

Des caractéristiques et des profils de risque différents

Tous les projets d'infrastructure ne se ressemblent pas

Les placements en infrastructures offrent aux caisses de pensions des opportunités intéressantes. Mais avant de se lancer dans un tel projet, il s'agit de bien étudier ses caractéristiques et notamment de se demander quel avantage de diversification supplémentaire en résultera pour le portefeuille global.

EN BREF

Les facteurs de risque ou de rendement varient en fonction de l'objet: l'inflation, les risques politiques, l'évolution conjoncturelle et démographique, la maturité de l'objet ou les conditions météorologiques figurent parmi les facteurs d'influence typiques.

Les exposés et les publications plaidant la cause des «infrastructures» comme catégorie de placement mettent souvent en avant le potentiel de diversification supplémentaire de tels investissements (voir par exemple 1 et 2 dans l'encadré «Sources», page 80). La motion Weibel (3) qui préconise elle aussi une classe d'actifs à part pour les placements en infrastructures emploie également cet argument et insiste sur l'effet réducteur du risque que peuvent avoir de tels investissements dans un portefeuille de caisse de pensions en raison de leur faible corrélation avec les actions et les obligations.

Définition et caractéristiques des placements en infrastructures

Les définitions de ce qu'est un placement en infrastructures sont aussi nombreuses (4) qu'elles sont diverses. Il suffit de comparer les fonds d'infrastructures existants pour s'apercevoir que les gérants de fortune n'ont pas tous le même entendement du placement en infrastructures. On trouve en effet sous cette même dénomination générique un vaste éventail de placements qui vont des participations de type private equity dans des sociétés d'énergie ou de biens industriels en passant par des participations à caractère immobilier dans des parkings couverts jusqu'au leasing de wagons de train et d'avions.

Tous ces investissements entrent dans la définition courante très générale qui qualifie d'infrastructures tout ensemble d'installations, d'équipements et de services importants dont dépend la productivité économique de la société ou d'une

organisation (1, 4). Le potentiel de diversification d'un placement en infrastructures est toutefois déterminé par un certain nombre de caractéristiques plus ou moins affirmées telles que:

- la longue durée,
- la prévisibilité des cashflows,
- la protection contre l'inflation,
- une situation (quasi-)monopolistique sur le marché,
- les influences normatives, ou
- l'indépendance des cycles conjoncturels.

Plus ces caractéristiques sont marquées et plus un placement en infrastructures va contribuer à la diversification. Cependant, rares sont les placements qui réunissent toutes les caractéristiques, certains en affichent même très peu, il vaut donc la peine d'étudier la question de près.

En raison de la durée prolongée de l'engagement et du profil de rendement assez similaire, les placements en infrastructures sont souvent comparés à l'immobilier. Sauf que normalement, l'immobilier ne présente pas de structures monopolistiques et qu'il est souvent beaucoup plus tributaire de la situation économique générale (5). C'est aussi ce qui explique la corrélation somme toute limitée entre l'immobilier et une infrastructure privée.

Comment les placements en infrastructures contribuent-ils à la diversification du portefeuille?

L'attrait des placements en infrastructures ne vient qu'en partie des rende-

Matrice des corrélations

1996-2015		Actions globales	Obligations globales	Private Equity	Hedge Funds	Immobilier USA Core/Core+	Immobilier Europe Core	Immobilier APAC Core	Infrastructures OCDE Core/Core+	Maritime/Transport Global	All-Tranche REITs	Infrastructure Asie
Placements financiers	Actions globales	1.0										
	Obligations globales	0.0	1.0									
Autres placements alternatifs	Private Equity	0.7	-0.3	1.0								
	Hedge Funds	0.7	-0.3	0.8	1.0							
Immobilier global	Immobilier USA Core/Core+	0.2	-0.3	0.4	0.3	1.0						
	Immobilier Europe Core	0.4	-0.4	0.6	0.4	0.7	1.0					
	Immobilier APAC Core	0.2	-0.3	0.4	0.3	0.6	0.6	1.0				
	Infrastructures OCDE Core/Core+	0.0	0.4	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.3	1.0			
Real Assets	Maritime/Transport Global	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2	0.5	0.2	1.0		
	All-Tranche REITs	0.4	0.1	0.2	0.5	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.4	1.0	
	Infrastructure Asie	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.3	0.5	0.3	0.6	0.6	1.0

En référence à J.P. Morgan Asset Management: Infrastructure Investing and Benefits for an Institutional Portfolio; Zurich, 04.04.2017.

ments intéressants qu'ils permettent de dégager – même si cet effet secondaire est évidemment fort désirable.

L'avantage principal d'un portefeuille d'infrastructures bien structuré réside dans l'effet réducteur de risque que la diversification complémentaire apporte au portefeuille dans son ensemble. De la matrice ci-dessus (6) qui montre des coefficients de corrélation, il ressort que la performance des placements en infrastructures non cotés est majoritairement déterminée par d'autres facteurs que ceux qui jouent un rôle dans les placements traditionnels.

