

REVUE DE MARCHÉ

Generali Global Infrastructure (GGI)

1^{er} semestre 2020

La tendance : les banques centrales appellent à lutter contre le changement climatique

Le besoin d'investir de façon accrue dans les infrastructures essentielles ne cesse de prendre de l'ampleur partout dans le monde. La prise de conscience que des mesures sont devenues absolument nécessaires pour limiter le changement climatique incite les États et les sociétés de services aux collectivités à envisager des investissements croissants dans les sources d'énergie renouvelables, afin de soutenir la transition énergétique et s'éloigner des combustibles fossiles.

Il s'agit là d'une bonne nouvelle pour les investisseurs institutionnels dans les infrastructures mondiales. Non seulement le nombre d'opportunités disponibles et économiquement viables augmente rapidement, mais le nombre de projets conformes aux Objectifs de Développement Durable (ODD) s'accroît aussi à un rythme soutenu. Par conséquent, les investisseurs en dette d'infrastructure globale peuvent être assurés que la majorité de leurs investissements obligataires sont bel et bien verts. La dette d'infrastructure globale n'en est que plus recommandable en tant que classe « d'actifs verte », se révélant plus fiable, par exemple, que les obligations vertes que la polémique sur le « greenwashing » a fini par rendre incertaine la nature véritablement verte de l'investissement ; plus généralement, départager les actifs en actifs verts et en actifs bruns exige des niveaux de fiabilité encore très élevés. La dette d'infrastructure constitue une exception notable à cette règle, en raison du haut niveau de transparence environnementale des projets concernés.

Les banquiers centraux sonnent la charge

Le 2 décembre, à l'occasion de l'un de ses premiers discours officiels en tant que présidente de la Banque Centrale Européenne (BCE), Christine Lagarde a annoncé que le risque climatique serait pris en compte de façon renforcée dans les stratégies de mise en œuvre de la politique monétaire de l'institution. Le 19 décembre, le gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), Mark Carney, a publié une tribune dans le Financial Times dont le message était similaire. Si, du point de vue de la politique monétaire, ces annonces sont plutôt controversées, elles reflètent cependant une prise de conscience croissante des banquiers centraux de la latitude bien réelle dont ils disposent pour favoriser, en orientant volontairement leurs mesures de relance monétaire, les entreprises dont les biens et services profitent à l'environnement mondial, plutôt que

celles qui le polluent. Ce changement de direction de la politique monétaire résulte de la conviction que les marchés financiers évaluent mal les risques aujourd'hui, et du constat que la mise en œuvre actuelle de la politique monétaire entretient justement les marchés dans cette défaillance.

Mais il se pourrait bien que les banquiers centraux aient encore d'autres idées derrière la tête.

La raison de ces annonces - de toute évidence concertées - sur les risques climatiques pourrait tenir à la préoccupation sincère des États quant à la disponibilité des capitaux nécessaires aux investissements indispensables au développement des énergies renouvelables. GGI ne serait pas surpris qu'une prochaine étape de la mise en œuvre de cette nouvelle politique des banques centrales consiste à discriminer positivement les investissements liés au climat, au travers de l'établissement d'exigences de fonds propres pour les institutions financières réglementées.

Proposer les biens d'intérêt collectif à leur juste valeur de marché

D'un point de vue macroéconomique, une telle démarche peut être motivée par le désir de révéler et de distinguer la valeur de marché des biens écologiquement durables (ou d'intérêt collectif) par rapport à celle des biens écologiquement polluants. Et cela semblerait logique au regard des sommes d'argent que nos sociétés doivent consacrer à un rythme soutenu à ces technologies d'infrastructures essentielles à l'établissement d'une croissance économique durable. En préparant le terrain pour favoriser les investissements en capital à impact positif, et pénaliser ceux qui ne le sont pas, les banques centrales se font les championnes de la redirection des capitaux rares vers les investissements responsables, dont la valeur est la plus grande pour la société. Par conséquent, les investisseurs seraient mieux à même d'observer la fixation des cours de marché des biens d'intérêt collectif par rapport à ceux qui ne le sont pas, ainsi, les marchés financiers finiraient par bénéficier de ces initiatives à première vue surprenantes prises par les banquiers centraux.

