

LES AVANTAGES DE L'EFFET DE LEVIER : UNE APPROCHE DES PLACEMENTS IMMOBILIERS

L'un des plus grands avantages d'investir dans l'immobilier est la possibilité d'utiliser l'effet de levier. En termes simples, l'effet de levier offre aux investisseurs l'occasion d'obtenir des rendements supérieurs à ceux obtenus lorsqu'ils n'y ont pas recours.

Cet article explique pourquoi un effet de levier géré prudemment, en particulier tel qu'il s'applique aux placements immobiliers, permet aux investisseurs de mettre à profit leurs ressources et leurs occasions de placement existantes, plutôt que d'obtenir des rendements inférieurs lorsqu'ils évitent de l'utiliser.

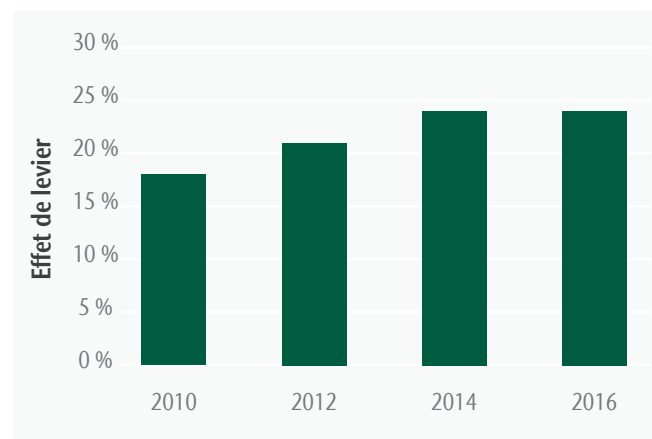
Relever le défi posé par les rendements inférieurs

En réaction aux rendements inférieurs attendus, les investisseurs institutionnels ont adopté avec beaucoup d'enthousiasme les placements non traditionnels, comme l'immobilier, les infrastructures, le capital-investissement et les fonds de couverture afin d'améliorer leurs rendements. Dans le contexte actuel, par exemple, les placements non traditionnels représentent en moyenne 31 %¹ de l'actif total des caisses de retraite publiques.

Les stratégies non traditionnelles proposent souvent un compromis entre l'illiquidité et l'effet de levier. Les investisseurs peuvent s'avérer particulièrement prudents lorsqu'ils ont recours à un levier financier, malgré les avantages que celui-ci présente. Pourtant, une étude récente sur les régimes de retraite publics canadiens² a

souligné que l'effet de levier constitue un outil important pour les aider à contrebalancer les taux d'intérêt plus faibles, comme en témoigne l'augmentation de l'effet de levier global appliqué à l'ensemble du portefeuille des six fonds les plus importants, qui est passé de 18 % à 24 % depuis 2010 (figure 1).

Figure 1 – Les régimes de retraite publics se tournent vers l'effet de levier pour contrebalancer l'effet des taux d'intérêt plus faibles



Source : Moody's Investors Services

Le levier financier appliqué aux stratégies ou aux catégories d'actif individuelles peut être beaucoup plus élevé.

¹ Greenwich Associates, « Canadian Institutional Investors 2018 ».

² Moody's Investor Services, « Canada – Public Pensions Managers », 2 octobre 2017. Les caisses de retraite faisant partie de l'échantillon sont celles de l'OIRPC, d'Investissements PSP, de la CDPQ, du RREO, d'OMERS et du HOOPP.

La capacité à avoir recours à l'effet de levier rend les placements immobiliers intéressants. Sans lui, la plupart d'entre nous ne pourraient pas se permettre d'acheter les maisons dans lesquelles nous vivons. L'utilisation prudente d'un levier financier fournit aux investisseurs institutionnels un outil stratégique qui leur permet d'obtenir une plus grande exposition à différents types et à un plus grand nombre de placements que lorsqu'ils n'y ont pas recours; ils améliorent ainsi la diversification de leur portefeuille et, finalement, obtiennent des rendements supérieurs.

