

Argumentaire

La dette d'infrastructure dans le monde du COVID-19 – juin 2020



Le COVID-19 a fortement affecté certaines sociétés d'infrastructure et il est difficile de prévoir quand elles pourront revenir à la «normale».

Elles devront reconstituer leurs liquidités, redémarrer leurs programmes d'investissements et recommencer à distribuer des dividendes.

Dans ce contexte, les investisseurs peuvent être réticents à l'émission ou à la dilution de fonds propres, ce qui accroît l'attrait de la dette, en particulier de la dette mezzanine qui peut compléter les mécanismes de financement existants de manière flexible.

Aperçu

Depuis le début de la crise actuelle, la dette d'infrastructure semble mieux résister que celle des entreprises, comme lors de la grande crise financière (GFC). Mais cette crise ne fait que débiter et certains secteurs sont fortement touchés. Nous y voyons une opportunité, mais nous sommes aussi conscients des risques et de la nécessité de sélectionner des actifs susceptibles de résister à une nouvelle vague d'infections et à un contexte de moindre croissance.

La dette senior et mezzanine d'infrastructure a connu une croissance significative au cours de la dernière décennie et constitue désormais une part importante des portefeuilles des investisseurs institutionnels. Avant la crise financière de 2008, le financement d'infrastructures était principalement assuré par les banques. La dette d'infrastructure est devenue une classe d'actifs institutionnelle pour combler le vide laissé par les banques soumises à des charges en capital plus élevées, et donc moins enclines à octroyer des prêts à long terme.

La dette d'infrastructure a gagné de l'attrait avec la baisse constante des rendements obligataires et la modification en 2016 du règlement Solvabilité II qui a réduit les charges en capital des assureurs et des fonds de pension réglementés souhaitant investir dans l'infrastructure. Ce changement reflète le fait que la dette d'infrastructure présente un risque plus faible qu'une dette d'entreprise affichant une notation équivalente. Des analyses de Moody's indiquent des taux de pertes attendues plus faibles sur les prêts et obligations d'infrastructure que sur les dettes d'entreprises de 1983 à 2018 (voir la figure 2).

Contrairement aux dettes d'entreprises, les crédits d'infrastructure n'ont pas connu d'envolée des défaillances pendant la grande crise financière. Toutefois, la combinaison du COVID-19 et de la forte baisse des cours du pétrole a créé des conditions sans précédent dans le secteur des infrastructures, si bien qu'il est plus difficile de prévoir l'évolution de cette classe d'actifs cette fois-ci.

Globalement, les actifs d'infrastructure ont tendance à jouir de marges d'EBITDA élevées, qui permettront aux entreprises de se redresser rapidement après le retour des revenus. Cependant, cette crise nécessite une analyse plus fine, car son impact est très hétérogène selon les sous-secteurs. Le COVID-19 présente des défis et des opportunités pour les investisseurs de dettes senior et mezzanine d'infrastructure. Ainsi, il convient d'examiner cette crise par phases: phase 1: «urgence» avec différents modes de sortie du confinement; phase 2: «réouverture»; phase 3: «nouvelle normalité».

Phase 1: urgence

Le secteur des infrastructures regroupe différents sous-secteurs et la figure 1 montre l'impact subi par les principaux sous-secteurs. Les énergies renouvelables, les services aux collectivités, les télécommunications et certaines infrastructures sociales ont affiché une bonne performance, mais les bénéficiaires des transports, en particulier les aéroports, ont été très affectés.

Figure 1: révisions des bénéficiaires estimés en 2020

(Variation en % sur cinq mois)