Alors que la lutte contre les risques climatiques va devenir un instrument parmi d'autres de la mise en œuvre de la politique monétaire des banques centrales, miser sur l'investissement durable sera véritablement une approche indispensable.

Réseaux : passer à la vitesse supérieure

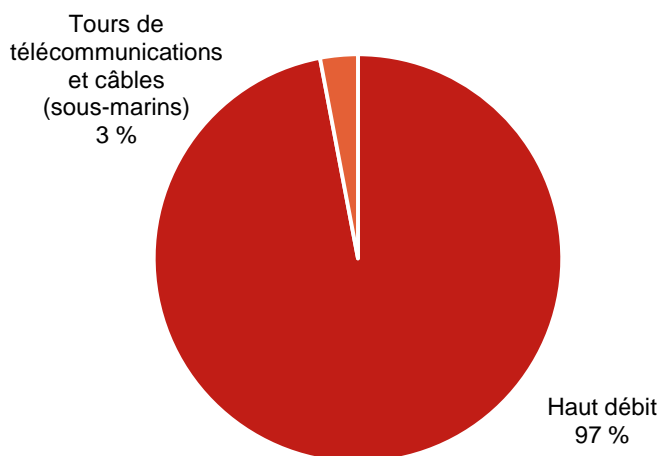
Le changement climatique, qui est le principal défi auquel notre époque fait face, a engendré une dynamique d'action considérable; pourtant, et aussi surprenant que cela puisse paraître, le secteur le plus actif dans les infrastructures mondiales au cours du quatrième trimestre 2019 n'a pas été celui des énergies renouvelables ou de l'efficacité énergétique, mais celui du haut débit. GGI a examiné 11 transactions de haut débit par fibre optique intervenues durant cette période, dans 5 pays européens, et dont le volume de financement dépassait 8 Mds d'EUR.

La société du gigabit

Si le rôle que la fibre optique joue en Europe semble pâlir en comparaison d'autres grands défis stratégiques de notre temps, l'Union Européenne (UE) a toutefois su faire le lien entre la connectivité à haut débit et la compétitivité économique. En 2016, la Commission européenne a adopté une série de propositions visant à établir une « société européenne du gigabit », avec des objectifs ambitieux pour le haut débit. D'ici 2025, l'UE prévoit ainsi que tous les ménages européens, qu'ils soient urbains ou ruraux, aient accès à des réseaux offrant une vitesse de téléchargement d'au moins 100 Mbps, et que toutes les écoles, les centres de transport et les secteurs à forte intensité digitale aient accès à des réseaux offrant des vitesses de téléchargement d'au moins 1 gigabit par seconde.

Analyse par GGI des transactions du secteur des télécommunication au T4 2019

Télécommunications par sous-secteur



Ces décisions de l'UE datant d'il y a maintenant trois ans, nous pouvons d'ores et déjà en voir la concrétisation en termes de déploiement de la fibre, un élément fondamental de la stratégie de connectivité européenne. À l'heure actuelle, l'ADSL par fil de cuivre est la première technologie fixe à large bande en Europe, puisqu'elle représente 49,9 % de l'ensemble des lignes fixes à large bande. L'utilisation de la fibre devrait toutefois dépasser celle du cuivre dès 2023, avec un taux de croissance annuel composé de 12,4 % jusqu'en 2024. D'importants investissements sont déjà en cours ; il faudra néanmoins faire bien davantage pour que tout cela devienne réalité.