Gestion du risque

Quelle que soit la catégorie d'actif, toutes les stratégies de placement comportent des risques. Et puisque ceux-ci sont inévitables, la solution consiste à s'assurer de mettre en place des processus visant à les repérer, à les évaluer, à les gérer et, dans la mesure du possible, à les atténuer.

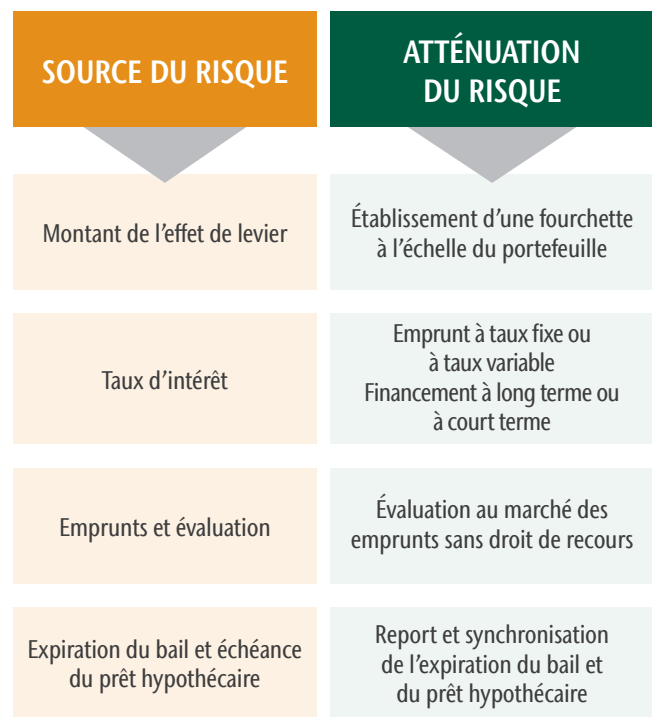
Dans le secteur de l'immobilier, bien que les principales sources de risque soient liées aux placements, il existe d'autres sources possibles, notamment :

- **l'exécution** : le nombre d'années d'expérience de l'équipe, l'efficacité du processus de diligence raisonnable;
- **les opérations** : la formalité et la cohérence du processus d'approbation, l'efficacité des politiques et des procédures et la surveillance des tiers.

Les composantes du risque lié aux placements comprennent la stratégie de placement sous-jacente (de base, de base plus, à valeur ajoutée et opportuniste), la structure du fonds (à capital variable ou à capital fixe, direct ou coté en bourse) et la diversification (type de propriété, emplacement géographique, expiration du bail et locataire).

Le recours à un levier financier est un aspect assez unique de l'immobilier qui peut introduire une autre source de risque dans l'équation de placement. Une variété d'outils peuvent contribuer à réduire au minimum les conséquences de l'effet de levier. La figure 2 résume les principaux risques et les mesures d'atténuation qui y sont associées.

Figure 2 – Atténuation du risque associé à l'effet de levier



Source : Groupe financier Connor, Clark & Lunn

La proportion du levier dépend de la stratégie. En général, les fonds « de base » ont un effet de levier de 10 % à 30 %, alors que celui des fonds « de base plus » est d'environ 50 % et que celui des fonds opportunistes peut être de plus de 60 %. Quoi qu'il en soit, tous les fonds peuvent produire des rendements avec et sans l'influence d'un levier financier. Les rendements obtenus sans effet de levier permettent d'évaluer les compétences du gestionnaire du fonds immobilier sur une base comparable, tandis que les rendements totaux déterminent la contribution apportée grâce au levier.

On a tendance à assimiler l'effet de levier à un plus grand risque. Toutefois, la majeure partie du risque peut être atténuée en gérant le levier financier tant à l'échelle du portefeuille qu'à celui de chaque actif. À l'échelle du portefeuille, le gestionnaire devra généralement composer avec une fourchette établie.

