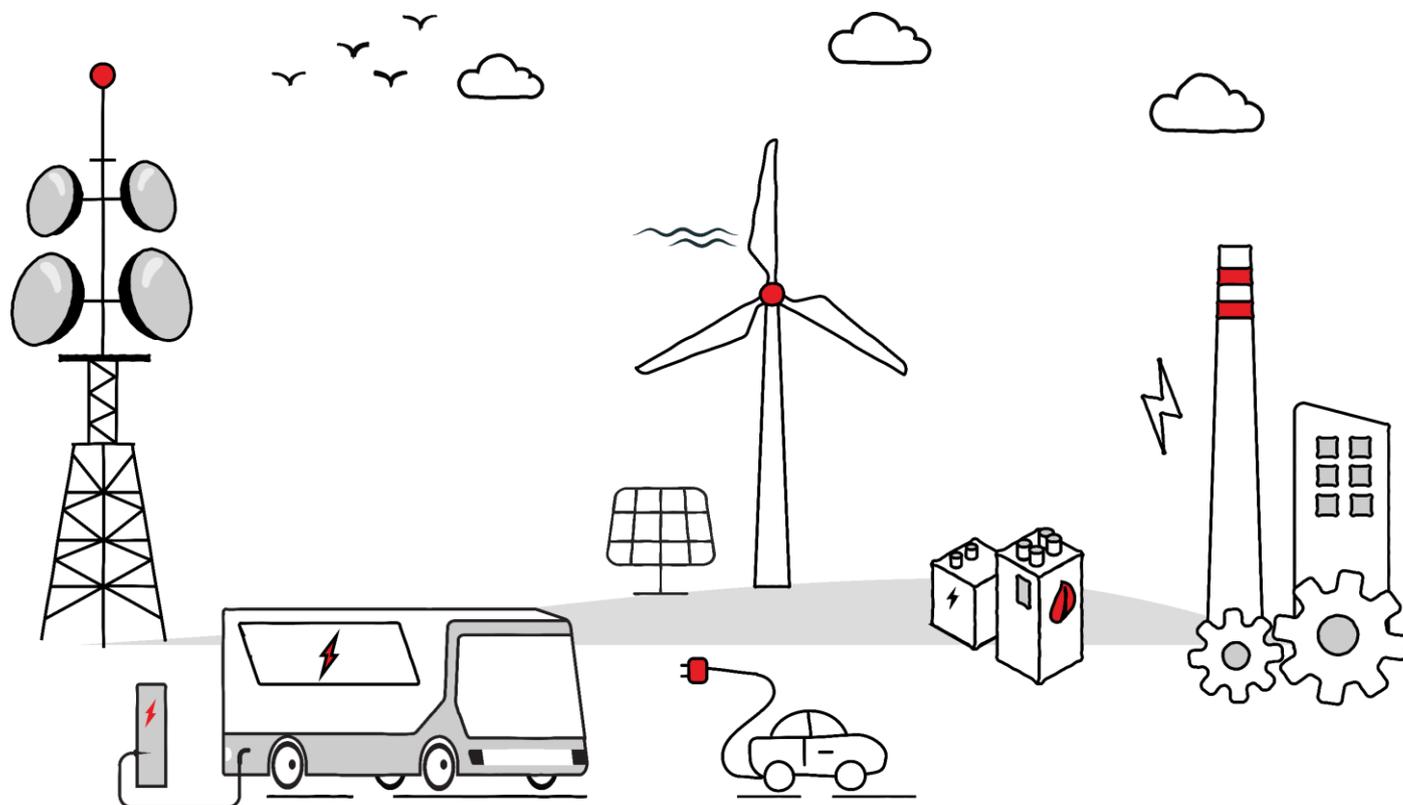


Perspectives pour l'infrastructure

Leçons tirées pour 2023

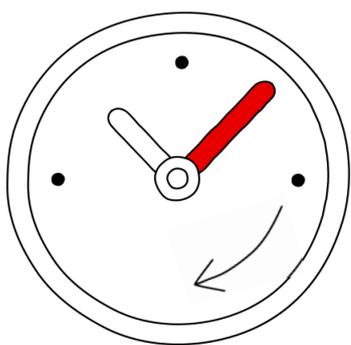


Poser les jalons pour l'année 2023 (et les suivantes)

Créer de la valeur dans une période incertaine

Le secteur de l'infrastructure résiste malgré la tourmente boursière de 2022. Les tendances de fond, comme la numérisation et la décarbonation, continueront d'alimenter le besoin en investissements. Toutefois, la conjoncture macroéconomique s'est fortement dégradée. Les investisseurs ne peuvent plus compter sur les taux du crédit pour stimuler le rendement des placements. À l'avenir, ils devront faire preuve de plus de réflexion et de rigueur dans le choix de leurs investissements et leurs stratégies de gestion d'actifs pour dégager des résultats positifs.

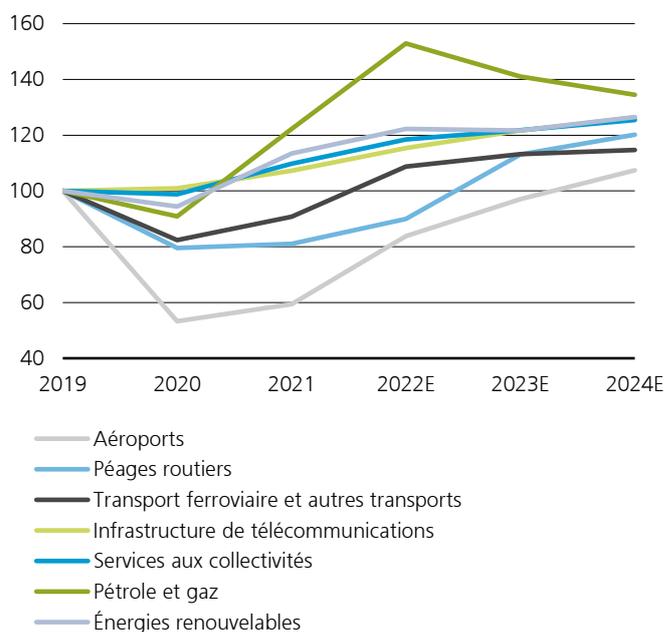
Il est temps pour les investisseurs de faire leurs preuves



L'année 2022 a pour le moins été riche en événements pour les investisseurs, puisque l'inflation élevée, la hausse des taux d'intérêt, les tensions géopolitiques, les incertitudes politiques et les catastrophes climatiques ont fait oublier la pandémie.

Les actifs liés à l'infrastructure se sont relativement bien comportés en 2022. D'après les prévisions des analystes, les perspectives de revenus restent généralement bonnes pour les titres d'infrastructures cotés, les secteurs auparavant sous-performants comme les péages routiers et les aéroports enregistrant enfin une forte reprise (voir figure 1).