Selon l'organisme sectoriel FTTH Council of Europe, le déploiement d'une couverture complète en fibre optique au sein de l'UE devrait coûter 156 Mds d'EUR

La France mène la course

La France a pris la tête du déploiement de la fibre en Europe. L'ARCEP, l'autorité de régulation nationale ad hoc, les opérateurs de télécommunications français, le gouvernement et les collectivités locales ont tous joué leur rôle en établissant de nouveaux modèles d'affaires favorables aux entreprises de réseaux de fibre optique propriétaires de leurs actifs. Les entreprises de fibre optique sont en effet généralement propriétaires de la fibre "noire", c'est-à-dire du réseau physique de fibre optique ; la capacité inhérente au réseau de fibre est pour sa part sous-traitée aux sociétés de télécommunications, parfois sur la base d'un contrat à long terme, parfois selon une approche plus axée sur le marché et, dans le cas des réseaux ruraux de fibres, sur la base de concessions. Les fondamentaux de ce modèle d'activité sont plus que convaincants : une fois qu'un câble en fibre optique est posé, il sera toujours moins cher pour une compagnie de télécommunications de réserver de la capacité sur ce câble, plutôt que d'installer un câble concurrent. Comme la fibre n'est soumise à aucune contrainte de capacité, et ne souffre pratiquement d'aucune perte de capacité de données sur les longues distances, elle demeure également à l'épreuve de l'augmentation rapide de la consommation de données.

Le futur passera par la fibre

Les fondamentaux de la fibre optique sont clairs et très persuasifs : d'une part, une importance stratégique pour la compétitivité européenne, d'autre part, un besoin manifeste du marché pour une meilleure technologie de réseau, compte tenu de l'augmentation rapide de la consommation de données. Comme c'est généralement le cas pour les nouveaux secteurs, chaque transaction qui y intervient est unique et offre des opportunités elles-mêmes bien spécifiques en termes de risque / performance, qui doivent être analysées de près. GGI continuera à réaliser des transactions dans ce secteur et à contribuer à répondre aux besoins technologiques futurs de l'Europe.

Énergies renouvelables : une valeur évidente pour la collectivité, mais qu'en est-il pour l'investissement ?

Les énergies renouvelables ont été l'un des secteurs d'infrastructure les plus dynamiques de la dernière décennie, à l'échelle mondiale. Cela n'est cependant guère surprenant compte tenu des engagements politiques importants qui ont été pris en vue de réduire l'intensité en carbone de notre consommation d'énergie et, plus largement, de nos économies. Selon des données d'InfraMation, les énergies renouvelables ont représenté le plus grand volume d'activité du secteur global des infrastructures en 2017 et en 2018. En 2019, elles caracolent à nouveau en tête, avec un montant total de 95 Md EUR de transactions sur les marchés actions et obligataires mondiaux, dont plus de 40 % réalisés en Europe.

Ces volumes déjà impressionnants devraient même s'amplifier, une activité bien plus importante s'avérant probablement nécessaire pour atteindre des objectifs politiques ambitieux tels que celui fixé par l'UE de faire en sorte que 32 % de l'énergie soit issue de sources renouvelables d'ici 2030, contre 20 % en 2020. Les États ont stimulé les investissements au sein du secteur en s'engageant à soutenir des régimes réglementaires favorables et des tarifs de rachat garantis. Le marché du financement est allé dans le même sens, les banques dans un premier temps, puis de façon croissante, les prêteurs institutionnels qui ont joué un rôle essentiel dans l'apport de liquidités.

Une compression des spreads surprenante

Alors que les manuels d'économie recommanderaient un durcissement des conditions financières face au déséquilibre actuel existant entre l'offre et la demande, la réalité se montre tout autre: les spreads obligataires des énergies renouvelables se sont en effet considérablement resserrés. Cette compression des marges témoigne de l'assurance grandissante des investisseurs face aux risques - en matière de technologie, de ressources et de réglementation - inhérents au domaine des énergies renouvelables, et ce, grâce à l'expérience significative acquise lors des premiers cycles d'investissements dans ce secteur.