La proportion réelle de l'effet de levier tient compte de la conjoncture économique, en particulier de la relation ou de l'écart entre l'ensemble des taux de rendement et des taux de capitalisation. Le taux de capitalisation correspond au ratio entre le revenu d'exploitation net d'une propriété et sa valeur marchande. Les investisseurs ont surtout tendance à se préoccuper du calcul montrant que la hausse des taux d'intérêt entraîne une augmentation des taux de capitalisation et, toutes choses étant égales par ailleurs, une baisse de la valeur des propriétés.

Toutefois, si la hausse des taux d'intérêt est imputable à l'inflation, les taux plus élevés peuvent donner lieu à une augmentation des paiements de loyer au fil du temps. Cela aura pour conséquence de faire augmenter le revenu d'exploitation net, qui compensera les effets négatifs de la hausse des taux de capitalisation sur la valeur des propriétés.

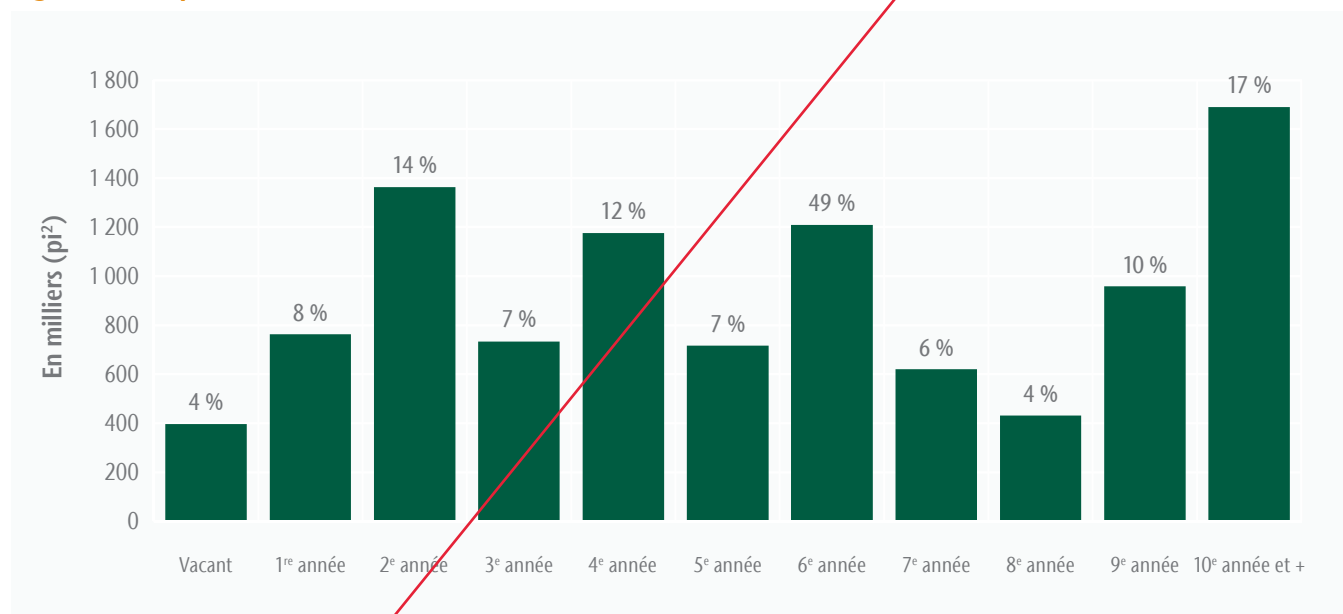
L'atténuation du risque peut aussi se faire en prévoyant un emprunt à taux fixe plutôt qu'à taux variable, ainsi qu'un financement par emprunt à long terme plutôt qu'à court terme. Par exemple, le portefeuille d'Investissements

immobiliers Crestpoint Ltée, le gestionnaire spécialisé en immobilier du Groupe financier Connor, Clark & Lunn, présente une durée à l'échéance moyenne pondérée de 5,4 ans, un taux d'intérêt fixe moyen pondéré de 3,7 % et un ratio de couverture du service de la dette de 2,0⁴.