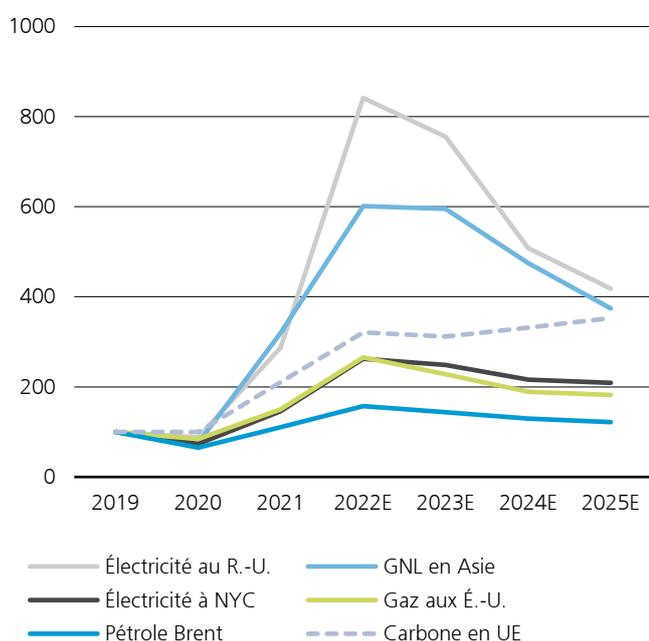
Figure 1: Revenus des titres d'infrastructures cotés par secteur (indexés sur 2019, en %)



Source: Bloomberg, novembre 2022

L'infrastructure pétrolière et gazière constituait jusqu'à présent un cas particulier, affichant une solide performance en raison de la crise énergétique mondiale. Mais sa pérennité interroge, étant donné que le prix du brut accuse déjà une baisse de 30% par rapport à son pic de mars dernier. Les marchés à terme tendent également à indiquer un tassement des prix des matières premières en 2023 et en 2024 (voir figure 2), avec une amplification de la croissance des approvisionnements et l'effondrement de la demande.

Figure 2: Marchés à terme des matières premières, prix indexé (indexés sur 2019)

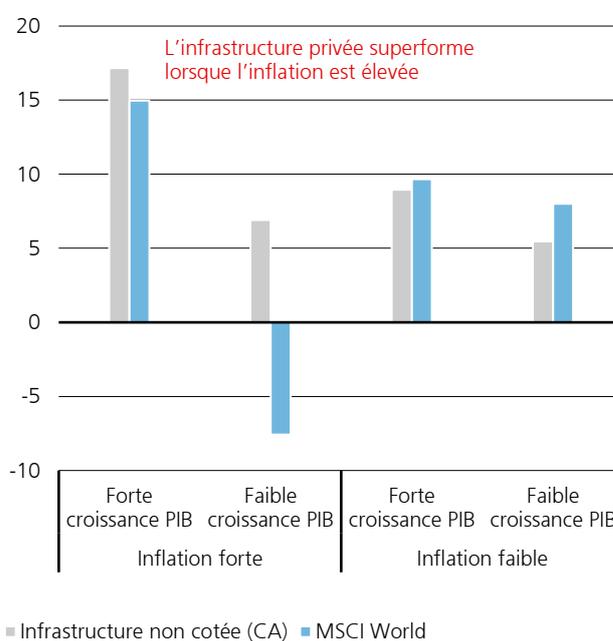


Source: Bloomberg, novembre 2022

L'inflation a braqué les projecteurs sur l'infrastructure privée, une classe d'actifs réputée résistante dans les contextes inflationnistes grâce à son fort pouvoir de fixation des prix et à sa capacité à répercuter la hausse des coûts sur les clients. Sa nature défensive la rend également plus attrayante que d'autres classes d'actifs en période d'incertitude, en particulier lorsque les investisseurs cherchent des valeurs refuges.

C'est ce que confirment les données de performance de 2005 à 2021, période durant laquelle l'infrastructure privée a surclassé les marchés publics lorsque l'inflation était supérieure à la moyenne (voir figure 3). Cette surperformance était encore plus manifeste quand l'inflation élevée se combinait à une faible croissance du PIB. Cet effet sera sans doute accentué en 2022, puisque les marchés privés ont surclassé les marchés publics au premier semestre.

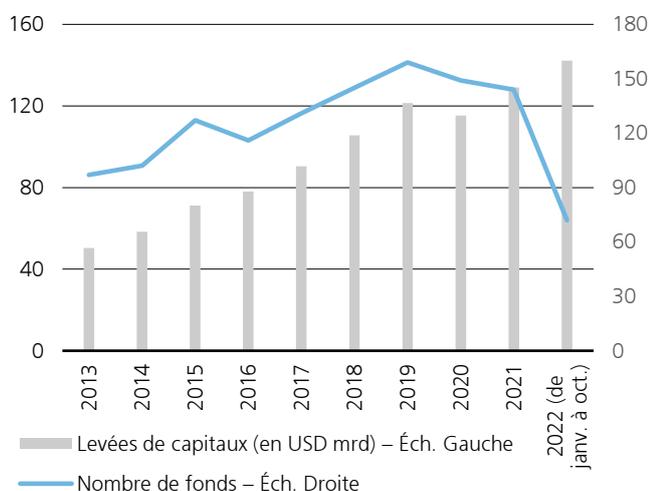
Figure 3: Performance de l'infrastructure privée dans divers scénarios de PIB/IPC de 2005 à 2021 (%)



Sources: Cambridge Associates; Bloomberg; MSCI; OCDE, avril 2022
Remarques: Données basées sur les données trimestrielles en glissement annuel; infrastructure non cotée d'après les données de Cambridge Associates; données relatives au PIB et à l'IPC basées sur les pays de l'OCDE; le seuil pour un PIB et un IPC élevés ou faibles est d'env. 2% (d'après les données trimestrielles médianes de la période observée). La performance passée ne saurait garantir la performance future.

Sur le plan des levées de fonds, le capital mobilisé pour l'infrastructure a déjà atteint un record en septembre 2022 malgré la baisse du nombre de fonds, ce qui indique une concentration élevée dans des méga-fonds (voir figure 4). Selon Preqin, les liquidités dans le secteur de l'infrastructure se situent aujourd'hui à un niveau record de 330 milliards d'USD.

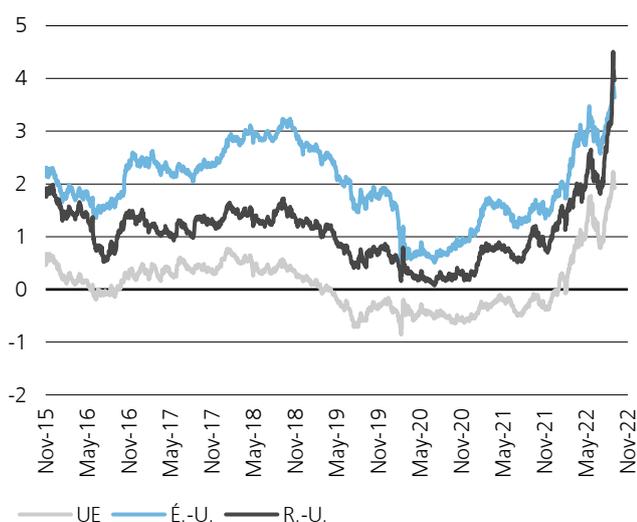
Figure 4: Tendence en matière de levées de fonds dans l'infrastructure (en milliards d'USD)



Source: Prequin, octobre 2022

Les pressions inflationnistes ont poussé les banques centrales du monde entier à resserrer résolument leur politique monétaire. Le rendement des obligations d'État à 10 ans a gagné 200 à 300 points de base (pb) entre janvier et novembre 2022 (voir figure 5). L'effet de levier étant généralement assez important dans les placements liés à l'infrastructure, de nombreuses questions se posent aujourd'hui sur les potentielles conséquences pour cette classe d'actifs.