Aujourd'hui, on considère généralement que les technologies majeures que sont l'éolien onshore, l'éolien offshore et le solaire photovoltaïque ont fait leurs preuves et qu'elles sont parvenues à maturité. L'incidence en est patente sur les cours actuels du marché, avec des marges généralement faibles (entre 100 et 110) au niveau des financements, qui sont structurés de façon à pouvoir prétendre à la catégorie Investment Grade, telle qu'elle est définie par les méthodes reconnues des agences de notation.

Comment tout cela a-t-il pu advenir ? Les banques se sont en fait montrées particulièrement combattives dans ce secteur : pour partie, cela s'explique par le nombre considérable de projets à réaliser et par les relations clientèle déjà nouées avec des acteurs des énergies renouvelables ; également, dans certains cas, les banques ont bénéficié d'initiatives publiques spécifiques visant à réduire le coût du financement bancaire des projets d'énergies renouvelables - on peut citer, par exemple, le Programme KfW pour les énergies renouvelables en Allemagne, qui octroie des liquidités à meilleur coût aux banques afin qu'elles les rétrocèdent aux opérateurs du secteur, le programme Dutch Green Funds aux Pays-Bas, qui accorde des crédits d'impôt, ou encore les initiatives similaires lancées par la Banque européenne d'investissement (BEI).

À la recherche de la valeur

Le marché des énergies renouvelables est-il simplement en surchauffe ou peut-il effectivement créer de la valeur ? Si la surchauffe est bien réelle, GGI estime que des réserves de valeur sont cependant encore exploitables, avec certains segments du marché bénéficiant d'une approche conjointe des banques et des institutions mieux harmonisée.

Par exemple, alors que les parcs éoliens offshore récemment mis en service en Allemagne sont financés sur des écarts situés entre 100 et 110, les écarts présentés par certains projets d'énergies renouvelables espagnols et portugais, disposant d'un profil Investment Grade, se situent plutôt pour leur part entre 190 et 250.

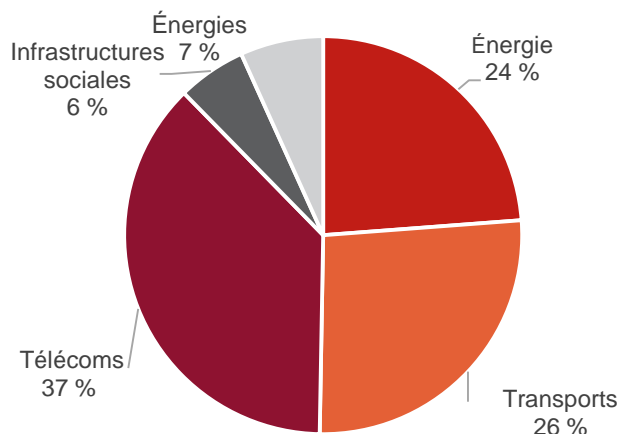
Il n'est donc pas surprenant que, tout en continuant à suivre des projets d'énergies renouvelables attractifs partout en Europe, GGI ait orienté ses investissements vers deux financements spécifiques au sein de ce secteur, l'un situé en Espagne et l'autre au Portugal.

Les primes disponibles dans la péninsule ibérique ne dureront cependant pas ; elles s'amenuisent déjà, à mesure que le flux de liquidités entrant sur le marché s'accroît. Ceci étant, les énergies renouvelables se trouvent à un tournant majeur : leur statut va passer de celui de technologie subventionnée à celui d'un secteur économiquement viable à part entière. Certes, les investisseurs dans les énergies renouvelables seront confrontés à de nouveaux risques et défis, mais bénéficieront également de nouvelles opportunités d'innovation et de rendement.

