

Pas de failles chez les titres canadiens du secteur des infrastructures

Benjamin Tal

Les actions d'infrastructure mondiales continuent de briller – grimpaient de près de 20 % depuis la dernière fois que nous avons attiré l'attention sur ce secteur au début de 2007. Comment les titres d'infrastructure canadiens tirent-ils leur épingle du jeu dans ce contexte? Très bien, manifestement. Non seulement l'indice canadien des infrastructures a-t-il surclassé le S&P/TSX durant la dernière année, mais il a également coiffé ses homologues mondial et américain par de solides marges. Les valorisations des sociétés de construction et d'ingénierie dénotent l'énorme potentiel de l'expansion actuelle sans précédent des infrastructures au Canada. Et ce n'est que le début.

Le problème

Les dernières estimations indiquent que le sous-financement des infrastructures au Canada est bien plus important qu'on ne le supposait jusqu'à tout récemment. La plupart des observateurs s'entendent pour dire que les investissements supplémentaires nécessaires à la réparation et à la prévention de la détérioration des biens d'infrastructure municipaux totalisent quelque 125 G\$ CA. C'est une hausse par rapport aux 60 G\$ CA de 2003 – soit une détérioration spectaculaire de 15 G\$ CA par année. Proportionnellement au PIB, ce déficit a gonflé, passant de 3 % au début des années 90 à 8 % actuellement. Et par habitant, à tout juste moins de 4 000 \$, ce déficit est maintenant quatre fois plus important qu'il ne l'était il y a 15 ans (graphique 1). De fait, en comparaison, le sous-financement des infrastructures canadiennes n'est pas très inférieur à celui des États-Unis, où la situation est souvent décrite comme une crise qui menace, et où

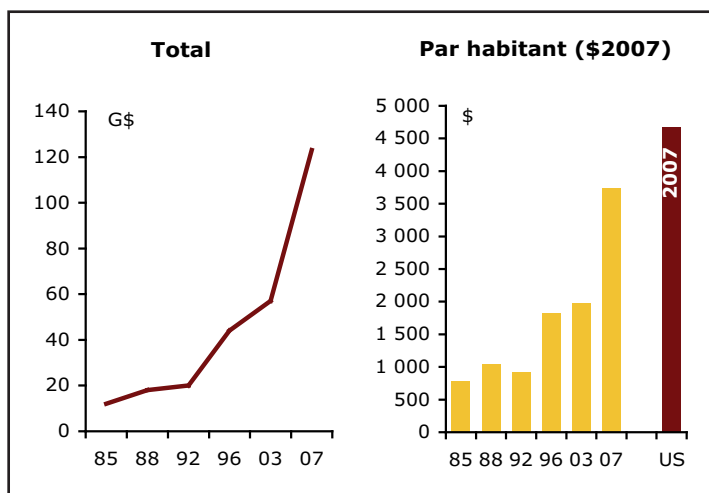
Washington a déjà pris des mesures fermes pour contrer le sous-financement.

Et ces estimations ne témoignent que des besoins d'infrastructure les plus urgents, sans tenir compte des exigences supplémentaires liées à l'expansion nécessaire pour des questions démographiques et environnementales. Prenez l'Ontario, par exemple: l'engagement de fermer ses centrales au charbon d'ici 2014 ne pourra pas être respecté sans la remise en état des centrales nucléaires existantes et la construction de nouvelles, ni sans des investissements massifs dans l'infrastructure réseau. Ces exigences ne sont pas incluses dans les estimations actuelles du sous-financement. En les ajoutant à l'équation, les besoins d'infrastructure au Canada doublent presque, atteignant 240 G\$ CA, soit 15 % du PIB. Les deux tiers de ce montant sont nécessaires pour réparer, entretenir, moderniser et agrandir les réseaux de gestion des eaux et de transport (graphique 2).

