ou nouvelles compagnies aériennes, fragilisées par la hausse des coûts du carburant et l'évolution des taux de change. Toutefois, les faillites enregistrées en 2018 n'ont finalement concerné qu'un peu moins de 100 avions.

Avianca Brasil, une société brésilienne affiliée au groupe colombien Avianca, a été le plus grand transporteur aérien à avoir déposé le bilan en décembre 2018. Certes,

la compagnie continue d'exploiter ses avions, mais certains loueurs ont rapidement demandé que les appareils leurs soient restitués. Ces bailleurs ont toutefois fait face à des décisions de justice inattendues, malgré la ratification par le Brésil du traité de Cape Town (Afrique du Sud). Après son dépôt de bilan le 11 décembre 2018, la justice a en effet décidé d'une suspension de la procédure pendant 30 jours – délai initialement prévu dans le traité de Cape Town – avant de rallonger ce délai de 15 jours, dans un premier temps, puis d'un mois et demi.

Après l'exemple indien de 2012 et la faillite de la compagnie aérienne Kingfisher, au cours de laquelle les créanciers ont rencontré des difficultés pour reposséder leurs appareils en raison de jugements défavorables, le cas brésilien pourrait être une nouvelle source de confusion quant à l'efficacité réelle du traité de Cape Town et, ainsi, engendrer plus de coûts et moins de financement pour les pays concernés.

PERSPECTIVES 2019

Le ralentissement de la croissance du PIB mondial constitue le principal défi pour le secteur aérien.

Récemment, le Fonds monétaire international (FMI) a de nouveau révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour l'année 2019. La croissance de l'économie mondiale en 2019 reste encore incertaine, mais les prévisions de l'IATA tablent malgré tout sur une augmentation de 6% de la demande des passagers, signant ainsi une dixième année consécutive de croissance supérieure à la tendance en termes



Notre objectif est d'atteindre les 6 milliards d'euros d'encours d'ici 2020 en dette privée sur actifs réels.

de kilomètres-passagers payants (4,5% de croissance par an au cours des 20 prochaines années).

DES RISQUES GÉOPOLITIQUES

Toutefois, plusieurs facteurs exogènes pourraient affecter l'industrie dans les mois ou les années à venir. Ainsi, à titre d'exemple, l'IATA a produit un scénario tablant sur une croissance de 4% seulement du trafic aérien en 2019 en cas de mesures protectionnistes sévères résultant de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. De même, en cas de « Brexit » sans

126 Mds\$

**Montant des livraisons
d'avions neufs en 2018**

Source : Boeing Current Market Outlook
2017-2036



FOCUS

QUELS SONT LES ATOUTS DE LA DETTE PRIVÉE AÉRONAUTIQUE ?

Cette classe d'actifs offre trois atouts majeurs à nos clients. Tout d'abord, elle donne accès au marché du transport aérien, un secteur dynamique et robuste. La croissance est attendue à plus de 4,5% par an sur les 20 prochaines années¹ et plus de 40 000 avions seront livrés sur cette période². En 2018, les besoins de financements pour les livraisons d'avions neufs ont atteint 126 milliards de dollars³. Elle répond également aux besoins de diversification des investisseurs institutionnels, car elle est faiblement corrélée aux actifs traditionnels. Enfin, la dette aéronautique offre des flux de trésorerie stables et de long terme, puisque les prêts s'amortissent entre 7 et 12 ans.

COMMENT EXPLIQUE-T-ON UN TAUX DE RECOUVREMENT AUSSI ÉLEVÉ ?