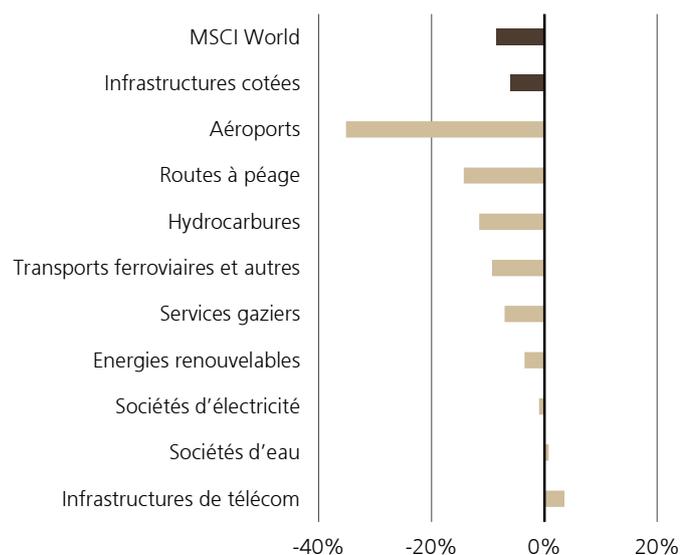
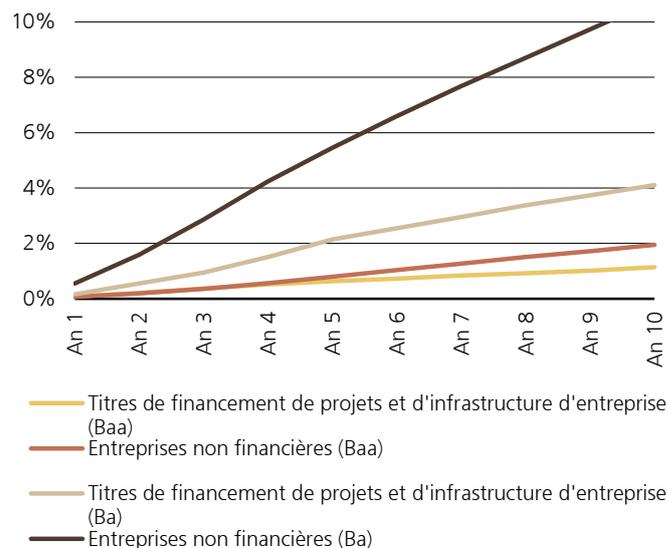


Figure 2: taux de pertes cumulées moyen selon Moody's

(1983-2018)



Source: Bloomberg, mai 2020; les catégories sont celles de GLIO équilibrées

Source: Infrastructure default and recovery rates, 1983-2018, publiés par Moody's en août 2019

En termes d'impact sur les revenus, le secteur des infrastructures semble mieux positionné que les entreprises. Cela est conforme à une analyse récente de Moody's¹ selon laquelle les rétrogradations de notations et les défaillances dues au coronavirus sont moins nombreuses dans les infrastructures que parmi les entreprises non financières.

De mars à mai, seuls deux émetteurs du secteur des infrastructures ont fait défaut (0,1% de l'univers) contre 66 entreprises non financières (1,3% de l'univers). Selon Moody's, ce meilleur résultat reflète des considérations structurelles et des revenus plus stables, combinaison caractéristique de nombreux émetteurs dans le secteur des infrastructures.

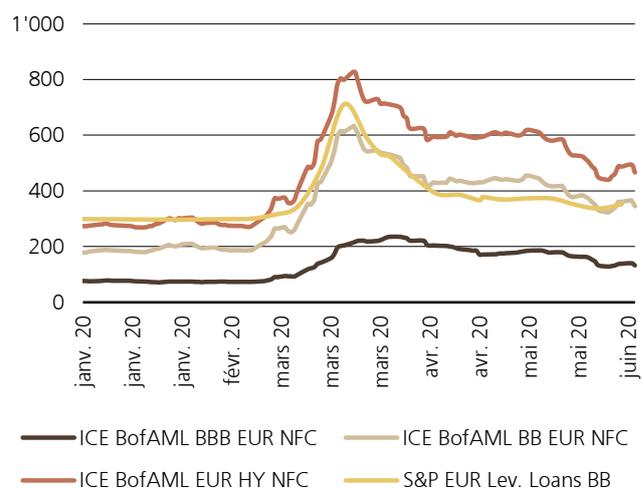
Bien que Moody's prévoie une hausse des défaillances en 2020, elle s'attend à ce que les infrastructures résistent mieux que les entreprises non financières pendant cette crise. En raison de la hausse attendue des taux de défaillance, les écarts de crédit des entreprises non financières notées BBB et BB sont respectivement 60 et 160 points de base plus élevés qu'au début de l'année (figure 3).