L'accélération rapide de la valeur du sous-financement des infrastructures au Canada témoigne du fait que plus de la moitié de l'infrastructure civile du pays a plus de 50 ans (graphique 3, à gauche) et que le réseau a atteint près de 80 % de son espérance de vie. Et cette espérance de vie raccourcit avec chaque année d'entretien reporté. Comme l'illustre le graphique 3 (à droite), la durée de vie utile d'un bien d'infrastructure type peut être grandement réduite par un entretien insuffisant. Il est à noter qu'une baisse des coûts d'entretien de 2 % (en % des coûts de construction) à 1 % peut réduire la durée de vie utile de l'infrastructure de

Graphique 1

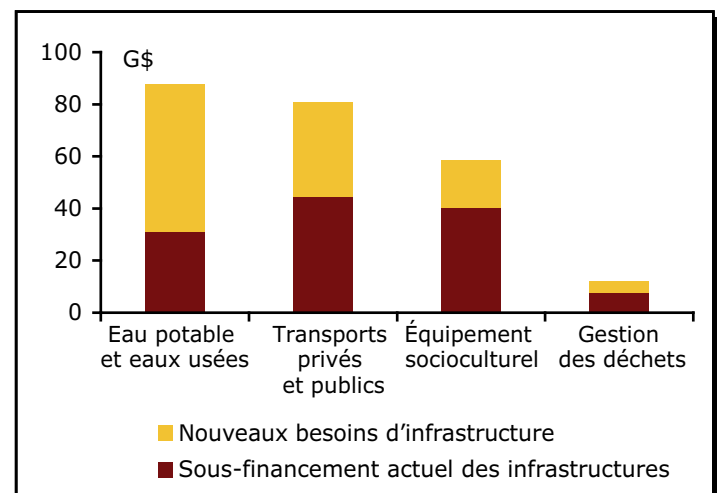
Hausse du sous-financement des infrastructures au Canada



Source: Fédération canadienne des municipalités (FCM), Marchés mondiaux CIBC

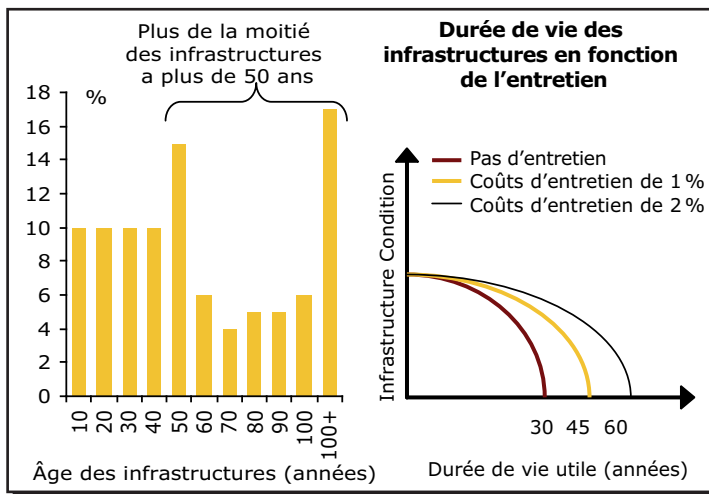
Graphique 2

Investissements d'infrastructure requis par secteur



Source: FCM, Marchés mondiaux CIBC

Graphique 3
Viellissement rapide des infrastructures au Canada



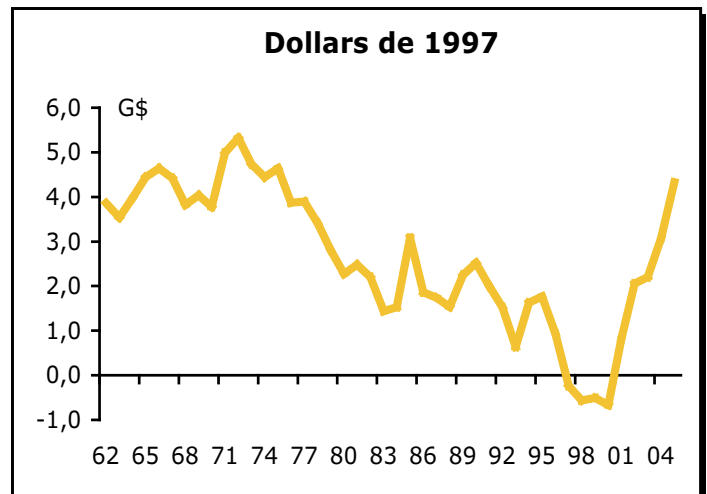
Source : FCM, Marchés mondiaux CIBC

15 ans. Étant donné l'accroissement rapide du sous-financement des infrastructures, ces dernières années, nous estimons que le taux d'entretien actuel est probablement inférieur à 1 % – ce qui a contribué à accélérer le processus de vieillissement des infrastructures au Canada.