Figure 5: Rendement des obligations d'État à 10 ans (rendement des obligations d'État à 10 ans, en %)



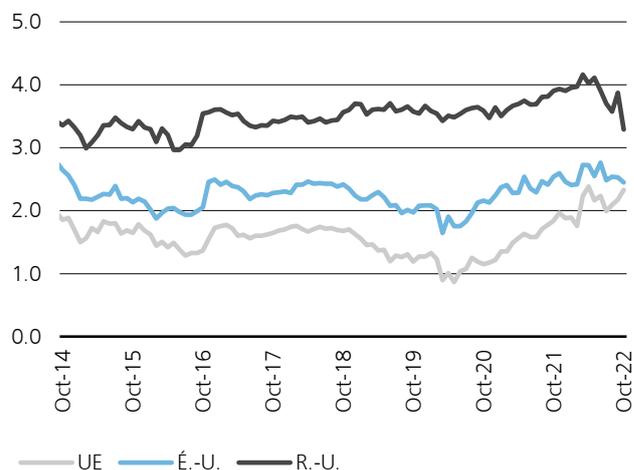
Source: Bloomberg, novembre 2022

¹ Anticipations d'inflation implicite dérivées des taux swap des titres indexés sur l'inflation du monde entier

Enfin, les investisseurs dans l'infrastructure n'ont pas relevé leurs taux de rendement minimaux (*hurdle rates*) malgré la hausse des coûts de financement. La valeur des opérations reste stable, en dépit de la mauvaise performance des marchés publics. Les indices de référence de l'infrastructure privée, comme le MSCI et le Burgiss, demeurent positifs au premier semestre 2022, et aucune dépréciation généralisée n'a été signalée.

C'est un sujet discutable, que nous développerons plus en détail ultérieurement. L'une des raisons avancées pour expliquer la résilience de l'infrastructure est que les anticipations d'inflation à long terme sont relativement stables depuis 2019 sur les principaux marchés¹ (voir figure 6).

Figure 6: Point mort d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source: Thomson Reuters, octobre 2022

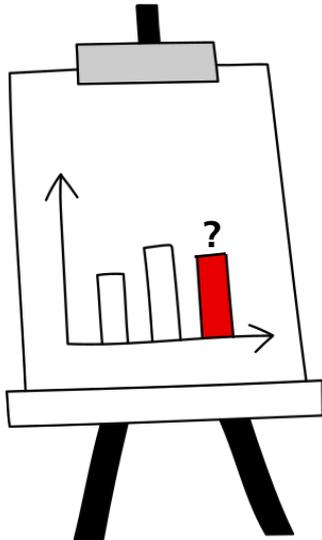
Pour certains investisseurs, compte tenu de l'horizon de placement long de ces actifs, il n'est pas réaliste de modifier le taux de rendement minimal attendu en fonction des variations des taux d'intérêt et de l'inflation à court terme, d'autant que la valeur des opérations liées à l'infrastructure fluctue peu d'un mois sur l'autre.

En effet, elle est soutenue par 330 milliards d'USD de liquidités, qui maintiennent les taux de rendement minimaux à des niveaux bas. La concurrence fait à elle seule progresser la valeur, car le marché de l'infrastructure privée reste très actif.

Dans les pages qui suivent, nous avons synthétisé les sept leçons principales tirées pour l'année 2023 (et potentiellement les suivantes).

Nous indiquons les facteurs que les investisseurs dans l'infrastructure devraient, selon nous, surveiller, comment ils peuvent prospérer dans le contexte actuel et de quelle manière ils peuvent se démarquer de la concurrence. À la fin de ce rapport, nous avons ajouté un résumé des tendances les plus récentes sur les marchés de l'infrastructure.

Première leçon: Se préparer à des levées de fonds difficiles



La résilience de l'infrastructure privée lors des cycles précédents (y compris durant le choc économique causé par la COVID-19) a renforcé son statut de classe d'actifs refuge. La bonne performance enregistrée en 2022 a encore souligné sa résilience en période d'inflation élevée. Les levées de fonds dans l'infrastructure ont atteint un volume record en 2022.

L'année 2023 pourrait être plus compliquée à cet égard. Les flux de fonds dans l'infrastructure pourraient ne pas être aussi importants que prévu, et la valeur des opérations pourrait demeurer stable compte tenu de la faible variation du taux de rendement minimal ou des bénéfices, mais le coût d'opportunité reste un problème.

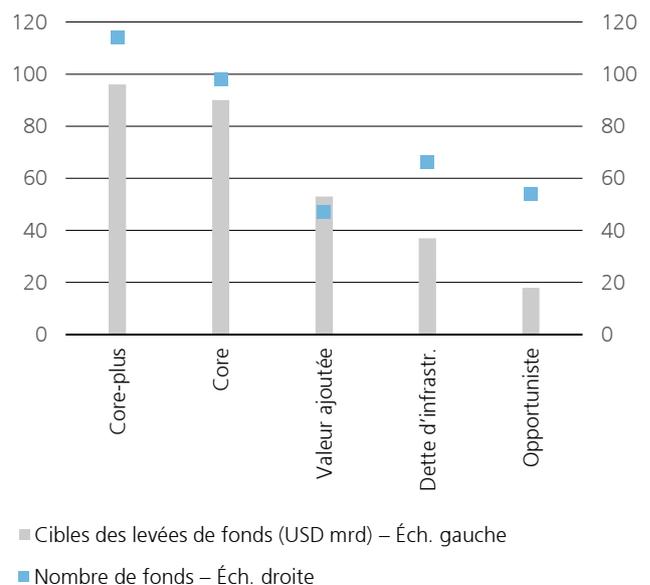
Lorsqu'un investisseur peut acheter un bon du Trésor américain à 10 ans et obtenir un rendement de 4%, une stratégie *super-core* assortie d'une protection limitée contre l'inflation qui génère un rendement net (hypothétique) de 6% semble moins attrayante. Une stratégie plus risquée qui offre un meilleur rendement ou une bonne transmission de l'inflation semble plus intéressante sur le plan du rendement réel.

De plus, la faiblesse des marchés publics pose un nouveau problème: l'allocation des investisseurs institutionnels aux actifs réels est aujourd'hui mathématiquement plus importante, du simple fait de l'effet de dénominateur (c.-à-d. que la part des marchés publics dans les portefeuilles a plus baissé que celle des marchés privés, ce qui augmente l'importance relative de cette dernière – voir figure 8).

Étant donné que les plans d'allocation d'actifs sont généralement préparés en fin d'année, la majeure partie des levées de fonds dans l'infrastructure cette année repose sans doute sur des décisions prises avant la tourmente boursière actuelle. Le risque que les levées de fonds soient plus difficiles que prévu l'année prochaine est donc réel, car les investisseurs approchent déjà de leur allocation cible dans l'infrastructure, voire l'ont dépassée.

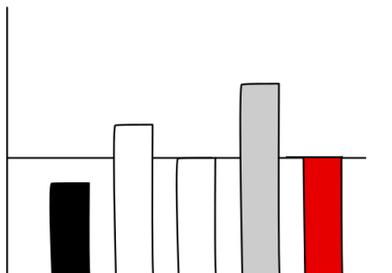
La compression des rendements réels influera aussi démesurément sur l'attrait des stratégies à plus faible risque, à moins qu'elles n'offrent une solide transmission de l'inflation. Selon Preqin, la majeure partie des fonds actuellement investis dans l'infrastructure ciblent des stratégies *core* et *core-plus* (voir figure 7).

Figure 7: Fonds d'infrastructure en activité (par type)



Source: Preqin, octobre 2022

Deuxième leçon: Ne pas surestimer les valorisations



La performance des marchés privés a bien résisté en 2022 comparativement aux marchés publics (voir figure 8). Toutefois, avec des taux d'intérêt plus élevés, les investisseurs ne peuvent plus compter sur les avantages d'un crédit bon marché. Ils pourraient devenir trop confiants, d'autant que les valorisations privées ont tendance à être inférieures à celles des marchés publics.