Elle offre, en effet, un taux de recouvrement historique de plus de 98%⁴. Deux raisons expliquent cela. D'abord, l'avion est un actif mobile et fongible. Il est donc possible de le reposséder, de le relouer ou le revendre à un autre opérateur rapidement en cas de besoin, grâce à un marché secondaire dynamique. Ensuite, cette classe d'actifs bénéficie de la faible volatilité des valeurs d'avions dans le temps. Enfin, la dépréciation de la valeur d'un avion est habituellement

moins rapide que l'amortissement du prêt qui le finance. Pour autant, il est nécessaire d'avoir une analyse approfondie de la transaction avant investissement afin d'atteindre ces niveaux de recouvrement, d'autant plus que nous sommes sur un marché illiquide. Après investissement, il faut aussi assurer un suivi permanent du risque de crédit et de l'avion financé.

COMMENT EST ORGANISÉE VOTRE ÉQUIPE DE GESTION ?

Notre équipe dédiée aux dettes privées sur actifs réels est composée de 13 professionnels, spécialisés par secteur : dette infrastructure, dette immobilière et dette aéronautique. Nous sommes présents sur les trois principaux continents, à savoir l'Europe, l'Amérique du Nord et l'Asie. Au total, l'équipe gère plus de 1,2 milliard d'euros en dettes privées actifs réels. Notre objectif est d'atteindre 6 milliards d'euros d'encours d'ici à 2020. Pour ma part, je suis un expert de la dette aéronautique. J'ai plus de 17 ans d'expérience acquise à la fois auprès des constructeurs aéronautiques et des opérateurs. J'ai ainsi participé au financement de plus de 70 avions pour plus de 2 milliards de dollars avec un taux de recouvrement de 100%.

Source Ostrum AM, 31/12/2018.

¹ Source : Airbus Global Market Forecast 2017

² Source : Boeing Commercial Market Outlook 2018

³ Source : Boeing Current Market Outlook 2017-2036

⁴ Cette garantie ne bénéficie qu'au prêt.

accord entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, le secteur européen de l'aviation pourrait alors connaître de sérieuses turbulences. Un renforcement du dollar américain constitue également un sujet de préoccupation pour des compagnies aériennes qui paient leurs coûts en dollars (carburant, loyers...), mais qui comptabilisent leurs chiffres d'affaires dans une autre devise. De même, l'évolution des taux d'intérêt pourrait avoir des impacts négatifs sur l'industrie. Toutefois, la Réserve fédérale américaine (Fed) a décidé de mettre fin au cycle actuel de hausse des taux d'intérêt en dévoilant, courant mars 2019, son intention de ne pas procéder à de nouvelles hausses de taux en 2019.

PAS DE RETOURNEMENT BRUTAL DE L'ACTIVITÉ

Dans un tel contexte, les compagnies aériennes les plus expérimentées, à savoir celles qui ont une forte discipline en matière de gestion des coûts, seront en mesure de faire face à cette hausse éventuelle des charges. À l'inverse, les compagnies aériennes les plus faibles pourraient connaître de sérieuses difficultés, en particulier pendant la période de ralentissement saisonnier de l'activité (l'hiver).

Après des années d'inquiétudes au sujet d'un retournement brutal de l'activité, le secteur aérien estime désormais que le retournement du cycle devrait finalement être relativement modéré.

Rédigé en avril 2019



Aymeric Angotti
Responsable dette
privée aéronautique

Spécialiste de la dette privée aéronautique, Aymeric compte 17 ans d'expérience dans le secteur bancaire, dont 9 ans en financements structurés aéronautiques. Il a rejoint Ostrum Asset Management en 2016.

Principaux risques de la stratégie Aéronautique

Perte en capital, risques de performance incluant risque de contrepartie, qualité de crédit de la compagnie aérienne, risques juridiques et de repossession, valeur de l'avion, risques opérationnels. La conjoncture générale et les conditions du marché (incluant le cours du pétrole), les modifications du cadre légal et réglementaire, les risques associés au déploiement de la stratégie.

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 – Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753 – Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris - www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'Ostrum Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis, et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part d'Ostrum Asset Management. Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et, conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous-munitions.

Suivez-nous sur :



www.ostrum.com

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays. Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie. Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.