La solution

L'effondrement tragique d'un pont à Laval, près de Montréal, l'automne dernier a réuni toutes ces statistiques en une image lugubre. Mais, à divers titres, l'événement a servi de catalyseur, incitant les gouvernements de tout le Canada à commencer à intervenir sur le front des infrastructures. Et la différence réside en ce qu'ils peuvent maintenant se le permettre, le gouvernement fédéral ayant célébré sa dixième année d'excédents budgétaires. Comme l'illustre le graphique 4, le pire est passé pour l'investissement public

Graphique 4
Dépenses d'infrastructure gouvernementale nettes*



* Déduction faite de l'amortissement. Source : Statistique Canada

dans les infrastructures au Canada. Après des années de sous-financement, qui ont vu la part du gouvernement fédéral dans le total des dépenses d'immobilisations infrastructurelles passer de 40 % dans les années 60 à moins de 7 % en 2002 (et la part des gouvernements municipaux augmenter de 40 % à 60 %), la tendance s'inverse. En effet, dans son dernier budget, Ottawa a prévu son plus important engagement en infrastructures publiques de toute l'histoire du pays — 37 G\$ sur sept ans — dont moins de 2 G\$ ont été dépensés jusqu'à maintenant (tableau 1).

Le gouvernement fédéral redirige également une part du pouvoir de taxation aux municipalités – principalement par la taxe sur l'essence. Aujourd'hui, 36 % de la taxe sur l'essence est dépensée pour les infrastructures – un pourcentage cinq fois plus élevé qu'il y a seulement trois ans.

Tableau 1
Programme d'infrastructure à long terme du gouvernement fédéral

Programme d'infrastructure à long terme (M\$)

	2007/8	2008/9	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	Total
Financement de base								
Financement à partir de la taxe sur l'essence	800	1 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	11 800
Rabais de TPS	715	750	790	830	875	915	960	5 835
Fonds Chantiers Canada	572	926	1 186	1 401	1 427	1 636	1 655	8 801
Fonds pour les portes d'entrées et les passages frontaliers	137	221	283	335	341	391	396	2 105
Fonds pour les projets en PPP	82	132	169	200	204	234	236	1 257
Financement égal par administration pour l'infrastructure	325	325	325	325	325	325	325	2 275
Initiative de la Porte et du Corridor de l'Asie-Pacifique	108	158	118	144	172	170	108	977
Initiatives d'infrastructure qui se terminent	1 597	1 141	571	362	326	26	0	4 023
Total général	4 335	4 653	5 442	5 597	5 669	5 698	5 680	37 073

Source : Gouvernement fédéral

Les gouvernements provinciaux mettent également leur part dans le plateau. L'Alberta a déjà annoncé des dépenses records de 18 G\$ sur trois ans pour des projets d'infrastructure – soit trois fois le montant dépensé au cours des années précédentes. En effet, suivant les projets d'infrastructure en cours et prévus d'ici 2013, les dépenses cumulatives dans la province grimperont jusqu'à un spectaculaire 18 400 \$ par personne – un montant égalé seulement par les investissements d'infrastructure dans des pays riches en pétrole comme Dubaï. La Colombie-Britannique connaîtra des investissements d'infrastructure d'environ 20 G\$ au cours des cinq prochaines années, tandis que l'économie de la Saskatchewan en pleine expansion verra une injection de fonds d'infrastructure de 5,5 G\$, soit 5 600 \$ par personne pendant cette période. Bien que les données économiques fondamentales du Canada atlantique ne soient pas aussi favorables que dans l'Ouest, les investissements d'infrastructure dans la région connaissent un élan croissant, dépassé seulement par l'Alberta (graphique 5).