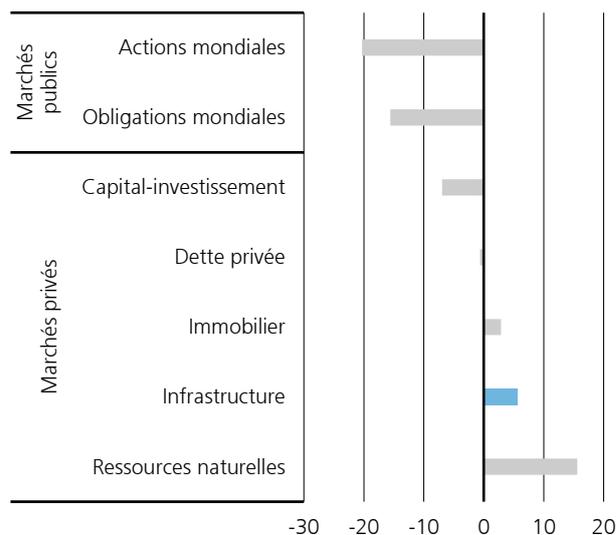
À notre avis, l'écart de performance entre les gagnants et les perdants devrait se creuser. Les actifs liés à l'infrastructure qui génèrent de solides flux de fonds ajustés de l'inflation resteront bien valorisés en flux de trésorerie actualisés, surtout en l'absence de hausse significative du taux de rendement minimal attendu.

Cependant, les investissements qui s'appuient sur un multiple de sortie élevé ou une valeur finale élevée sont plus exposés, en particulier si les multiples de valorisation sont liés à des éléments comparables des marchés publics, qui ont significativement baissé.

Les méga-fonds pourraient également cibler davantage d'opérations de privatisations afin d'exploiter les faibles valorisations du marché public et de déployer rapidement des capitaux après une année de levées de fonds record.

Cela renforcerait encore le lien entre les marchés publics et privés au niveau des valorisations, car ils se disputent la même réserve de capital. La faiblesse des marchés publics accentuerait alors encore la pression baissière sur les valorisations privées.

Figure 8: Performance au premier semestre 2022 par classe d'actifs (en %)



Sources: Burgiss; Bloomberg, octobre 2022

Remarque: Données du marché privé de Burgiss; actions mondiales d'après le MSCI World; obligations mondiales d'après le Bloomberg Global Bonds Index. La performance passée ne saurait garantir la performance future.

Les incertitudes qui pèsent sur le financement pourraient également peser sur les valorisations. En théorie, grâce à son fort pouvoir de fixation des prix, l'infrastructure peut répercuter l'augmentation des coûts de financement. Mais ce processus prend généralement du temps et, à court terme, les actifs pourraient se heurter à un assèchement des liquidités ou à un risque de refinancement. Les plateformes de croissance pourraient en particulier enregistrer une baisse de valorisation si elles ne parviennent pas à afficher la croissance prévue faute de financement de nouveaux projets.

En 2023, les levées de fonds seront décisives pour les valorisations. Si elles déçoivent, comme évoqué à la première leçon, les 330 milliards d'USD de liquidités qui ont soutenu le marché s'épuiseront rapidement. Les valorisations de l'infrastructure vont inévitablement subir des pressions à la baisse. Trop peu d'investisseurs prennent actuellement ce risque en compte.

Troisième leçon: En période d'incertitude, il faut revenir aux fondamentaux

Les fondamentaux de l'infrastructure ont bien résisté en 2022. Mais le diable est dans les détails. Compte tenu des changements des estimations d'EBITDA des sociétés d'infrastructure cotées (voir figure 9), les perspectives de bénéfices commencent à diverger, même si les estimations de résultats globales n'ont pas changé. Nous pensons que l'infrastructure privée affichera la même dispersion de performances.

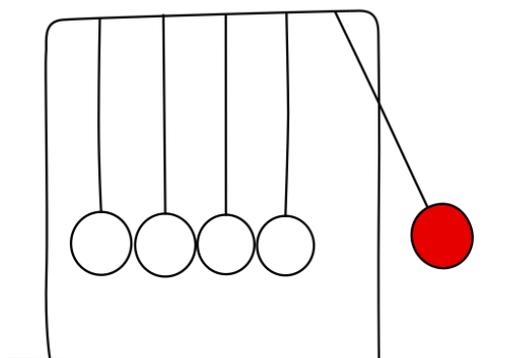
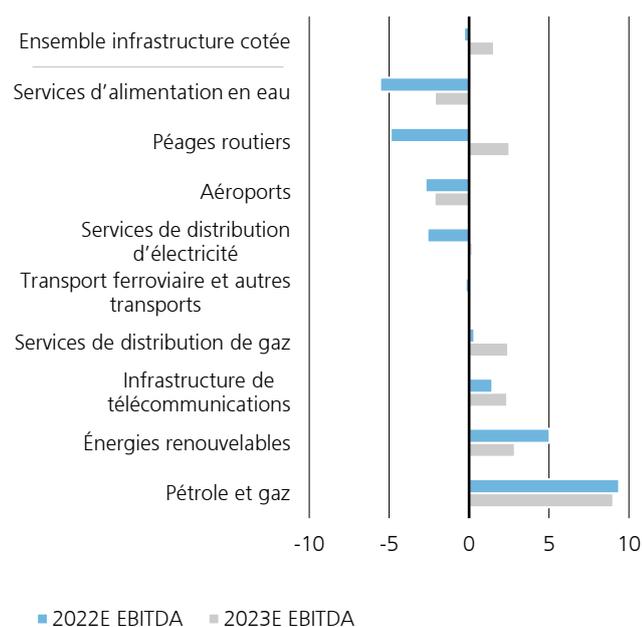


Figure 9: Variation des estimations d'EBITDA de l'infrastructure cotée entre janvier et novembre 2022

(EBITDA, en %)



Source: Bloomberg, novembre 2022

Dans un contexte d'inflation élevée et de perspectives économiques négatives, les investisseurs devront se poser des questions élémentaires sur leurs investissements. L'entreprise dispose-t-elle d'un avantage concurrentiel durable et d'un pouvoir de fixation des prix? Pourra-t-elle répercuter la hausse des coûts sur les clients? Même avec une transmission de l'inflation, à quel moment l'effondrement de la demande commencera-t-il? Quelle est le pire scénario de baisse des bénéfices?

Même si les investisseurs dans l'infrastructure maintiennent leur taux de rendement minimal, ils ne sont pas tirés d'affaire. La consistance de leurs prévisions financières est encore plus essentielle.

Il faut être attentif à toutes les combinaisons (inflation élevée ou basse, forte ou faible croissance du PIB) pour éprouver la résistance d'un investissement. C'est particulièrement vrai pour les actifs liés à l'infrastructure, compte tenu de l'effet de levier généralement utilisé. Même si les fondamentaux sous-jacents sont solides, un cycle baissier pourrait facilement entraîner des difficultés financières si l'effet de levier est excessif et les hypothèses de refinancement trop agressives.

Une récession superficielle mais persistante est également un scénario baissier sous-estimé. Du fait de la longue durée de vie des investissements dans l'infrastructure, la faiblesse des bénéfices pendant une ou deux années a généralement peu d'incidence sur les valorisations (sauf difficultés financières), nous l'avons vu lors de la crise de la COVID-19. Toutefois, une récession superficielle durable pourrait contraindre les investisseurs à comptabiliser des dépréciations plus conséquentes, car une dégradation des perspectives de flux de trésorerie sur une période prolongée pèse lourdement sur les valorisations.