¹ Moody's, Defaults & Recoveries: Fewer coronavirus driven downgrades than non-financial corporates (juin 2020)

Avant la mise en place des programmes d'assouplissement quantitatif et de relance budgétaire d'une ampleur sans précédent, ces écarts avaient progressé respectivement de 150 et 450 points de base entre janvier et l'atteinte de leur plafond à la fin mars. Par le passé, les rachats d'actifs de la BCE aidaient à resserrer les écarts, et toutes choses égales par ailleurs, nous nous attendons donc à ce que les écarts continuent de diminuer à mesure que le système intègre le programme de 1400 milliards d'euros.

Nous donnons ci-dessous un aperçu des gagnants et perdants dans les principaux sous-secteurs et évaluons les principaux défis et opportunités à chaque phase de la crise.

Figure 3: spread de crédit (pb p.a.)



Source: Bloomberg, mai 2020

Tableau 1: impact du COVID-19 sur les sous-secteurs d'infrastructure pendant la phase 1

	Secteur	Impact du COVID-19	Commentaire
Transports	Aéroports	●	<ul style="list-style-type: none"> Baisse du trafic de 95% dans les régions touchées Risque de contrepartie des compagnies aériennes et réduction des liaisons
	Routes à péage	◐	<ul style="list-style-type: none"> Les niveaux de trafic ont sensiblement diminué bien que les itinéraires à haut pourcentage de fret aient été moins impactés
	Ports	◐	<ul style="list-style-type: none"> Les volumes mondiaux de conteneurs ont chuté d'environ 40%, mais le maintien des échanges commerciaux a été une surprise positive
Energies et services aux collectivités	Services aux collectivités	◐	<ul style="list-style-type: none"> Les services aux collectivités réglementés sont bien protégés, mais les créances douteuses risquent d'augmenter; Les services aux collectivités non réglementés sont exposés à une baisse des prix de l'électricité de 10% à 40% en Europe
	Energies renouvelables	◐	<ul style="list-style-type: none"> Bénéficiaire d'un usage prioritaire et de faibles coûts de production; les actifs exposés aux prix de l'électricité risquent d'être affectés
	Hydrocarbures	◐	<ul style="list-style-type: none"> Risque de sous-utilisation des actifs due à la chute du prix du pétrole de 50% à 60% qui rend certains actifs non rentables; les actifs de stockage ont bénéficié de l'offre excédentaire
Télécoms	Fibre	○	<ul style="list-style-type: none"> La fibre est l'un des rares bénéficiaires de la crise. La percée du travail à domicile implique un système mieux distribué
	Centres de données	○	<ul style="list-style-type: none"> L'utilisation accrue d'applications cloud et le renforcement des systèmes de reprise d'activité seront positifs pour le secteur
Infrastructures sociales	Partenariats public-privé (PPP)	○	<ul style="list-style-type: none"> Les PPP sont bien protégés, bénéficiant de revenus basés sur la disponibilité. Les actifs de santé sont confrontés à de sérieux défis opérationnels et, potentiellement, à des coûts futurs plus élevés
	Hors PPP	◐	<ul style="list-style-type: none"> Les actifs hors PPP sont plus hétérogènes: les actifs de santé ont connu une hausse de la demande, mais font face à des coûts opérationnels plus élevés pour assurer la sécurité du personnel et des patients

Source: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), juin 2020

Défis et opportunités

Dans certains secteurs, la chute des revenus est pire que ne le supposaient les scénarios pessimistes. Les investisseurs et prêteurs ont surtout veillé à ce que les entreprises disposent de liquidités suffisantes pour honorer leurs obligations. En général, le secteur semble être bien capitalisé et disposer de facilités de liquidité et de réserves de trésorerie.

Plus la pandémie dure, plus les demandes de renonciation seront nombreuses. Les prêteurs sont en général enclins à tolérer des violations temporaires de conditions de prêts en raison de la solidité des fondamentaux à long terme des actifs.