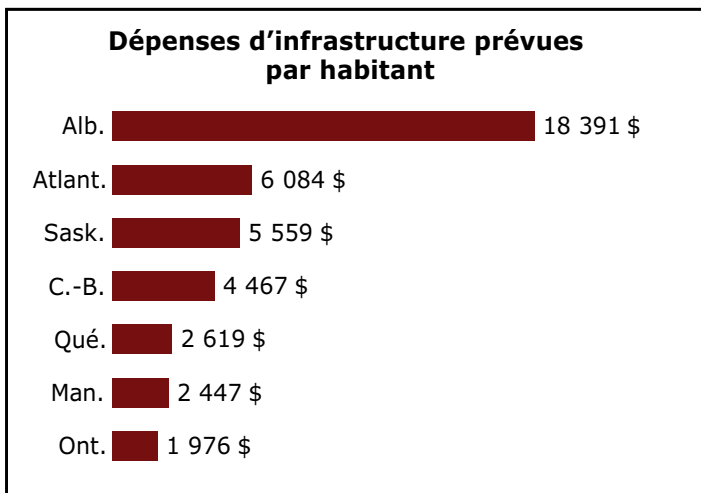
Au lieu de simplement signer un chèque, les gouvernements souhaitent maintenant utiliser des moyens plus efficaces pour financer les investissements d'infrastructure. Au premier chef, les partenariats publics-privés (PPP) jouent maintenant un rôle croissant au Canada. Beaucoup de ces projets comportent la participation du secteur privé dans la conception et la construction d'infrastructure pour répondre aux exigences de rendement du secteur public, souvent pour un montant forfaitaire, ce qui transfère au secteur privé les risques de dépassement de coûts. Bien que le Canada ait été lent à adopter ce concept, cette réalité change rapidement, avec pas moins de 50 projets en PPP en cours dans tout le pays. Et le récent engagement d'Ottawa à créer un bureau fédéral des PPP indique clairement l'orientation du gouvernement. Le graphique 6 indique que la combinaison

du volume actuel d'activité en PPP et de son degré de complexité place le Canada au même niveau que des pays comme les États-Unis, la France et l'Espagne, mais toujours en deçà de pays comme l'Australie et le Royaume-Uni, où ces projets jouent un rôle plus grand dans les investissements d'infrastructure.

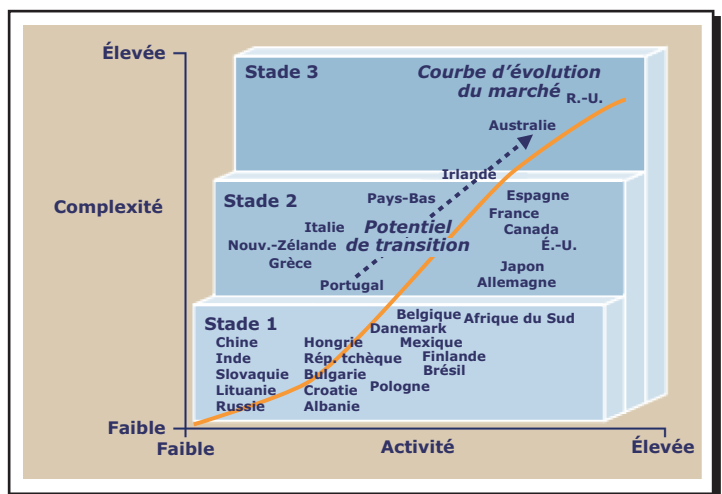
Ce qui rend les investissements d'infrastructure particulièrement attrayants en ce moment, c'est que l'offre croissante de projets d'infrastructure coïncide avec une demande en essor rapide pour ce type d'investissement – notamment chez les caisses de retraite, compte tenu de leur besoin croissant de faire correspondre leurs engagements à long terme avec des rentrées de fonds stables à long terme. Les investissements d'infrastructure comportent généralement une durée plus longue que des obligations gouvernementales à 30 ans et, outre des caractéristiques similaires à celles des obligations, ils présentent des aspects semblables à ceux des actions, car les revenus augmentent avec le temps à mesure que la population s'accroît, procurant aux caisses de retraite une protection attrayante contre l'inflation.

Et c'est précisément pourquoi dans les prochaines années, les caisses de retraite deviendront des intervenants de premier ordre dans l'espace infrastructurel canadien. Avec plus de 700 G\$ en jeu, le moindre changement dans la répartition de leur actif peut modifier de façon spectaculaire la mathématique du financement des infrastructures. Et c'est ce qui se produit déjà. Nous estimons, à l'heure actuelle, qu'environ 5 % de l'actif des caisses de retraite est affecté à des investissements d'infrastructure dans le monde – contre seulement 2 % plus tôt au cours de la décennie. Et cette part est en hausse. Il faut s'attendre à ce que les caisses de retraite affectent de 10 à 15 % de leur actif aux investissements d'infrastructure d'ici 2015 – injectant plus de 200 G\$

Graphique 5
Dépenses d'infrastructure prévues par province (2007-2013)