Analyse du flux de transactions et de l'écart de rendement

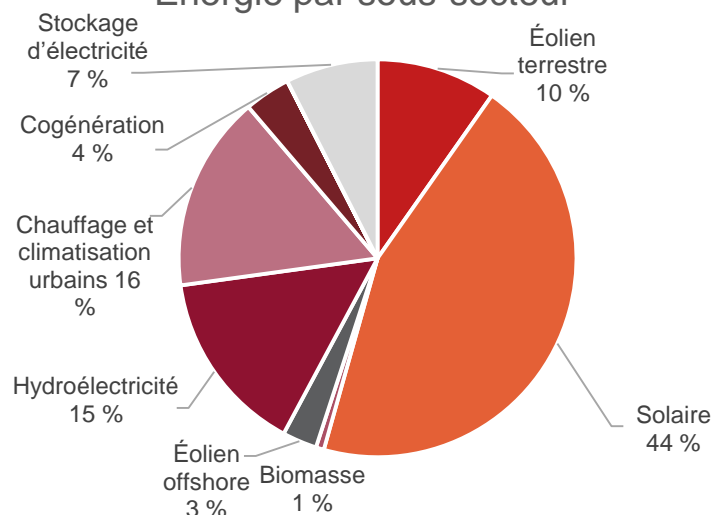
Analyse par GGI du flux de transactions du 4^{ème} trimestre 2019 – Volume total : 22.4 Mds EUR

Volume par secteur



Source : Generali Global Infrastructure, décembre 2019.

Énergie par sous-secteur



Remarques :

- L'énergie, les télécoms et les transports ont représenté la majorité des transactions du T4.
- C'est dans le secteur des transports que les opérations présentent la plus grande hétérogénéité : routes à péage, chemins de fer, crédit-bail de locomotives, etc.

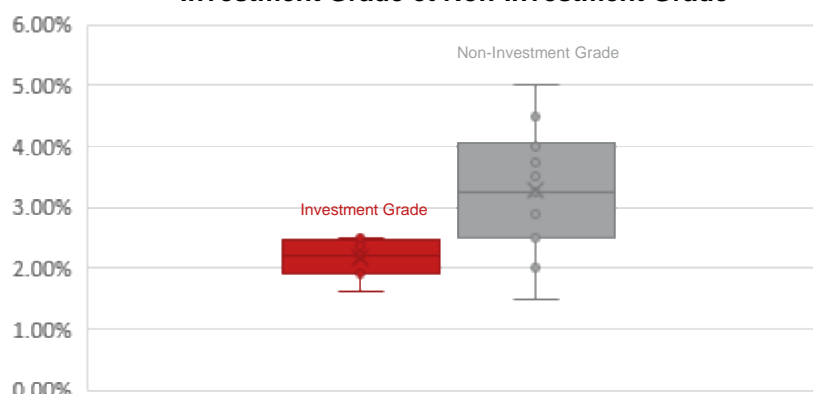
Remarques :

- La faible part de l'éolien offshore reflète un biais de sélection, défavorable aux transactions importantes dont le couple risque / rendement est peu attractif.
- Toutes les opérations au sein du secteur de l'énergie ont trait aux énergies renouvelables, y compris celles relatives au stockage.

Analyse de l'écart de rendement

Sur la base du flux de transactions réalisées au cours du 4^e trimestre 2019, GGI a créé un diagramme des opérations de dette d'infrastructure qu'elle a sélectionnées en vue d'y investir. Ce graphique distingue notamment les transactions de qualité Investment Grade (IG) de celles qui ne le sont pas.

Comparaison des écarts entre Investment Grade et Non-Investment Grade



Remarques :

- Les données présentent un biais de sélection résultant de transactions présélectionnées qui répondaient aux critères de risque / rendement de GGI.
- L'inclusion des transactions non retenues ferait apparaître des écarts plus faibles que ceux montrés ici.
- Les opérations non IG révèlent une plus grande dispersion des spreads, qui reflète la diversité des opportunités offertes, de la dette de qualité quasiment IG aux tranches subordonnées plus spéculatives.