Jusqu'à présent, il n'y a pas eu beaucoup de vendeurs forcés ni de hausse des défaillances en Europe. L'activité primaire de janvier à avril 2020 était environ 20% plus basse qu'un an plus tôt en raison de la suspension de certains processus de fusions-acquisitions. Nous avons observé une hausse des opportunités d'achats secondaires (à une décote), les banques cherchant à réduire leur exposition aux marchés et clients non essentiels. Cela est largement lié à l'augmentation des coûts financiers (mesurés par les credit default swaps, ou CDS) et à l'incertitude quant à leur capacité de syndication dans un contexte difficile.

Phase 2: réouverture

Oxford Economics prévoit une baisse du PIB de la zone euro d'environ 5% en 2020. Au lieu d'un déclin régulier, il y aura une forte baisse au premier semestre, suivie d'une reprise en fin d'année (insuffisante pour compenser la chute du premier semestre). La reprise suppose un passage en douceur de la phase 1 à la phase 2 avec le retour de l'industrie et de la plupart des secteurs commerciaux et de loisirs.

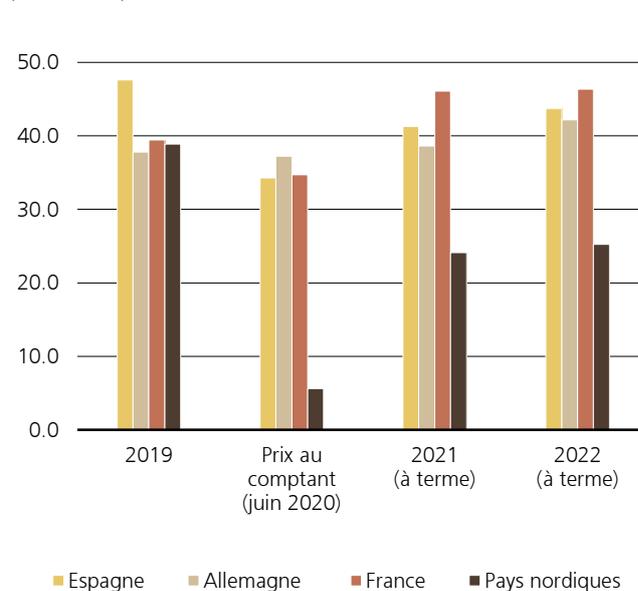
Les infrastructures devraient aussi être revigorées. Beaucoup d'actifs remonteront quasiment aux niveaux antérieurs au COVID-19, mais d'autres, comme les aéroports, opèreront encore bien en deçà de leur capacité. Il faudra davantage tenir compte des caractéristiques des actifs spécifiques. Le risque lié à la réglementation ou au prix des matières premières affectera différemment l'attrait de l'actif, selon que celui-ci est exposé au transport des navetteurs ou de loisirs, de passagers ou de fret.

Transports

Aéroports

Nous nous attendons à ce que les voyages internationaux restent soumis à certaines restrictions pendant la phase 2. L'ampleur des restrictions et des exigences de quarantaine variera selon les pays, avec un impact variable sur les différents actifs. La vigueur de la reprise du trafic international dépendra du succès des gouvernements à négocier des ponts/bulles aériens et de la capacité des aéroports et compagnies aériennes à respecter les protocoles de sécurité sans accabler les passagers.

Figure 4: forte baisse des prix de l'électricité en Europe (EUR/MWh)



Source: Bloomberg, juin 2020

A court ou moyen terme, les aéroports surtout exposés aux vols intérieurs ou court-courrier peuvent être plus attractifs que ceux qui dépendent davantage des vols long-courrier. Les ventes au détail diminueront probablement, pénalisant les aéroports tributaires de ces revenus qui appliquent une double caisse. Les investisseurs devront aussi vérifier la santé financière des compagnies aériennes, en particulier pour les aéroports exposés à un petit nombre de compagnies.