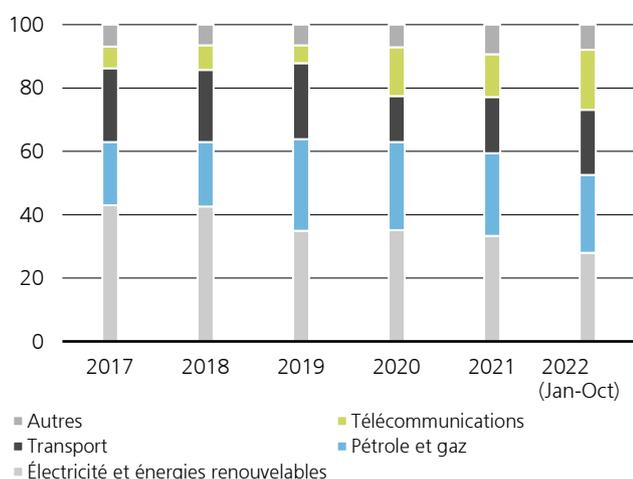
Quatrième leçon: Équilibrer les risques et les rendements de la nouvelle définition de l'infrastructure



Traditionnellement, l'investissement dans l'infrastructure portait sur des actifs durables fournissant des services essentiels et caractérisés par une durée de vie longue, une situation de monopole ou d'oligopole, des marges élevées et des flux de fonds convenus.

Cette définition a changé depuis quelques années. À titre d'exemple, il y a cinq ans, les actifs des télécommunications (tels que les centres de données, les antennes-relais de télécommunications, les réseaux de fibre) étaient marginaux dans ce que l'on considérait comme des actifs d'infrastructure. En 2022, ils ont représenté près de 20% du volume des opérations liées à l'infrastructure à travers le monde (voir figure 10).

Figure 10: Volume mondial des opérations liées à l'infrastructure (transactions conclues dans l'infrastructure, en %)



Source: Inframation, octobre 2022

Cette évolution est principalement organique. Avec la croissance de la consommation de données, le caractère essentiel de ces actifs s'est affirmé. Les tendances de fond incitent les investisseurs à assouplir leur définition traditionnelle de l'infrastructure (p. ex. moins de flux de fonds à court terme en contrepartie d'une croissance plus élevée), car ces investissements cochent encore la plupart des autres cases (p. ex. marges élevées, services essentiels, situation d'oligopole).

De la même manière, avec l'expansion des énergies renouvelables, les actifs plus exposés aux prix au détail ou les opérations sur plateformes affichant un flux de fonds à court terme restreint se sont généralisés, car le secteur dans son ensemble présente beaucoup moins de risques qu'il y a dix ans.

Cependant, certains fonds d'infrastructure ciblent aussi des investissements peu capitalistiques ou qui génèrent des marges plus faibles. Ils peuvent malgré tout être intéressants, car ils sont souvent exposés à des secteurs attrayants, comme les télécommunications ou les énergies renouvelables. Ils sont néanmoins incontestablement également plus risqués. Les prestataires de services à faible marge sont généralement plus sensibles aux ralentissements économiques, car la demande y est plus discrétionnaire.

Les entreprises de croissance à long terme présentent également des risques de valorisation plus importants. Le concept de valeur temporelle de l'argent montre que l'argent se déprécie avec le temps. Une période de fragilité économique prolongée accentuerait la pression sur les valorisations des entreprises qui génèrent peu de flux de fonds et dépendent trop d'une croissance à long terme. La dégradation des titres technologiques sur les marchés publics en est un signe avant-coureur.

À l'inverse, comme évoqué à la première leçon, si la valeur d'un actif provient essentiellement de flux de fonds à court terme, les rendements réels semblent moins attrayants, sauf s'ils affichent un rendement au comptant très élevé qui profite de l'inflation.

Les investisseurs sont donc confrontés à un dilemme: doivent-ils investir dans la croissance à long terme, plus risquée dans le contexte actuel, ou dans des actifs *core* moins risqués, dégageant de solides flux de fonds, qui génèrent un rendement réel peu attrayant?

La réponse s'apprécie au cas par cas et, comme indiqué dans la deuxième leçon, les fondamentaux des entreprises peuvent être le facteur déterminant.

Cinquième leçon: Passer d'une gestion d'actifs réactive à une gestion proactive

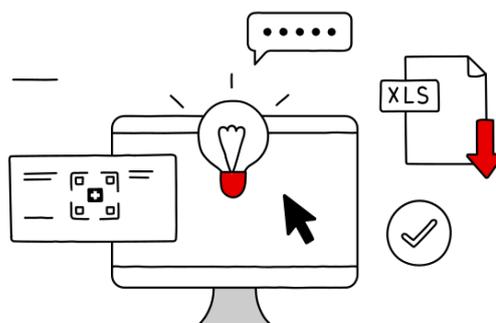
Les modèles d'affaires de l'infrastructure continuant à évoluer, les investisseurs doivent remonter leurs manches et gérer plus activement les actifs. Le temps où l'on acquérait un investissement en présumant qu'il générerait des flux de fonds continus jusqu'à la fin de la durée de vie de l'actif est révolu.

À titre d'exemple, beaucoup d'investissements dans les infrastructures liées aux énergies propres et aux télécommunications sont aujourd'hui des plateformes, autrement dit, les investisseurs n'acquièrent pas seulement un portefeuille d'actifs opérationnels, mais aussi des équipes de gestion appelées à rentabiliser un vivier de projets de croissance.

Ils doivent donc veiller à recruter les bonnes personnes pour mettre en œuvre ces stratégies de croissance, à disposer de bons programmes d'incitation et de bonnes structures organisationnelles et, éventuellement, à s'entourer d'experts du secteur afin d'obtenir des éclairages concrets en interne.

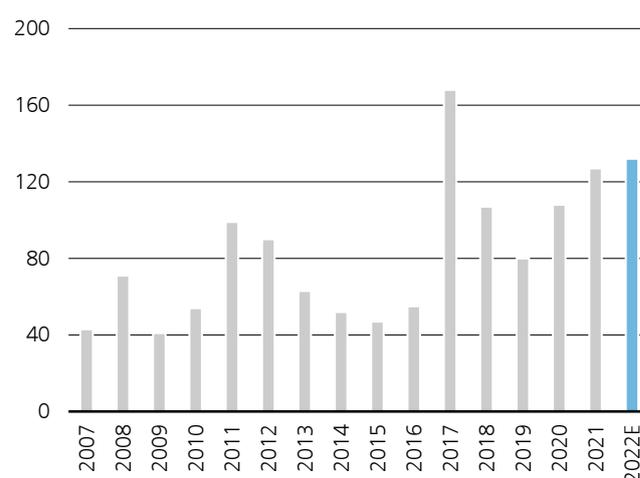
Les évolutions technologiques et réglementaires sont également des facteurs importants dans la gestion des actifs. Même si un investissement semble performant et tourner à plein régime, les gestionnaires doivent s'efforcer de le pérenniser.

Existe-t-il une nouvelle technologie susceptible d'améliorer la performance des actifs? Ou, en période baissière, de favoriser la concurrence? Un cadre ESG plus rigoureux doit-il être instauré pour satisfaire aux futures exigences en matière de reporting? Certaines évolutions politiques auront-elles un impact bénéfique ou néfaste sur l'actif? Les gestionnaires d'actifs devraient en permanence se poser ce type de questions.



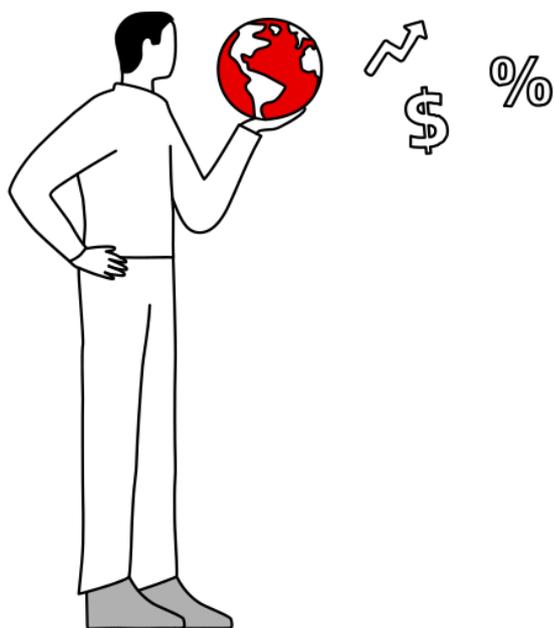
Enfin, le risque climatique est devenu plus tangible pour les actifs réels ces dernières années (voir figure 11). Des centres de données tombent en panne pendant les vagues de chaleur, le trafic portuaire recule à cause de l'assèchement des rivières et des turbines éoliennes gèlent pendant les tempêtes hivernales. Les gestionnaires pourraient devoir adopter des programmes d'entretien plus conséquents, mettre à niveau les équipements existants, envisager des couvertures financières ou modifier les contrats financiers pour assurer la résilience des actifs.

