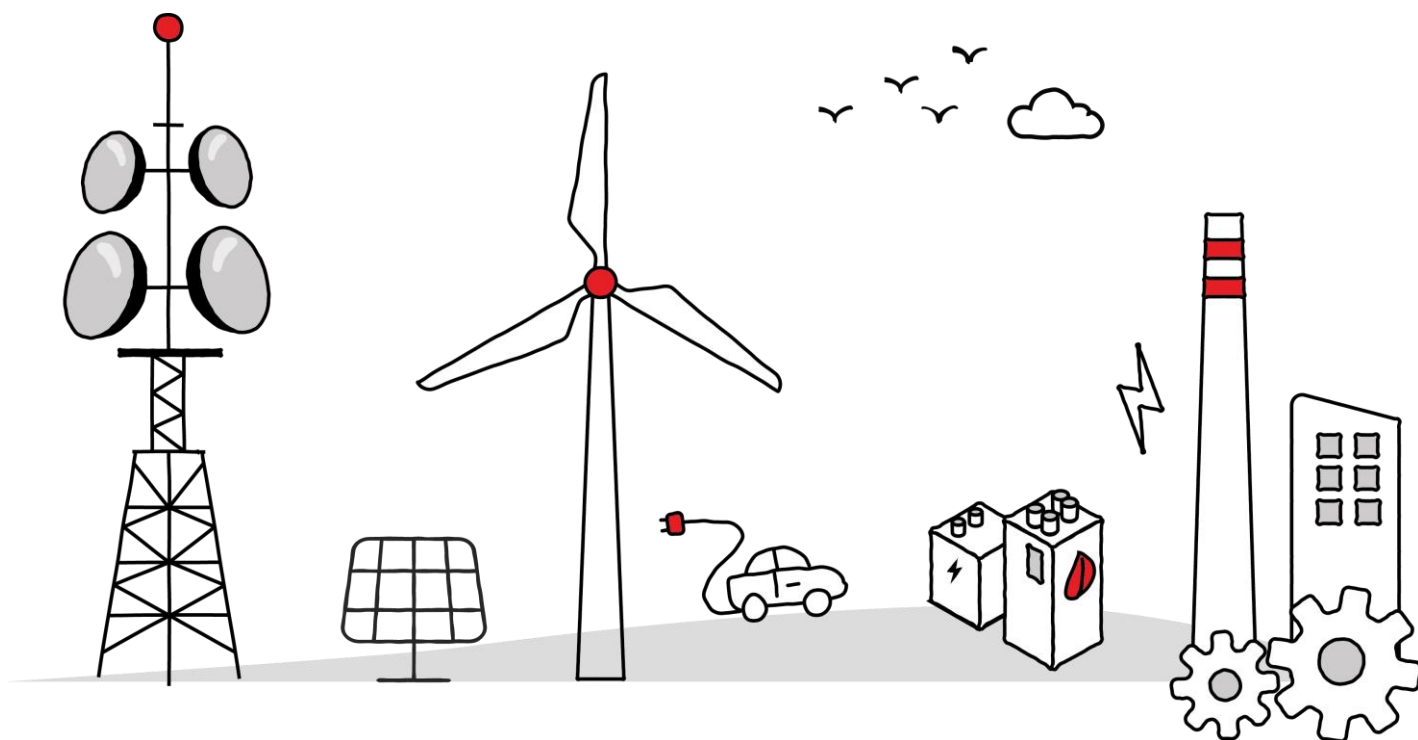


Trajectoire inchangée, mais évolution différente.

Évolution et croissance de la dette d'infrastructure | White paper

Par: **Declan O'Brien**, Head of Infrastructure Research & Strategy



Diversifié, l'univers des investissements dans la dette d'infrastructure offre aux investisseurs un accès aux secteurs traditionnels ainsi qu'une exposition aux tendances à long terme que sont les énergies propres et la numérisation. Il est à noter que les caractéristiques défensives de la dette d'infrastructure attirent de façon continue l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs.