Qu'est-ce qui caractérise un portefeuille d'infrastructures diversifié?

Un portefeuille d'infrastructures devrait lui-même être suffisamment diversifié. Vu la forte connexion avec le régulateur/partenaire contractuel public et le risque politique y lié, ainsi que le lien fréquent avec l'inflation (7), la croissance démographique et d'autres facteurs, il importe de veiller à une diversification géographique adéquate. C'est vrai également pour les placements dont le rendement est tributaire de facteurs météo-

rologiques, par exemple les centrales d'énergie solaire ou éolienne.

Les investisseurs institutionnels qui ont une aversion au risque et cherchent des cashflows stables de longue durée auront intérêt à composer un portefeuille diversifié sur plusieurs pays politiquement et économiquement stables (5) en privilégiant par exemple les Etats membres de l'OCDE.

Il convient en outre d'investir dans différents secteurs et industries afin de diversifier également par le biais des déterminantes de rendement qui jouent un rôle plus ou moins marqué. Quelques exemples à titre d'illustration: dans le secteur des transports, la rentabilité d'un placement en infrastructures est souvent étroitement liée à l'évolution de l'inflation, ce qui n'est pas forcément le cas pour les installations d'énergie éolienne à rétribution tarifée des injections. Le rendement des ports et des aéroports dépend en grande mesure de la croissance démographique et de la performance économique. Pour les équipements d'approvisionnement et de traitement de l'eau cet aspect n'en est qu'un parmi d'autres, le rendement y est souvent beaucoup plus

Sources

- 1 Weisdorf, M.A.: Infrastructure: A Growing Real Return Asset Class. CFA Institute, 2007.
- 2 Bahceci S., Leh, S.: The infrastructure moment. Investment Insights. J.P. Morgan Asset Management, 2017.
- 3 Rendre les placements dans les infrastructures plus attrayants pour les caisses de pension. Motion 15.3905, 23.09.2015.
- 4 Weber, B., Staub-Bisang, M., Alfen, H.W.: Infrastructure as an Asset Class. Wiley Finance Series, 2016.
- 5 Wolff, Z.: A Different Landscape: Infrastructure investing in the United States is headed for the mainstream. Real Asset Adviser, 2017.
- 6 J.P. Morgan Asset Management: Infrastructure Investing and Benefits for an Institutional Portfolio. Zurich, 04.04.2017.
- 7 UBS: Measuring Inflation Exposure and Managing Inflation Risk through Infrastructure Investments. Investment Note, 2012.
- 8 Weissenböck, S.: Portfoliobasiertes, quantitativ-rationales PPP-Projektselektionsmodell für Bauunternehmen. Eigenverlag des IBI an der ETH Zürich, 2015.

conditionné par les contraintes réglementaires.

Un aspect dont on parle peu et qui a tendance à être sous-estimé, c'est le fait que le profil de risque des placements en infrastructures évolue au fil de leur cycle de vie. Les équipements en voie de construction représentent un autre risque que des installations qui sont en service depuis déjà un certain temps. On peut se servir de cette évolution dynamique du risque et réussir une diversification exceptionnelle, même avec un petit nombre de placements en infrastructures dans son portefeuille, mais qui se situent tous à différents stades de leur cycle de vie (8).

S'inspirer de ce qui se passe à l'étranger

Les investisseurs institutionnels qui n'ont pas encore l'habitude des placements en infrastructures seront généralement bien inspirés d'investir pour commencer dans un portefeuille existant avec une bonne diversification géographique et sectorielle. A mesure que leur portefeuille d'infrastructures se développera, ils pourront l'affiner et l'optimiser en structurant les engagements en fonction du stade de maturité des objets.

Toutes les infrastructures ne sont pas identiques. On ne peut donc pas simplement partir du principe que tout portefeuille d'actions bien diversifié contient de toute façon un certain pourcentage de placements en infrastructures. L'intégration de tels placements dans le portefeuille global donnera seulement l'effet positif souhaité s'ils présentent des cash-flows (quasi-)monopolistiques, prévisibles à long terme, protégés contre l'inflation et indépendants des cycles conjoncturels.

De nombreux investisseurs institutionnels suisses ne se sentent pas encore à l'aise avec les placements en infrastructures. Les longues années d'expérience déjà acquises par les investisseurs institutionnels à l'étranger devraient les rassurer. Sur cette base, et compte tenu de la demande croissante de placements en infrastructures à l'échelle globale, ainsi que de démarches politiques telles que la motion Weibel, il n'est pas à exclure qu'en Suisse aussi, les placements en infrastructures joueront bientôt un rôle clé comme à l'étranger et comme le fait déjà l'immobilier. **I**

Stefan Weissenböck