Figure 11: Pertes assurées liées au climat à l'échelle mondiale (en milliards d'USD)



Source: Aon 3Q22 Global Catastrophe Recap, octobre 2022

Sixième leçon: S'attendre à une volatilité des prix accrue du fait de la mondialisation du gaz



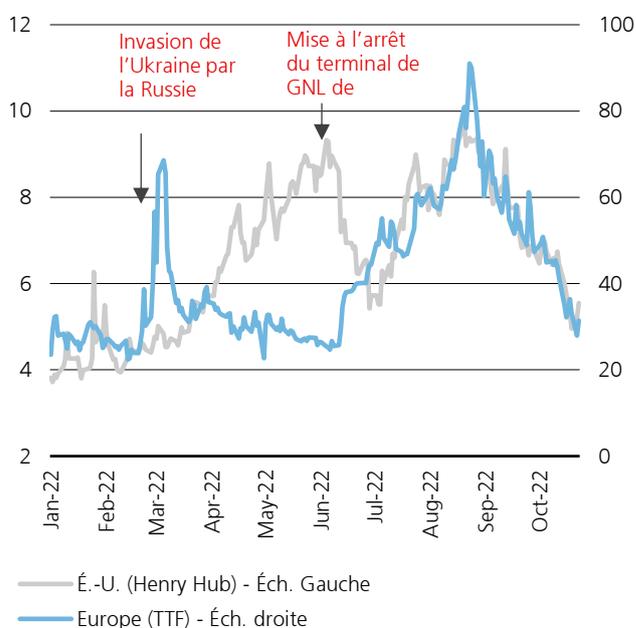
La crise énergétique mondiale a propulsé les prix à des niveaux insoutenables, notamment en Europe, où l'énergie a été responsable de près de la moitié de l'inflation en 2022. Ces coûts élevés sont suffisants pour faire entrer les économies locales en récession, car les fabricants ne peuvent plus payer leurs factures énergétiques, ce qui limite la production industrielle.

Aux États-Unis, l'effet a été plus mesuré, car le pays possède beaucoup de ressources, et l'énergie a contribué à moins de 20% à l'inflation en 2022. Cette crise est l'occasion pour les États-Unis d'accélérer l'expansion de la capacité du pays en gaz naturel liquéfié (GNL).

Toutefois, la conséquence perverse du GNL est que le gaz naturel (et même les prix de l'électricité) va se mondialiser encore plus. Contrairement aux matières premières comme le pétrole brut, dont le marché a toujours été mondial, les prix du gaz naturel et de l'électricité ont toujours été plus localisés en raison des difficultés d'acheminement et de stockage.

L'essor du GNL change la donne. À titre d'exemple, en juin 2022, le terminal GNL de Freeport, aux États-Unis, a dû fermer après une explosion, ce qui a immédiatement entraîné une chute de 20% des prix du gaz naturel aux États-Unis et une hausse de 40% des prix en Europe la semaine suivante (voir figure 12).

Figure 12: Prix du gaz naturel (en USD/million de BTU)



Source: Bloomberg, octobre 2022

Ce lien n'existait pas avant l'expansion des terminaux GNL américains. Il montre que les investisseurs doivent mieux se préparer à ce type d'événements.

Étant donné que les prix du gaz naturel déterminent habituellement le coût marginal de l'électricité sur la plupart des marchés, les prix mondiaux de l'électricité pourraient devenir plus interreliés. Par ailleurs, l'accélération de l'adoption des énergies renouvelables accentuera encore la volatilité des prix de l'électricité, du fait de la nature intermittente de ces ressources, ce qui amplifiera partout la volatilité des prix.

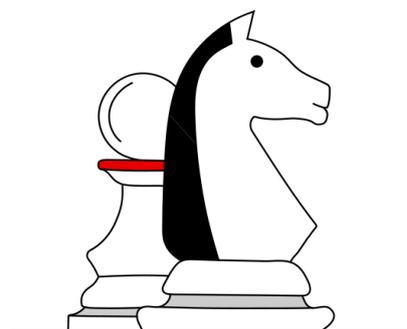
Les investisseurs devront adopter une vision plus globale des marchés de l'énergie, tabler sur de plus fortes corrélations des revenus entre les pays, se tenir plus informés des événements qui surviennent à travers le monde (qu'ils soient climatiques, réglementaires, de force majeure, etc.) et se préparer à une plus forte volatilité des prix.

Septième leçon: Ne pas négliger les dynamiques politiques

Le contexte inflationniste actuel a exacerbé la crise liée au coût de la vie dans le monde entier, entraînant des politiques et des interventions publiques plus attentives aux populations, notamment des plafonnements des prix de l'énergie, des impôts exceptionnels, de nouvelles réglementations, voire des nationalisations.

Certaines de ces mesures sont nécessaires au vu du contrat social qui lie les gouvernements à leurs citoyens, à savoir protéger leurs besoins essentiels. Elles créent néanmoins des précédents et risquent de relever la prime de risque à long terme. Les investisseurs ne peuvent plus compter sur la mansuétude perpétuelle des autorités de réglementation, même dans des pays qui leur était précédemment favorables.

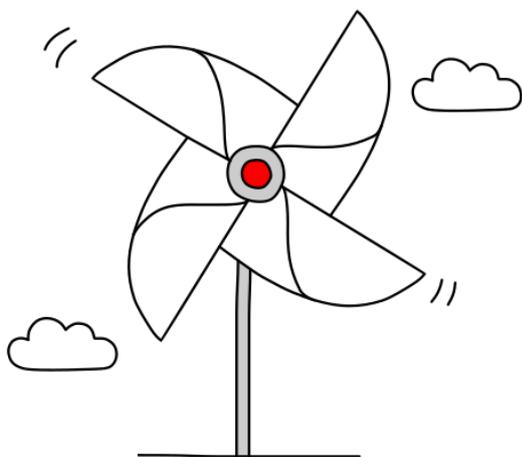
Les gouvernements du monde entier semblent également se désintéresser des objectifs de décarbonation, puisqu'ils redémarrent les centrales à charbon et l'extraction des carburants fossiles. Il faut à cet égard que les investisseurs envisagent la situation dans son ensemble. Les prix élevés des énergies fossiles contraignent les pouvoirs publics à prendre des mesures extrêmes à court terme, mais à plus long terme, ils devraient accélérer la transition énergétique, car les pays vont rechercher d'autres sources d'énergie.



Les investisseurs ont notamment été surpris par l'adoption de l'US Inflation Reduction Act, devenue la législation la plus importante en faveur des énergies propres de ces dernières années. La leçon à en tirer est que l'opinion publique compte et que les questions recevant un large soutien politique (comme la décarbonation) progresseront grâce à la réglementation.

Les politiques sont notoirement difficiles à anticiper. Les investisseurs doivent rester en prise avec le climat politique, tout en formulant des hypothèses prudentes. Il est possible d'atténuer ce risque en évaluant la solidité des contrats juridiques (et la stabilité des systèmes judiciaires concernés) pour assurer la protection des investissements même en cas de troubles politiques.