La résilience de la dette d'infrastructure est une composante de son ADN

Le marché de la dette d'infrastructure n'a cessé d'évoluer et de se développer depuis sa création en tant que classe d'actifs institutionnels il y a dix ans. Ses caractéristiques attrayantes qui ne se démentent pas confirment leur résilience en période de tension économique, y compris pendant la crise du COVID-19. La dette d'infrastructure a montré à maintes reprises qu'elle pouvait continuer à offrir un rendement accru à un moment où les rendements du revenu fixe public n'ont jamais été aussi bas. Ces atouts encouragent l'augmentation des investissements institutionnels dans cette classe d'actifs.



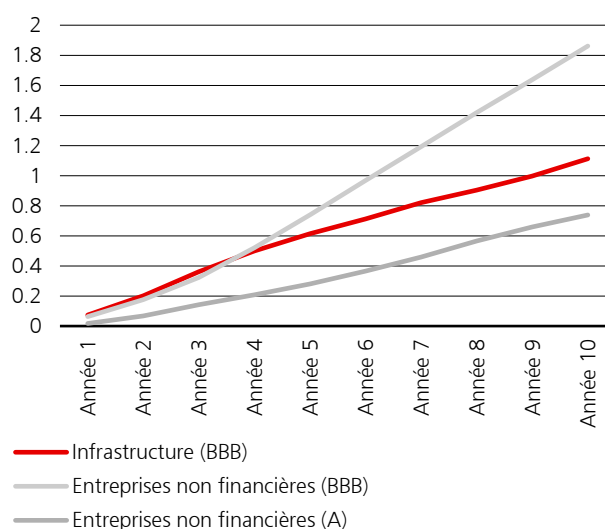
Considérations sur le portefeuille

Nous avons évoqué dans notre [livre blanc de 2017](#) un certain nombre de caractéristiques attrayantes qu'offrait la dette d'infrastructure aux investisseurs institutionnels. Celles-ci restent pertinentes dans le marché actuel.

Un niveau de risque inférieur à celui d'une dette d'entreprise équivalente:

- Les études de Moody's montrent qu'au niveau de la notation BBB, le taux de perte attendu sur 10 ans de la dette d'infrastructure est environ 40% inférieur à celui de la dette d'entreprise équivalente (voir figure 1).
- La Commission européenne a pris en compte le niveau de risque plus faible des infrastructures en accordant un aménagement des niveaux de fonds propres requis des caisses de pensions et des compagnies d'assurance réglementées dans le cadre de Solvabilité II, débouchant sur une exigence de capital pour la dette d'infrastructure de seulement 11,4%¹ contre 17% pour une obligation d'entreprise notée BBB.
- La classe d'actifs continue de présenter de solides caractéristiques défensives: caractère essentiel de ses actifs sous-jacents et protections structurelles des financements d'infrastructures, par exemple les blocages de distribution et la sécurité des actifs physiques.

Figure 1: taux de perte cumulée moyen selon Moody's (%)



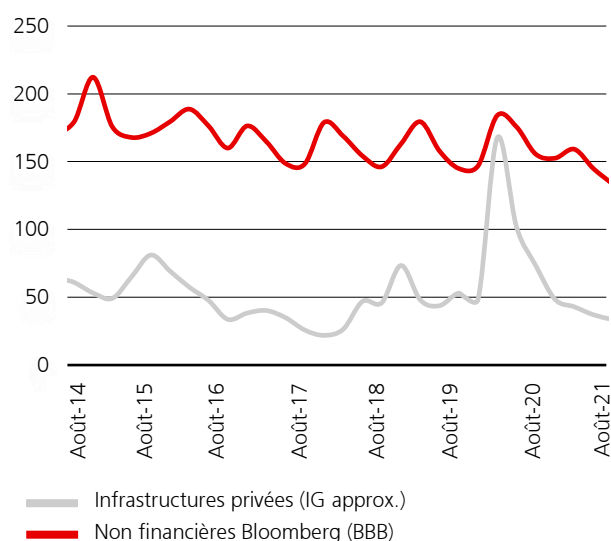
Source: Moody's Infrastructure Default and Recovery Rates, 1983- 2019, octobre 2020

¹ Règlement délégué de la Commission (UE) 2017/1542, basé sur une durée de 8 ans.