Routes à péage

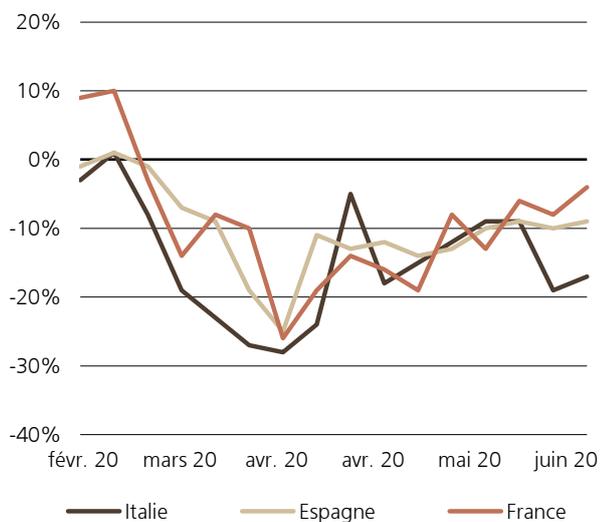
Les routes à péage, en particulier les plus exposées au fret, ont moins souffert que les aéroports lors de la phase 1. Alors que l'Europe sort de la phase 1, les routes à péage devraient jouir de perspectives positives à mesure que l'industrie redémarre. Les routes à péage pourraient également bénéficier d'une aversion aux vacances à l'étranger et d'une préférence pour les voitures particulières, au détriment des transports en commun.

Energie et services aux collectivités

Services aux collectivités

Les services aux collectivités réglementés devraient encore afficher une solide performance pendant la phase 2. Parmi les services aux collectivités non réglementés, la demande d'électricité se redressera avec la reprise de l'industrie, restant cependant inférieure au niveau antérieur au COVID-19. La figure 5 montre que la demande a progressé dans toute l'Europe suite à l'assouplissement des restrictions. Cela se répercutera sur les prix de l'électricité, encore nettement inférieurs à ceux de 2019 (voir la figure 4). A court terme, les prix devraient rester inférieurs aux niveaux antérieurs à la crise, surtout en raison du très bas niveau des cours des matières premières. Le marché à terme indique que la plupart des marchés se redresseront sensiblement d'ici 2022.

Figure 5: la demande européenne d'électricité commence à se redresser (variation de la charge hebdomadaire en glissement annuel)



Source: Bloomberg, juin 2020

Energie propre

Les énergies renouvelables provoqueront encore un certain effet de halo. La demande publique d'énergies plus propres et plus durables ne sera pas atténuée par cette crise. En Europe, le nouveau contrat vert de l'UE vise à mobiliser 1000 milliards d'euros pendant la prochaine décennie pour atteindre l'objectif de zéro émission nette d'ici 2050. Cela créera des opportunités importantes pour les investisseurs en infrastructures. Les investissements soutiendront les énergies renouvelables, mais aussi la prochaine génération de technologies de réduction d'émissions carbone, de technologie de stockage et d'infrastructure pour les véhicules électriques et à hydrogène. Certaines de ces opportunités concerneront des secteurs moins matures et qui auront besoin de mobiliser de la dette à long terme.

Télécommunications

Fibre

Avant l'épidémie, le déploiement de la fibre à domicile (FTTH) était déjà au cœur des programmes des gouvernements européens. Cette démarche sera accélérée après le COVID-19. Le financement gouvernemental reste nécessaire pour de nombreux projets de fibre ruraux, un domaine clé pour les investisseurs en infrastructures. La crise actuelle ayant accentué le fossé entre les zones urbaines et rurales, nous anticipons une activité accrue dans ce domaine, d'autant plus que de nombreuses personnes doivent continuer à travailler à distance.

Les services aux entreprises (B2B) devraient reprendre, bien que certaines PME n'aient pas survécu à la phase 1.

Centres de données

Le volume d'utilisation des données se stabilisera à mesure que les gens retourneront au travail, mais le système sera soumis à une demande croissante. Les gens continueront à utiliser des logiciels cloud, des vidéoconférences et des divertissements et jeux en ligne. Toutes ces applications nécessitent un faible temps de latence et entraînent une demande accrue auprès des centres de données. Selon nous, les entreprises investiront dans des ressources supplémentaires de reprise d'activité et veilleront à pouvoir résister à une éventuelle deuxième vague grâce à des logiciels cloud.