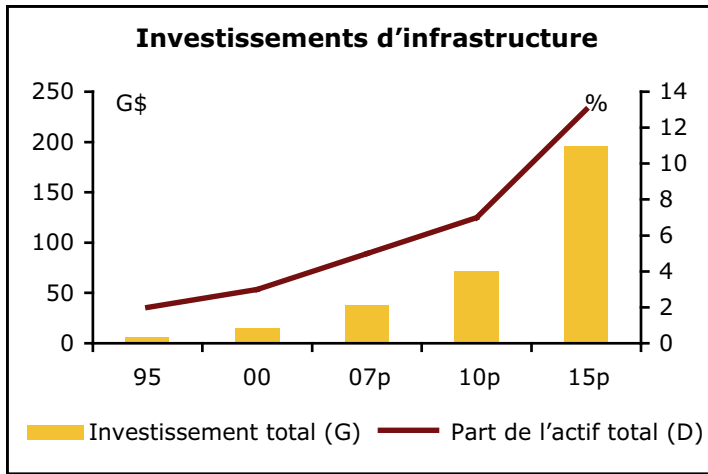
Graphique 6
Courbe de maturité des marchés de PPP



Source : Deloitte

Graphique 7

Les investissements d'infrastructure par les caisses de retraite croîtront rapidement



Source : Statistique Canada, Marchés mondiaux CIBC

d'argent neuf à ce secteur avide de capitaux. Et comme une bonne part de ces investissements comportera un effet de levier financier – le montant effectif injecté provenant des caisses de retraite sera beaucoup plus important.

L'investissement

Avec la soudaine montée de la demande d'investissements d'infrastructure et l'accroissement du financement disponible, la balance a penché en faveur des sociétés canadiennes de construction et d'ingénierie. Et c'est déjà évident, non seulement dans la croissance de leurs marges béné-

ficiaries, mais aussi dans leurs valorisations. Depuis deux ans, notre indice canadien des infrastructures¹ a surclassé l'indice S&P/TSX de 37 %, dont 20 % seulement l'année dernière (graphique 8, à gauche). Et encore plus impressionnant, l'indice canadien a dépassé à la fois les indices mondial et américain des infrastructures au cours de la dernière année d'environ 5 % (graphique 8, à droite).

Pour ce qui est des sous-secteurs, les actions des sociétés d'ingénierie, qui représentent près de 40 % de notre indice, ont connu la plus importante appréciation au cours de la dernière année, suivies par la distribution d'équipement (graphique 9).

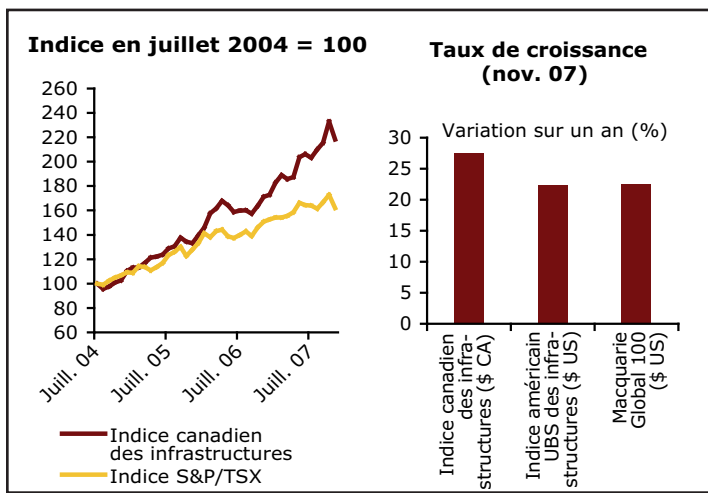
Des années de sous-financement dans les biens d'infrastructure au Canada ont créé un énorme sous-financement, mais également une excellente occasion d'investissement. Avec des fonds tant publics que privés affluant dans ce secteur à un rythme sans précédent, les sociétés canadiennes d'infrastructure entrent dans un âge d'or, détentrices d'un pouvoir croissant de fixation des prix qui compensera largement toute pression sur les coûts. Les marges bénéficiaires et les valorisations continueront d'évoluer en conséquence.

Remarque :

1. L'indice est fondé sur 18 sociétés canadiennes cotées en Bourse dont une grande partie ou la totalité des activités est liée aux infrastructures. Nous nous concentrons sur les entreprises qui figurent dans l'indice S&P/TSX et dont l'évolution du cours peut être retracée au moins jusqu'au milieu de 2004. Les cours de chaque titre sont pondérés en fonction de la capitalisation boursière. La capitalisation boursière totale de notre indice est de 2 G\$ CA. Les noms des sociétés sont fournis sur demande.

Graphique 8

Les actions des sociétés canadiennes d'infrastructure surclassent le marché



Graphique 9

Indice canadien des infrastructures – par composante