Durée et prime par rapport aux obligations d'entreprises publiques

- La nature des actifs d'infrastructure à forte intensité de capital est bien adaptée aux capitaux investis à long terme, faisant de cette classe d'actifs une composante idéale pour la couverture des engagements futurs.
- La dette d'infrastructure offre une prime durable par rapport aux obligations d'entreprises publiques (voir figure 2), reflétant sa complexité et son caractère illiquide, ainsi que l'expertise requise en matière d'origination et de rapidité d'exécution
- La recherche de rendements s'est intensifiée avec la persistance des taux bas. Les rendements des obligations d'entreprises publiques de qualité n'ont jamais été aussi bas. Cette prime sur la dette d'infrastructure a largement contribué à l'augmentation des allocations dans ce secteur.

Figure 2: Spreads sur la dette d'infrastructure privée
(point de base, p.a.)

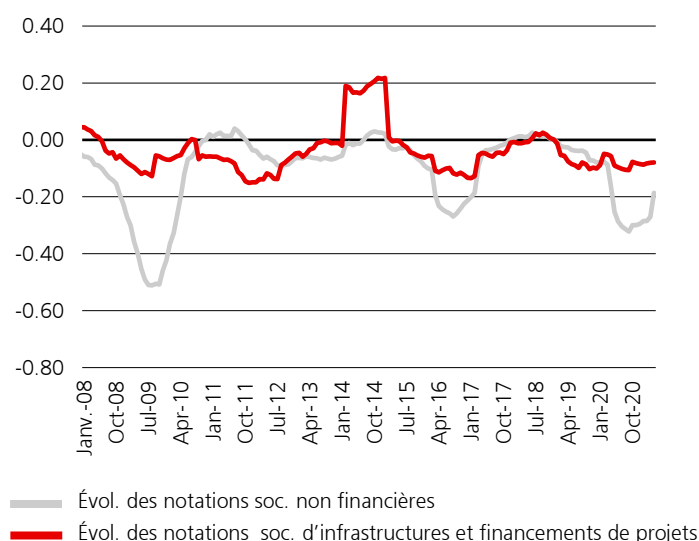


Source: EDHEC Scientific Infrastructure, Indices de la dette (Europe), novembre 2021