Infrastructures sociales

De la même manière que lors de la phase 1, les actifs sociaux hors PPP seront hétérogènes. Les actifs de santé pourraient jouir d'une demande accrue, mais sont confrontés à des coûts opérationnels plus élevés pour assurer la sécurité de leur personnel et des patients. Les établissements de soins dans les régions sans protection réglementaire sont affectés par une baisse du taux d'occupation et une hausse des coûts. La crise actuelle pourrait offrir des opportunités aux développeurs de projets d'infrastructures sociales, puisque les gouvernements font face à des déficits budgétaires croissants.

Défis et opportunités

Les propriétaires d'actifs dans les secteurs touchés devront très probablement demander des renoncements aux prêteurs. Les défaillances vont augmenter, surtout parmi les sociétés surendettées dans les secteurs touchés sans perspective de reprise claire. Plus généralement, les entreprises devront définir une structure capitalistique et des réserves de liquidités appropriées pour endurer une longue transition vers la phase 3.

Cela pourrait offrir des opportunités aux fournisseurs de crédit. L'opacité de l'épidémie pourrait réduire le nombre de transactions de fusions-acquisitions. Les vendeurs peuvent être réticents à faire des compromis sur le prix, tandis que les acheteurs peuvent être incapables de présenter des offres compétitives, n'ayant pas les compétences nécessaires pour formuler des hypothèses sur l'avenir de l'épidémie.

La dette mezzanine pourrait se révéler attrayante, permettant aux entreprises de se renforcer sans affecter les financements existants. Cela peut être une manière intéressante de relancer la croissance. Contrairement au capital, on peut investir dans la dette tant que le paiement des intérêts et du capital est possible dans le pire scénario concernant l'épidémie et la récession qu'elle induit. Nous prévoyons également des recapitalisations avec de la dette mezzanine pour que les entreprises puissent payer des dividendes, relancer leurs projets d'investissements, reconstituer leur trésorerie et leurs réserves ou rembourser leur dette senior et s'ajuster à une éventuelle «nouvelle normalité». Certaines entreprises devront refinancer les facilités existantes pour éviter de violer les dispositions contractuelles et/ou de subir des rétrogradations de notations.

Phase 3: nouvelle normalité

Les plus grandes incertitudes portent sur la question de savoir combien de temps durera le retour à la normale et dans quelle mesure cette nouvelle normalité diffèrera du monde antérieur au COVID-19. S'il n'y a pas de revers majeur et qu'un vaccin est mis au point dans les 12 à 18 mois, on peut s'attendre à un fort rebond, mais la croissance du PIB à court et moyen terme devrait être inférieure à celle du scénario de base antérieur au COVID-19.

Nous pensons que les thèmes à long terme de la numérisation et de la transition énergétique n'ont été que renforcés par cette crise et continueront d'attirer les investisseurs en infrastructures. Malgré une trajectoire de croissance du PIB plus basse et des changements dans les habitudes d'utilisation, nous percevons aussi des opportunités dans le domaine des transports. Le tableau suivant montre qu'en Europe, les sous-secteurs des transports définis par Moody's avaient une marge d'EBITDA moyenne supérieure à 50% et une faible volatilité de 2014 à 2019. Bien qu'ils ne soient pas à la mode actuellement, ces actifs resteront essentiels après le COVID-19 et les investisseurs qui ont une perception globale défavorable de ces sous-secteurs pourraient manquer l'opportunité d'un rendement corrigé du risque attrayant.

Figure 6: marges EBITDA élevées des actifs de transport (2014-2019, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Aéroports	52	52	52	54	54	53
Routes à péage	55	55	56	58	55	49
Ports	62	67	66	65	66	59
Réseaux et services aux collectivités	39	38	39	38	38	39

Source: Moody's, mai 2020

Remarque: la performance passée ne saurait garantir la performance future.

Conclusion

L'Europe passe actuellement de la phase 1 à la phase 2, avec la réouverture d'une grande partie de l'économie. Cela revigorera la plupart des secteurs d'infrastructure. En phase 2, les fournisseurs de dette d'infrastructure devront sélectionner les bons actifs dans des sous-secteurs capables de résister à une autre épidémie et à un nouveau confinement.