Les marchés de l'infrastructure privée



Dans cette section, nous nous intéressons à l'investissement dans l'infrastructure et aux marchés obligataires en termes de performances et de valorisations.

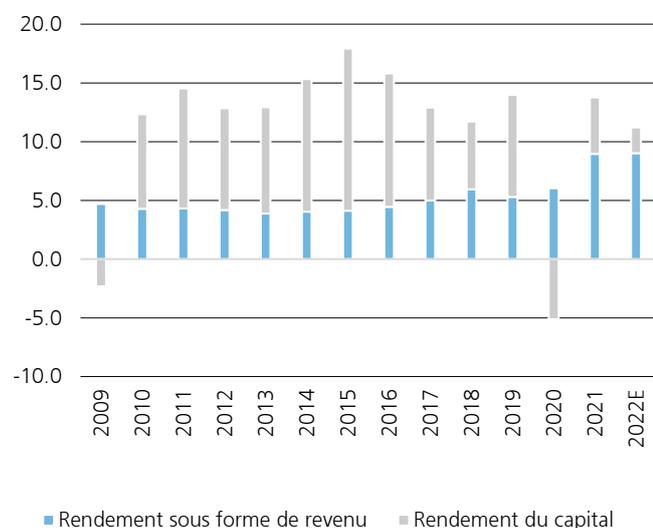
Investissement dans l'infrastructure

Selon MSCI et Burgiss, l'infrastructure privée mondiale a progressé de 5,6% au premier semestre 2022, comparativement à une baisse de 20% des actions des marchés publics² sur la même période. Il est intéressant de noter que, selon MSCI, la performance des investissements dans l'infrastructure privée est, de plus en plus, davantage déterminée par le rendement sous forme de revenu que par le rendement du capital (voir figure 13).

² Indice MSCI World

Figure 13: Performance de l'infrastructure

(rendement total brut en %, en monnaie locale)



Source: Indice MSCI Global Quarterly Private Infrastructure, juin 2022
Remarque: Les données estimées de 2022 sont basées sur les données annualisées du premier semestre. La performance attendue/passée ne saurait garantir la performance future.

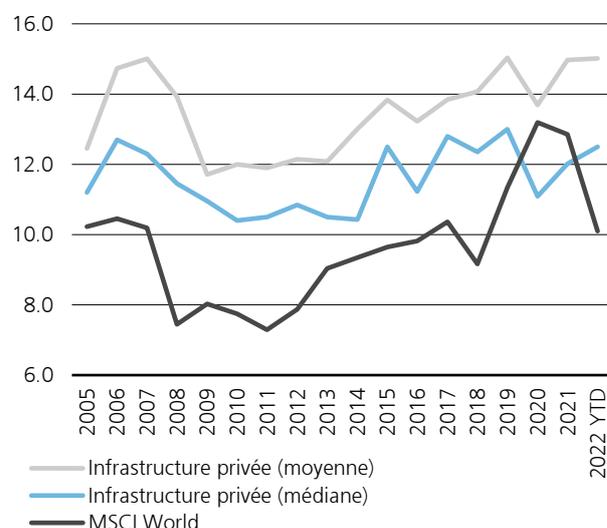
La hausse du rendement au comptant indique que les bénéficiaires à court terme affichent une forte transmission de l'inflation, bien que, comme évoqué à la deuxième leçon, des facteurs tels qu'un effondrement de la demande puissent la plafonner. À l'inverse, la baisse des rendements du capital indique un risque pour les stratégies de croissance, également abordé dans les deuxième et quatrième leçons. Il est essentiel de trouver le bon équilibre entre le rendement au comptant, la transmission de l'inflation et la croissance à long terme. Les investisseurs ne peuvent plus compter sur un financement bon marché pour soutenir les revenus, et nous pensons qu'à l'avenir, l'écart de performance va se creuser entre les actifs liés à l'infrastructure.

L'indice de l'infrastructure privée EDHEC a reculé de 5% durant les neuf premiers mois de 2022 mais reste largement devant les marchés publics. Le troisième trimestre 2022 a été relativement plat par rapport au trimestre précédent et montre une certaine stabilisation après une faiblesse initiale. La méthode d'évaluation d'EDHEC repose plus sur des hypothèses de variation du taux de rendement minimal attendu, ce qui explique qu'il soit plus négatif que le MSCI ou le Burgiss.

Nous suivons les multiples VE/EBITDA de l'infrastructure privée (figure 14) en nous basant sur plus d'un millier de points de données sur plusieurs années. Or, les multiples moyens et médians de l'infrastructure privée restent élevés, malgré le repli considérable des multiples de l'infrastructure publique. Comme indiqué, cela explique pourquoi les valorisations et les performances demeurent élevées pour l'infrastructure privée, malgré un risque de baisse.

Figure 14: Multiples VE/EBITDA privés et publics

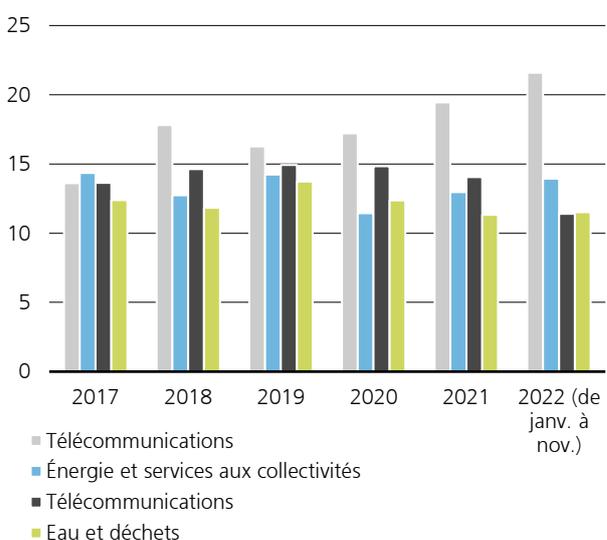
(multiples VE/EBITDA)



Source: Base de données exclusive d'UBS; Mergermarket; InfraNews; Bloomberg, novembre 2022

En classant les multiples de valorisation par secteur, on constate également une divergence des tendances. Par exemple, les opérations dans les télécommunications génèrent des multiples plus élevés, du fait de leur potentiel de croissance des bénéfices (voir figure 15). L'énergie est soutenue par les prix élevés des matières premières. À l'inverse, les transports sont un peu en dessous.

Figure 15: Multiples VE/EBITDA de l'infrastructure privée par secteur (multiples VE/EBITDA)



Sources: Base de données exclusive d'UBS; Mergermarket; InfraNews; Bloomberg, novembre 2022

Nous pensons que l'univers de placement dans l'infrastructure va continuer à se développer, notamment en raison de l'Inflation Reduction Act, de la crise énergétique mondiale et du potentiel de privatisations accru. En outre, les États, qui doivent limiter les dépenses publiques, devront s'appuyer davantage sur le capital-investissement pour combler le besoin de financement des infrastructures.

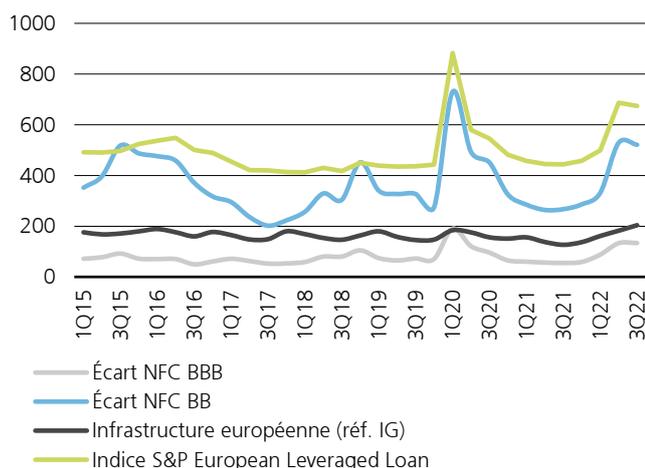
Néanmoins, si les levées de fonds faiblissent (comme évoqué à la deuxième leçon), nous pourrions commencer à observer des baisses de liquidités pour la première fois depuis 2014, ce qui se répercutera sur la valorisation des infrastructures, ainsi que sur la performance.