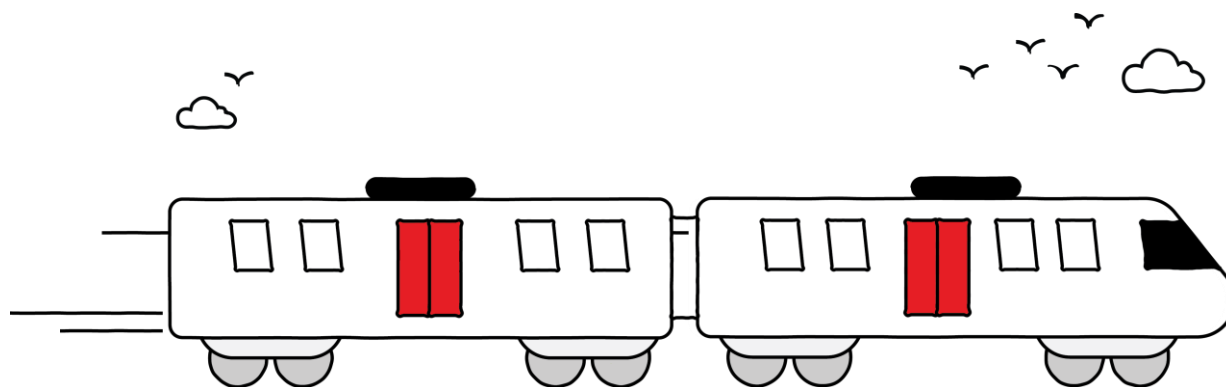
Diversification

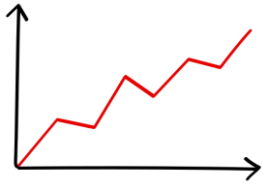
- La classe d'actifs se compose de plusieurs sous-secteurs, exposés chacun à différents facteurs réglementaires et de marché. Ceci se reflète dans la dispersion des résultats par sous-secteur durant la pandémie de COVID-19 (voir figure 8).
- Selon Moody's, le caractère essentiel des actifs d'infrastructure génère historiquement une plus grande stabilité des flux de trésorerie et moins d'abaissement de note par rapport aux entreprises
- Les données de la grande crise financière et du choc du COVID-19 soutiennent la thèse de la forte résilience des flux de trésorerie des actifs d'infrastructure, qui offrent une diversification par rapport aux grandes entreprises (voir figure 3).

Figure 3: Distanciation de la notation des infrastructures par rapport à celle des entreprises



Source: Moody's: Default and recoveries: COVID-19 one year on – infrastructure proves its resilience, mai 2021



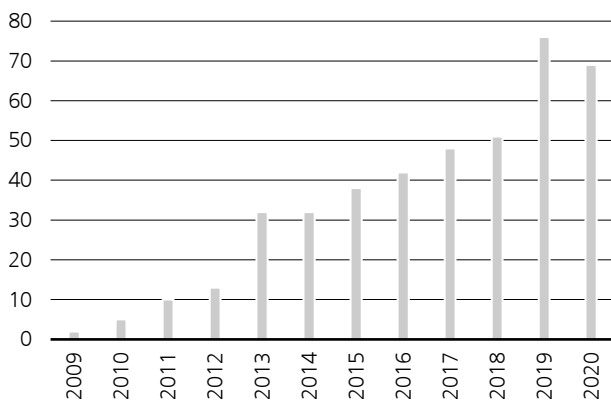


Comment cette classe d'actif s'est-elle développée?

Les investisseurs institutionnels augmentent leur part de marché

Dans notre livre blanc de 2017¹, une hypothèse centrale était que les investisseurs institutionnels continueraient à accroître leur part de marché sur le marché de la dette européenne aux dépens des prêteurs bancaires traditionnels. Comme le montre la figure 4, le nombre de transactions financées par des prêteurs non bancaires continue de croître.

Figure 4: Nombre de transactions dans les infrastructures européennes financées par des prêteurs non bancaires



Source: Inframation, août 2021

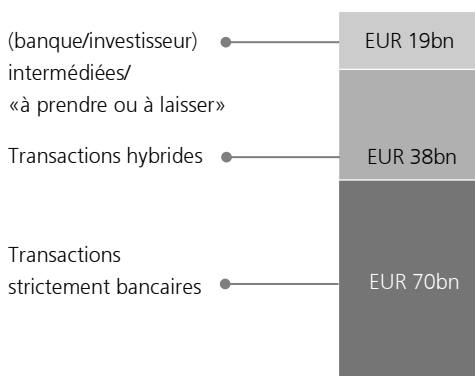
Le marché européen de la dette d'infrastructure représente environ 130 milliards d'EUR par an (voir Figure 5). Il y a dix ans, le marché du financement était dominé par le financement bancaire. Nous estimons qu'à présent les transactions *strictement* bancaires ne représentent plus que 55% du marché environ. Les investisseurs institutionnels sont impliqués dans le reste des transactions, soit en tant que membre d'un club, soit en tant que seul prêteur.

Nous faisons la distinction entre les transactions fortement intermédiées par des banques d'investissement et/ou qui émettent des obligations publiques ou des placements privés et les transactions *hybrides* où un investisseur dans la dette/fonds est impliqué dans une transaction qui a nécessité une structuration.

