
Aéroports ou routes à péage : la tendance s'inverse à nouveau

Obligations | Novembre 2020



Sharon Vieten
Investment Grade Credit
Analyst, Fixed Income

Si la pandémie de Covid-19 continue de plomber les aéroports et les vols commerciaux, l'impact sur les routes est moins fort.

Le trafic aérien mondial avait rebondi rapidement après les précédents chocs macroéconomiques (guerre du Golfe, attentats du 11 septembre, SRAS, grandes contractions cycliques...) et affiché une reprise en V, alors que les volumes des routes à péage avaient plutôt suivi une évolution en L. La crise sanitaire actuelle s'est, elle, traduite par un effondrement inédit et prolongé du transport aérien commercial. Confinement oblige, presque aucun voyageur n'est monté à bord d'un avion au deuxième trimestre 2020. Depuis, le rebond des taux de contamination, les fermetures temporaires de frontières et les quarantaines ont fortement entravé la reprise. Le trafic aérien international pourrait être à la peine jusqu'en 2024 au moins, alors que les volumes des routes européennes à péage pourraient rebondir en 2021-2022¹. Nous les préférons donc aux aéroports.

La pandémie actuelle a plombé le moral des passagers. De leur côté, en raison d'une baisse du coefficient de remplissage, de la quasi-disparition des voyages d'affaires et de l'érosion du pouvoir d'achat des particuliers, les compagnies aériennes ont réduit la voilure. Les volumes du trafic passager européen ont ainsi chuté de 70% à 80% à date par rapport à 2019, et le secteur table sur un repli de 70% sur l'année complète. Pour mémoire, l'Association internationale du transport aérien (IATA) tablait, en décembre 2019, sur une croissance de 3,8% en 2020.²

¹Données Heathrow Airport, Vinci et Aéroport de Paris, octobre 2020

² <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/airline-industry-economic-performance---december-2019---report/>

À l'inverse, les routes à péage profitent du fret, qui suit l'activité économique, et du fait que les voyageurs, isolés dans leur voiture, n'ont pas besoin de se mettre en quarantaine à leur arrivée à destination. Au plus fort du confinement du deuxième trimestre, les routes à péage ont bénéficié de l'activité assurée par les poids lourds, qui ont parfois aussi transporté des produits habituellement acheminés par vols commerciaux (les avions étaient alors cloués au sol). En mars, les données des autoroutes payantes françaises ont révélé une baisse de 10% du trafic des véhicules légers et de seulement 3% des poids lourds par rapport à 2019. Sur l'ensemble du deuxième trimestre³, les volumes ont chuté de 50%, mais la baisse des volumes poids lourds a été moins forte puisque l'économie a continué de fonctionner au ralenti.

Pour l'heure, en 2020, les volumes des routes à péage en France et en Italie reculent d'environ 20% en glissement annuel. Les données du spécialiste des concessions et de la construction Vinci SA témoignent de cette tendance : -23% pour les véhicules légers sur un an et -9% seulement pour les poids lourds. En juillet et en août, les volumes ont même été plus élevés qu'en 2019, avant de ralentir à nouveau en septembre avec la deuxième vague. Au troisième trimestre, le repli n'est que de 2% pour les poids lourds et de 5% pour les véhicules légers. Au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021, la baisse des volumes devrait osciller entre 5% et 15% en variation annuelle⁴. Le reconfinement a eu un impact délétère sur le trafic routier, mais nous avons au moins pu voir à quoi ressemblait la reprise.

Mais pour que les aéroports puissent rouvrir, il faut que le mouvement soit général. À défaut de vaccin faisant consensus, la suppression réciproque des restrictions, l'unification des règles de dépistage, le raccourcissement des quarantaines et l'élargissement des listes de pays d'origine pour lesquels il n'est pas nécessaire de s'isoler seraient des évolutions positives. Mais il faudra aussi que la confiance revienne : selon un sondage de l'IATA, 83% des passagers refuseraient de prendre l'avion s'ils devaient se soumettre à une quarantaine à l'arrivée, mais 88% seraient prêts à être testés pour faciliter les voyages⁵.