Dette d'infrastructure

La hausse des taux de base et des écarts est favorable à l'attractivité relative des stratégies de dette d'infrastructure. En Europe, le rendement total de la dette d'infrastructure de premier rang a augmenté de près de 3% entre janvier et septembre 2022 pour atteindre 5 à 6%, niveau comparable aux rendements du capital-investissement dans l'infrastructure core.

Sur les marchés publics, les écarts des obligations d'entreprises non financières notées BBB européennes ont progressé d'environ 70 pb entre janvier et septembre 2022, tandis que le crédit à haut rendement a grimpé de près de 185 pb. Sur les marchés privés, les écarts s'ajustent pour refléter ceux des marchés publics avec un certain décalage, s'ils sont durables.

Figure 16: Écarts de la dette d'infrastructure privée (en points de base)

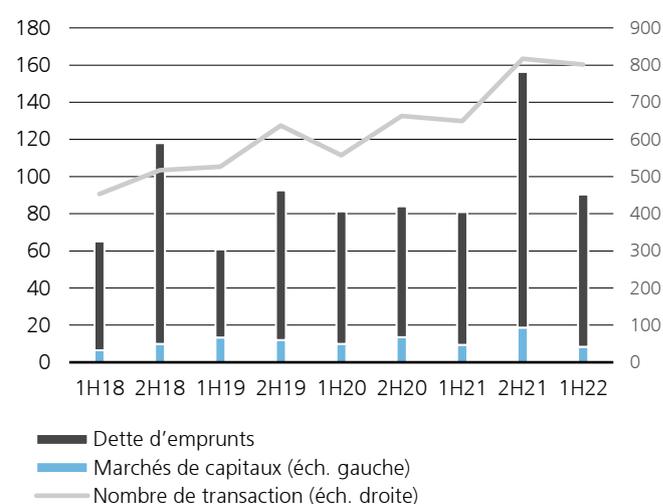


Source: Bloomberg; indices de dette EDHEC (Europe); indice S&P European Leveraged Loan; UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), septembre 2022

La hausse du coût de la dette pourrait avoir une incidence sur le volume des opérations au fur et à mesure de la baisse d'attractivité du refinancement. Les promoteurs pourraient également revoir leurs projets d'investissement/de déploiement si les critères économiques utilisés ne satisfont plus leurs exigences de rendement d'investissement minimal.

L'année 2021 a été une année record pour le financement de l'infrastructure en Europe. Le premier semestre 2022 a dépassé le premier semestre 2021 d'environ 11%, mais les volumes du deuxième semestre 2022 devraient être inférieurs à ceux de 2021. En ce qui concerne le capital-investissement dans l'infrastructure, la demande devrait être forte à l'égard des entreprises défensives capables de répercuter la hausse des coûts.

Figure 17: Dette d'infrastructure européenne (en milliards d'USD)



Source: Infralogic, novembre 2022

Conclusions

En 2022, l'infrastructure privée a enregistré des levées de fonds record, une solide performance et des valorisations stables. Les investisseurs ne devraient toutefois pas relâcher leur vigilance, car nous anticipons un marché plus risqué en 2023.

Ils ne peuvent plus se fier à un crédit bon marché pour stimuler le rendement des placements. L'écart entre les gagnants et les perdants va se creuser, et ceux qui veulent prospérer devront revenir à l'essentiel – des fondamentaux d'entreprise robustes, une analyse rigoureuse des investissements et une gestion d'actifs active.

Globalement, le secteur de l'infrastructure bénéficiera encore de tendances de fond porteuses, comme la numérisation et la décarbonation. Mais les investisseurs devront nourrir des attentes plus réalistes et analyser plus attentivement leurs portefeuilles existants et leurs futurs investissements. La diversification deviendra également essentielle face aux incertitudes.

Pour de plus amples informations, veuillez vous adresser à:

UBS Asset Management

Real Estate & Private Markets (REPM)
Research & Strategy – Infrastructure

Declan O'Brien
+44-20-7567 1961
declan.obrien@ubs.com

Alex Leung
+1-212-821 6315
alex-za.leung@ubs.com



Suivez-nous sur LinkedIn

Pour accéder à notre plateforme d'analyse, [scannez-moi !](#)



www.ubs.com/infrastructure

La présente publication ne peut en aucun cas être considérée comme une incitation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers liés à UBS Asset Management Switzerland AG ou à ses filiales en Suisse, aux États-Unis ou dans tout autre pays. Les avis et opinions contenus dans le présent document sont uniquement fournis à titre d'information et d'illustration. Ce document ne peut pas être considéré comme une recommandation ou un conseil en placement, ni comme une offre ou une incitation à l'achat, à la vente ou à la détention de tout titre ou de toute stratégie de placement. UBS interdit strictement la redistribution ou la reproduction, totale ou partielle, du présent document sans son autorisation écrite préalable et ne saurait être tenue responsable des actions de tiers basées sur le présent document. Les informations et les opinions contenues dans le présent document ont été compilées ou formulées sur la base d'informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables et de bonne foi. Cependant, aucune responsabilité n'est acceptée en cas d'erreur ou d'omission. Toutes ces informations et opinions sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Veuillez noter que la performance passée ne préjuge pas de la performance future. Concernant les placements dans l'immobilier/l'alimentation et l'agriculture/les infrastructures/le private equity/le crédit privé (qu'il s'agisse d'investissements directs ou par le biais de fonds à capital variable ou fixe), les actifs sous-jacents sont illiquides. L'évaluation dépend donc du jugement de l'évaluateur. La valeur des investissements ainsi que les revenus qui en découlent peuvent tout aussi bien évoluer à la hausse qu'à la baisse, et il est possible que les investisseurs ne récupèrent pas le capital investi. Aucune opinion quant au marché ou aux investissements exprimée ici ne doit être considérée comme une analyse d'investissement. **Le présent document n'a pas été préparé conformément aux exigences d'une quelconque juridiction visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière et il n'est soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion d'analyses financières.** Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas une distribution et elles ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque titre ou fonds. Certains commentaires figurant dans ce document sont considérés comme des déclarations prospectives. Les résultats effectifs peuvent être très différents. Les opinions exprimées dans le présent document reflètent le jugement d'UBS Asset Management au moment de sa rédaction. Il n'existe aucune obligation de mettre à jour ou de modifier les déclarations prospectives suite à de nouvelles informations, à des événements futurs ou à toute autre circonstance. De plus, ces opinions ne visent ni à prédire ou à garantir la performance future d'un titre particulier, d'une classe d'actifs donnée ou des marchés en général, ni à prédire la performance future d'un quelconque compte, portefeuille ou fonds d'UBS Asset Management. Source de l'ensemble des données/graphiques (sauf indication contraire): UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets. Les opinions exprimées ici représentent les opinions générales d'UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets en novembre 2022. Sauf indication contraire, toutes les informations sont en date du mois de novembre 2022. Publié en novembre 2022.

Autorisé à des fins de diffusion internationale.

© UBS 2022 Le symbole des clés et UBS font partie des marques déposées et non déposées d'UBS. D'autres marques citées ici peuvent être des marques commerciales de leurs propriétaires respectifs. Tous droits réservés.