Note : Les boîtes représentent une concentration de 50 % de la distribution par rapport à la moyenne. Les barres illustrent une série complète de points de données.

Flux de transactions

Flux de transactions total du 4 ^{ème} trimestre	149
Nb de transactions analysées par GGI	118
Nb de transactions conclues par GGI	5



CONTACTS



Philippe Benaroya,
Associé gérant, CEO
philippe.benaroya@generaliglobalinfra.com
F. : +33 1 56 89 00 39
P. : +33 7 88 68 41 43



Alban de La Selle,
Associé gérant, CIO
alban.delaselle@generaliglobalinfra.com
F. : +33 1 56 89 00 38
P. : +33 6 76 31 26 62



Gilles Lengaigne,
Associé gérant, Responsable Origination &
Développement Corporate
gilles.lengaigne@generaliglobalinfra.com
F. : +33 1 56 89 00 36
P. : +33 6 42 70 44 85

Generali Global Infrastructure, leaders européens

Generali Global Infrastructure (GGI) est une société de gestion d'actifs dédiée aux investissements dans les infrastructures. Créée en 2018 par trois associés gérants, elle forme un partenariat stratégique au sein de la plate-forme multi-boutique du Groupe Generali. GGI a assemblé une équipe d'investissement spécialisée en infrastructures parmi les plus étoffées et expérimentées d'Europe et gère des capitaux provenant à la fois du Groupe Generali et d'investisseurs tiers.

La Société propose un large horizon d'investissement d'un point de vue sectoriel et géographique, une gouvernance garantissant l'indépendance de la société en matière de gestion de ses actifs et un principe fondateur d'agir en investisseur responsable, conciliant performance financière et extra-financière.

Les informations contenues dans ce document sont uniquement des informations générales sur les produits et services fournis par Generali Global Infrastructure et le groupe Generali. Elles ne constituent en aucun cas une offre, une recommandation ou une sollicitation de souscription de parts/actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou une demande d'offre de services d'investissement. Elles ne sont pas liées à un contrat ou à un engagement quelconque et n'est pas destinée à en constituer le fondement. Ce document ne doit pas être considérée comme une recommandation explicite ou implicite de stratégie d'investissement ou comme un conseil en investissement. Avant de souscrire une offre de services d'investissement, chaque client potentiel reçoit tous les documents prévus par la réglementation en vigueur, documents qu'il doit lire attentivement avant de faire un choix d'investissement. Aucune partie de ce document ne peut être (i) copiée, photocopiée ou dupliquée sous quelque forme que ce soit et par quelque moyen que ce soit ou (ii) redistribuée sans l'accord écrit préalable de Generali Global Infrastructure. Les informations contenues dans ce document sont régulièrement mises à jour par Generali Global Infrastructure et les entités concernées du Groupe Generali qui ne sont en aucun cas responsables en cas d'éventuels dommages ou pertes liés à l'utilisation inappropriée des informations fournies dans le présent document ou par des défauts/omissions dans son contenu. Les performances passées ne sont pas une garantie des performances futures. Aucune assurance n'est donnée quant à la correspondance approximative des performances futures avec celles mentionnées. De plus amples informations sur les produits et services fournis par Assicurazioni Generali S.p.A. sont disponibles sur notre site web www.generali.com et www.generali-investments.com

UNIQUEMENT POUR LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS AU SENS DE LA DIRECTIVE 2014/65/UE
AGISSANT POUR COMPTE PROPRE ET/OU POUR COMPTE DE TIERS DE MANIÈRE DISCRÉTIONNAIRE



Visitez notre site internet :
www.generali-investments.com



Suivez-nous sur Twitter :
@Generali_Inv_FR



sur LinkedIn :
Generali Investments



et sur Youtube :
Generali Investments