La portion hybride du marché est la plus pertinente pour les investisseurs en infrastructure qui cherchent à générer une prime. La part des transactions hybrides dans le volume total des transactions a été multipliée par trois par rapport à la période 2016-2018 et représente désormais environ 35% du total des transactions.

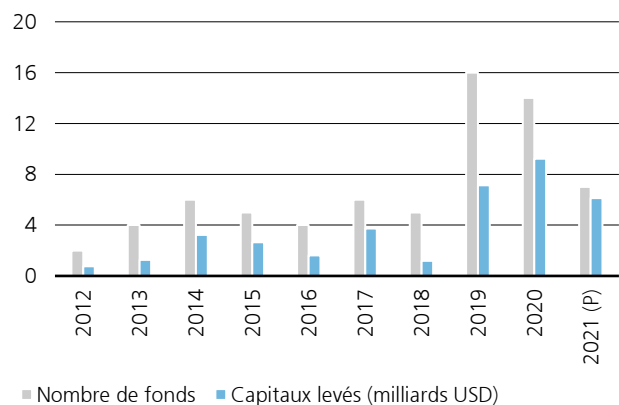
Cette augmentation reflète la sophistication croissante des fonds d'emprunt et une plus grande collaboration avec les banques. Nous nous attendons à ce que la portion hybride du marché continue à se développer au détriment des transactions strictement bancaires.

Figure 5: Marché européen de la dette d'infrastructure privée de 127 milliards d'euros*



Source: UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM); Bloomberg; InfraDeal, juin 2021. Remarques: * Moyenne annuelle pour le financement privé d'infrastructures en 2019-2020.

Figure 6: Levées de fonds du marché européen de la dette d'infrastructure (en points de base par an)



Source: Preqin, janvier 2022

Les levées de fonds du marché de la dette d'infrastructure en Europe sont parties à la hausse en 2017. Sous l'effet combiné des modifications apportées au traitement de Solvabilité II et de la baisse constante des rendements, l'attrait de cette classe d'actifs s'est renforcé (voir Figure 6). Cependant, le marché des fonds de dette d'infrastructure demeure relativement immature, 75% des capitaux levés par les 10 premiers gestionnaires se situant en Europe. Cela signifie que les tendances annuelles peuvent être influencées par des levées de fonds de très grands gestionnaires lors d'une même année. La croissance de la taille des fonds est davantage représentative: l'augmentation médiane des capitaux levés par ces gestionnaires a été de 30% sur les deux dernières années.

Historiquement, les levées de capitaux sur le marché européen concernent principalement le segment de la dette de premier rang. Nous observons plus récemment certains grands gestionnaires ajouter des offres haut rendement/junior à leur palette de produits. Nous estimons qu'environ 20% des transactions de dette d'infrastructure peuvent correspondre à de tels mandats, offrant un vaste marché potentiel pour le flux de transactions.

La rentabilité accrue est également attrayante pour les investisseurs à la recherche de rendement, d'autant plus que le crédit non investment grade est moins touché par les programmes d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne.