À court terme, la baisse des volumes va plomber la santé financière des aéroports. Le secteur s'est, pour l'heure, attaché à protéger ses liquidités pour les deux prochaines années au moins : s'appuyant sur ses créanciers, il a émis de la dette et cherché à obtenir le droit de ne pas respecter ses covenants en 2021. Les actionnaires ont eux aussi apporté leur soutien : ils ont prêté des fonds, renoncé à leurs dividendes et, à quelques rares occasions, injecté des liquidités. Les dépenses opérationnelles et les investissements ont parfois aussi été massivement réduits.

L'annonce d'un vaccin potentiel est une excellente nouvelle même si, à court terme, elle dopera plus le moral que les fondamentaux. Les résultats ne pourront se redresser que quand les volumes rebondiront ; les dépenses opérationnelles et le service de la dette (consommateurs de trésorerie) ne disparaîtront pas. La perspective d'un vaccin soutiendra les augmentations de capital supplémentaires qui pourraient être nécessaires l'an prochain, mais il faudra attendre jusqu'à la fin 2021 pour que la vaccination à grande échelle finisse par doper le trafic aérien mondial. C'est du moins ce que prévoyait début novembre l'aéroport d'Heathrow. Les listes de pays d'origine non soumis à isolement, le dépistage et le raccourcissement des quarantaines pourraient se révéler plus porteurs pour le trafic à court terme, et les vols intérieurs et régionaux repartiront plus vite que les trajets internationaux.

Début 2020, avec un portefeuille bâti dans une optique défensive, nous surpondérions les aéroports réglementés (dont le risque de volume est limité et qui pourront utiliser les tarifs fixés par les régulateurs pour compenser les revenus perdus), qui nous semblaient rémunérer plus que largement les risques fondamentaux. Il s'agit par exemple d'Heathrow, à Londres, ou d'Aeroporto di Roma. En avril, quand le coronavirus s'est propagé et que les émetteurs se sont

³Données Vinci, APRR, SANEF, octobre 2020

⁴Données Vinci, APRR, SANEF, octobre 2020

⁵ <https://www.iata.org/en/pressroom/pr/2020-10-21-04/>

rués sur les marchés de capitaux pour renforcer leurs bilans, nous avons participé aux émissions de Schiphol (l'aéroport d'Amsterdam) et d'Aéroports de Paris, deux entreprises publiques. Mais, quand le marché du crédit s'est redressé et que l'impact sur le transport aérien que nous évoquions ci-dessus s'est confirmé, nous avons réduit notre exposition aux aéroports, au profit d'une position plus résiliente sur les routes italiennes et françaises à péage, passant d'une sous-pondération à une surpondération du secteur.

Informations importantes :**Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers).**

Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement. Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente de tous titres ou autres instruments financiers, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement. Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques. Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les investissements internationaux impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. Les titres mentionnés dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement. Les opinions exprimées sont celles à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle).

Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs. Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, des fins, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie. Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

En Australie : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [« TIS »], ARBN 600 027 414. TIS est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la Loi sur les sociétés et s'appuie sur le Class Order 03/1102 relatif à la commercialisation et à la fourniture de services financiers à des clients « wholesale » australiens, tels que définis à la section 761G de la Loi de 2001 sur les sociétés. TIS est réglementée à Singapour (numéro d'enregistrement : 201101559W) par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (chapitre 289), qui diffère des lois australiennes.

A Singapour : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519, une société réglementée à Singapour par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (Chapitre 289). Numéro d'enregistrement : 201101559W. Le contenu de ce document n'a pas été vérifié par la Monetary Authority of Singapore.

A Hong Kong : Publié par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, qui est autorisée par la Securities and Futures Commission (« SFC ») à exercer des activités régulées de Type 1 (CE : AQA779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n° 1173058.

Dans la région EMEA : Publié par Threadneedle Asset Management Limited. Une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, dont le siège social est situé Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres, EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Pour les distributeurs : Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant

les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations. Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.

Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.