Les caractéristiques de la dette peuvent être très utiles dans cette crise. La dette ne tire pas profit d'une hausse, car le scénario d'investissement est fondé sur un remboursement du principal et des intérêts dans un scénario pessimiste. L'expérience des phases 1 et 2 sera inestimable pour définir des scénarios pessimistes crédibles. Il est plus difficile de définir avec conviction un scénario de base approprié pour les fonds propres, ce qui peut ralentir les activités de fusions-acquisitions dans les secteurs affectés. Les investisseurs peuvent opter pour une recapitalisation avec de la dette mezzanine pour payer les dividendes, reconstituer les liquidités ou financer les investissements. Nous prévoyons également une augmentation des refinancements, lorsque les entreprises violent les dispositions contractuelles et/ou souhaitent éviter des rétrogradations de notations.

Les observations initiales de Moody's indiquent que le secteur des infrastructures connaît de moindres taux de rétrogradations et de défaillance que les entreprises non financières, comme lors de la GFC. La plupart des secteurs d'infrastructure semblent afficher une solide performance, à l'exception des hydrocarbures et des transports. Le nombre final de défaillances dépendra de la rapidité à laquelle les restrictions seront levées et de la rentabilité des entreprises dans la nouvelle normalité.

La bonne performance des infrastructures pendant la GFC a contribué à accroître les allocations institutionnelles à ce secteur. Si les infrastructures continuent à résister jusqu'à la fin de cette crise, les allocations au secteur recevront une nouvelle impulsion, car les investisseurs recherchent des revenus stables provenant d'actifs défensifs qui peuvent diversifier leurs portefeuilles.



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 plate-forme d'analyse, [scannez-moi!](#)



www.ubs.com/repm-research

Le présent document ne saurait être considéré comme une offre d'achat ou de vente de tout titre ou autre instrument financier émis par UBS SA ou ses entreprises liées en Suisse, aux Etats-Unis ou dans tout autre pays. Toute utilisation, reproduction, distribution ou réédition du présent document est interdite sans l'autorisation écrite d'UBS Asset Management. Les informations collectées et les avis émis dans le présent document reposent sur des données dignes de confiance issues de sources fiables, sans prétendre toutefois à la précision, à l'exhaustivité ni à l'exhaustivité. Les informations ou opinions fournies peuvent changer à tout moment, sans notification préalable. Veuillez noter que les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Avec l'investissement dans le secteur de l'immobilier (par investissement direct, fonds fermés ou ouverts), les actifs sous-jacents sont illiquides, et l'évaluation dépend du jugement de la personne chargée de l'estimation. La valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et il se peut que les investisseurs ne conservent pas le montant investi initialement. Ce document est une communication publicitaire. Les opinions exprimées sur le marché ou les investissements ne constituent pas une analyse financière (Investment Research). **Le document n'a pas été établi conformément aux exigences d'une quelconque juridiction visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière et n'est soumis à aucune interdiction d'effectuer des transactions avant la diffusion des analyses financières.** Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées, et ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente d'aucun titre ou fonds en particulier. Un certain nombre d'évaluations dans ce document sont considérées comme des énoncés prospectifs. Les résultats futurs réels, cependant, peuvent varier considérablement. Les opinions exprimées sont un reflet du meilleur des connaissances d'UBS Asset Management au moment de la rédaction de ce document : il n'y a aucune obligation de mettre à jour ou modifier les énoncés prospectifs en raison de nouvelles informations, d'événements futurs ou autres. Par ailleurs, ces opinions ne sont pas destinées à prédire ou garantir les performances futures d'un quelconque titre particulier, d'une classe d'actifs ou des marchés en général, et ne sont pas destinées non plus à prédire les performances futures d'un quelconque compte, portefeuille ou fonds chez UBS Asset Management. Source pour l'ensemble des données et graphiques (sauf indication contraire): UBS Asset Management. Assertions effectuées en juin 2020. Il s'agit d'un guide général concernant les évaluations d'UBS Asset Management. Publié en juin 2020. **Validé pour une utilisation à l'échelle mondiale.**

© UBS 2020. Le symbole des clés et UBS font partie des marques protégées d'UBS. Tous droits réservés.