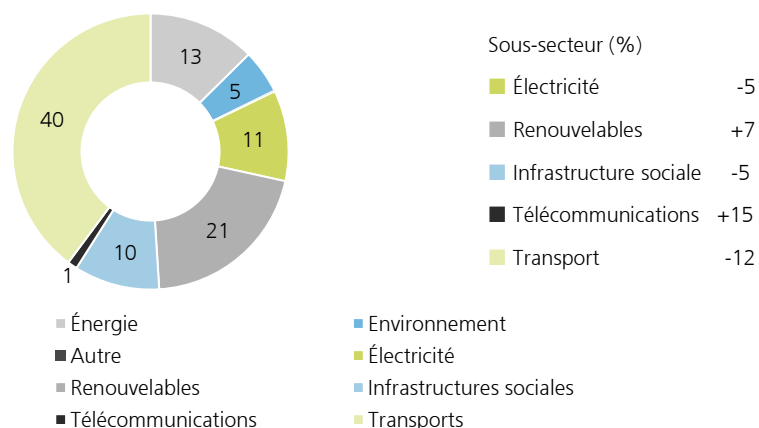
Plus de diversification

Le secteur des infrastructures s'est diversifié au cours de la dernière décennie (voir figure 7). Les secteurs qui ont connu la plus forte croissance sont les télécommunications (+15%) et les énergies renouvelables (+7%), tandis que les transports (-12%) et le social (-5%) ont connu la plus forte baisse en termes de parts de marché. Le déclin du secteur des transports est probablement surestimé par la sévérité de l'impact de la COVID-19 sur le secteur en 2020. Cependant, ces tendances reflètent l'exposition positive de l'infrastructure à d'importantes tendances à long terme de l'économie, notamment autour de la décarbonisation et de la numérisation.

Figure 7: Le secteur des infrastructures présente désormais une plus forte diversification

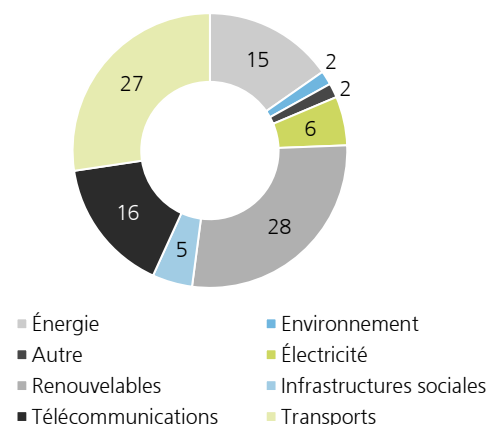
Répartition en sous-secteurs, 2010-2012

(% du marché européen par taille de transaction)

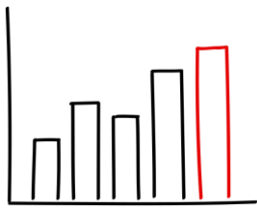


Répartition en sous-secteurs, 2018-2020

(% du marché européen par taille de transaction)



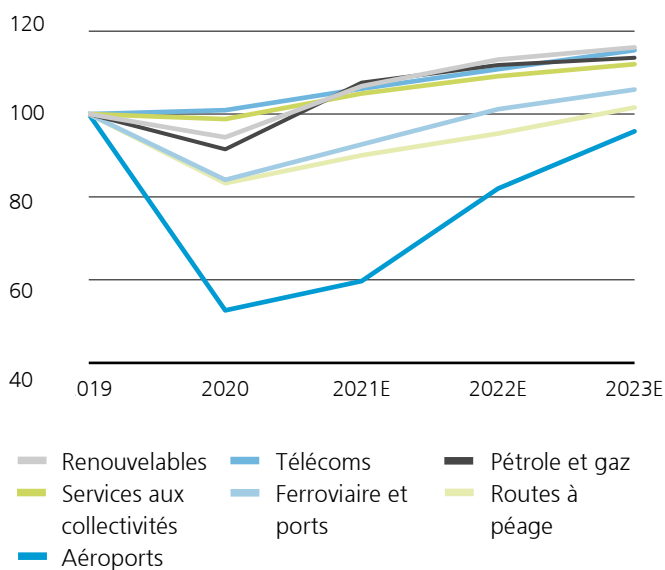
Source: Inframation, UBS Asset Management, Real Estate & Private Markets (REPM), octobre 2021



Expérience durant la pandémie de COVID-19

Le secteur des infrastructures comprend de nombreux sous-secteurs qui apportent de la diversification. Ainsi, la figure 8 illustre les performances des différents sous-secteurs depuis la crise du COVID-19 et les prévisions de revenus jusqu'en 2023.

Figure 8: La différenciation par secteur de la reprise suite au COVID-19 illustre la diversification (2019 = 100%)



Source: Bloomberg, juillet 2021

Les infrastructures ont bien résisté à la crise du COVID-19, Moody's indiquant² que seulement 11% de son univers a subi des baisses de notation, contre 26% pour les entreprises. Les défaillances, peu nombreuses, ont concerné principalement les centrales à charbon et les actifs argentins. Il n'y a eu aucune défaillance dans le secteur de l'infrastructure en Europe au cours de l'année terminée en mars 2021.

La pandémie a été un bon test prouvant les avantages de la diversification des infrastructures. Comme le montre la figure 3, l'infrastructure a mieux résisté que la dette des sociétés non financières et a fait l'objet de moins d'abaissement de notation. Cela est attribuable à l'expérience tirée de la grande crise financière.

Accent plus marqué sur la durabilité

Cette classe d'actifs est bien positionnée pour soutenir la décarbonisation des secteurs de l'énergie et des transports. Elle peut également apporter d'importants avantages sociaux et économiques contribuant au système, par exemple en déployant la fibre en milieu rural ou en offrant des services de santé. Cependant, malgré ces avantages, de nombreux actifs, notamment dans les secteurs du transport et de l'énergie conventionnelle, ont une empreinte carbone encore élevée.

Comme les fournisseurs de dette d'infrastructure ont moins de contrôle sur les actifs, ils disposent de moins de levier pour améliorer le profil ESG d'un investissement par rapport à des fournisseurs de capitaux. Les deux réels leviers dont ils disposent sont l'incitation à améliorer leur divulgation des facteurs ESG et la mise en place de stratégies d'engagement pour amener les emprunteurs à adopter un profil plus durable.

La première étape en vue d'améliorer le profil ESG d'un actif consiste, pour l'emprunteur, à publier l'état de son empreinte carbone et ses indicateurs ESG clés. L'amélioration de la transparence et de la divulgation constituent des objectifs centraux du règlement européen sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR), qui est entré en vigueur en mars 2021.

Le deuxième levier disponible est l'engagement, c'est-à-dire la collaboration avec l'entreprise en vue d'établir des indicateurs ESG et l'amélioration du profil au fil du temps, généralement par le biais d'incitations d'ajustements de marge («margin ratchet»). Selon Bloomberg, le marché de la dette durable a été multiplié par trois par rapport à 2017 pour atteindre 721 milliards d'USD en 2020. Mais la dette durable est également visée par certains détracteurs, notamment lorsque les margin ratchets s'avèrent trop faibles pour influencer le comportement et concernant l'insuffisance des mécanismes de contrôle sur les prêts liés à la durabilité.

² Moody's: Default and recoveries: COVID-19 one year on infrastructure proves its resilience, mai 2021



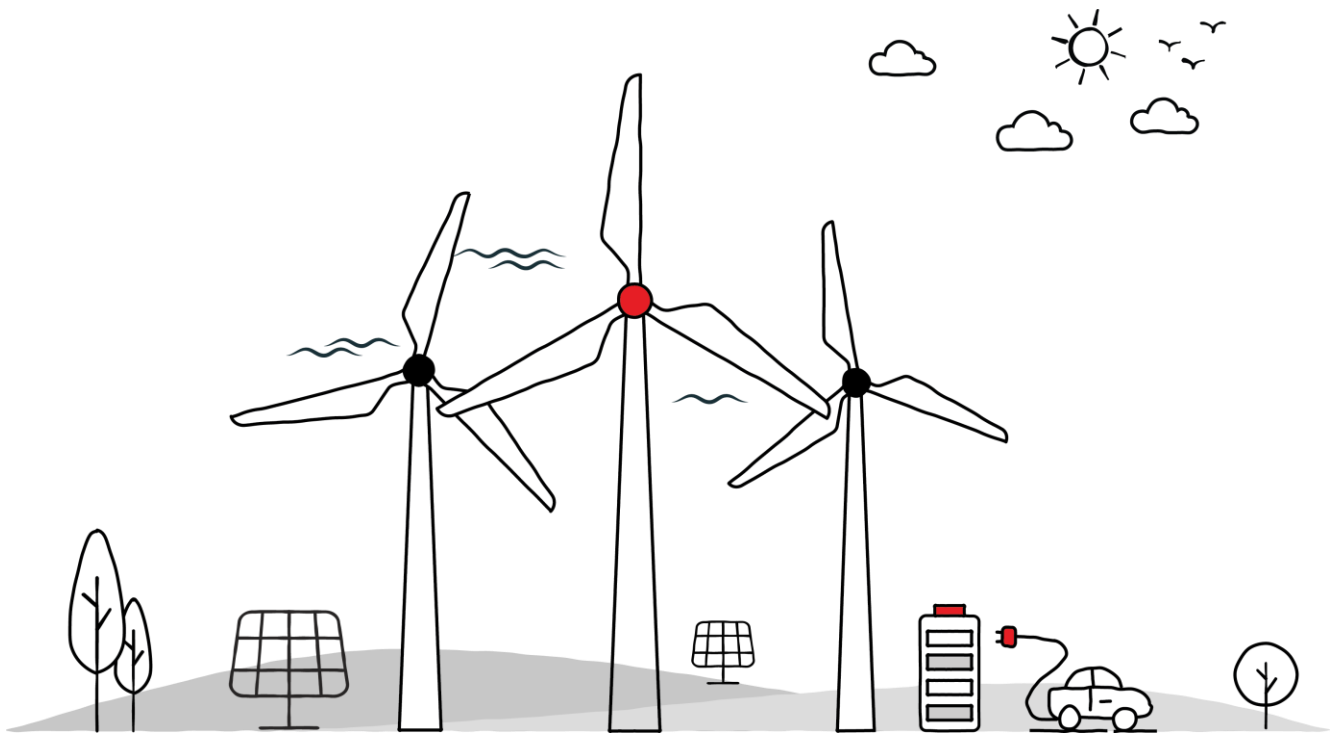
Conclusion

Le marché de la dette d'infrastructure poursuit sa trajectoire de croissance et ce, tout en continuant à offrir les mêmes caractéristiques défensives qui ont attiré à l'origine les investisseurs institutionnels vers cette classe d'actifs.

La part des investisseurs institutionnels sur le marché européen de la dette d'infrastructure continue de croître. Cette évolution est due à la nature défensive de la classe d'actifs et à la prime qu'elle continue d'offrir par rapport aux obligations publiques. Le secteur a fait preuve de résilience pendant la crise du COVID-19, ce qui devrait favoriser l'augmentation des investissements à l'avenir.

Nous nous attendons à ce que l'accent soit mis de plus en plus sur la durabilité. Cette évolution sera encouragée par la demande des investisseurs et les pressions réglementaires exercées par le SFDR de l'UE.

La dette d'infrastructure est positivement exposée à d'importantes tendances à long terme de l'économie et sera amenée à continuer d'évoluer. Par ailleurs, nous pensons que la classe d'actifs continuera à démontrer son rôle central en tant que moyen de diversification au sein des portefeuilles des investisseurs.



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



Suivez-nous sur LinkedIn

Pour accéder à notre plateforme d'analyse, **scannez-moi!**



www.ubs.com/aminfrastructureresearch

La présente publication ne peut en aucun cas être considérée comme une incitation à l'achat ou à la vente de titres ou autres instruments financiers d'UBS Asset Management Switzerland AG ou de ses filiales en Suisse, aux Etats-Unis ou dans toute autre juridiction.

UBS interdit strictement la redistribution ou la reproduction, totale ou partielle, du présent document sans son autorisation écrite préalable, et UBS ne saurait être tenue responsable de quelque manière que ce soit 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. Pour les investissements dans l'immobilier/les infrastructures/le private equity (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 les investisseurs peuvent ne pas récupérer le capital initialement investi. Aucune opinion quant au marché ou aux investissements exprimée ici ne doit être considérée comme une recherche/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 ici reflètent le jugement d'UBS Asset Management au moment de la rédaction du présent document, et 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 individuel, 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 pour 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 mars 2022. Sauf indication contraire, toutes les informations datent de mars 2022. Publié en mars 2022. **Autorisé à des fins d'utilisation internationale.**

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