D'autres mesures de gestion du risque consistent à limiter le recours aux actifs immobiliers individuels et à évaluer les emprunts hypothécaires en fonction de leur valeur au marché, ce qui contribue à mesurer les conséquences de l'écart entre les taux d'intérêt du marché et les taux d'intérêt contractuels.

L'exercice de gestion du risque prend aussi généralement en compte une combinaison de variables macro et microéconomiques (comme la concentration de locataires et la concentration par secteur), les enjeux physiques (l'âge de l'immeuble et les exigences relatives aux dépenses en immobilisations), ainsi que la variable la plus déterminante, l'expiration du bail. Une autre forme de gestion du risque consiste à faire en sorte que la construction du portefeuille permette d'éviter les risques importants liés à l'expiration des baux pour une année donnée. La figure 3 illustre la façon dont Crestpoint reporte l'expiration de ses baux. La durée moyenne pondérée des baux est de 5,3 ans.

Figure 3 – Expiration des baux (au 31 décembre 2018)

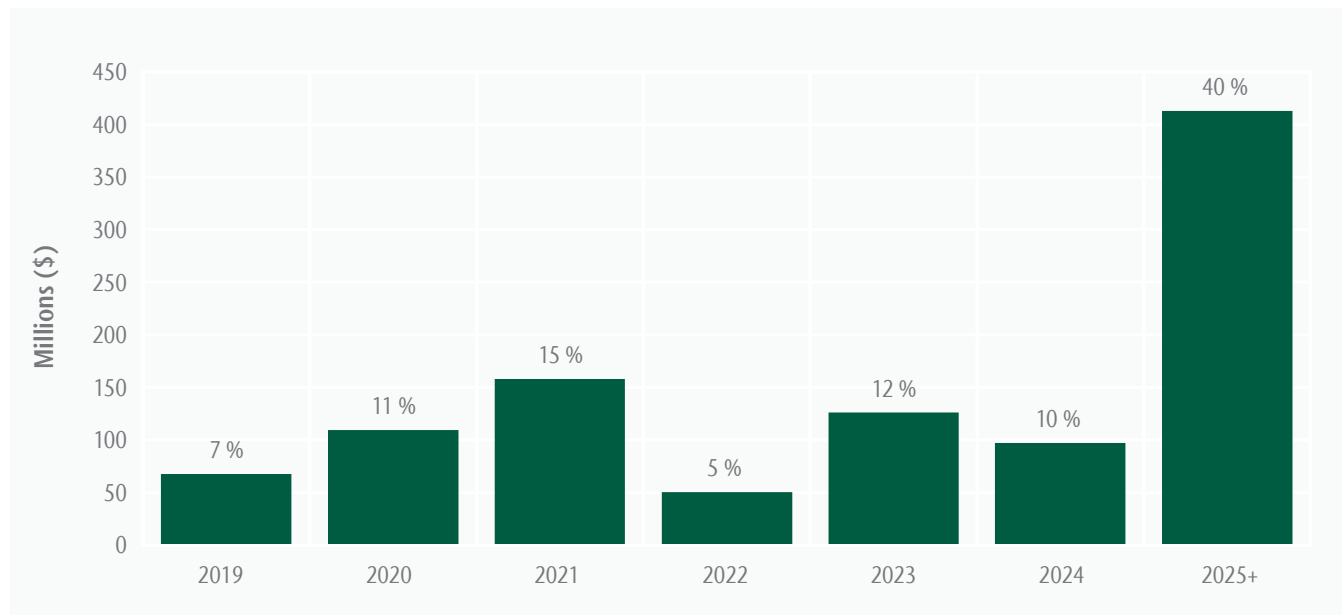


Source : Groupe financier Connor, Clark & Lunn

De façon similaire, le report de l'échéance moyenne pondérée des prêts hypothécaires atténue le risque lié aux taux d'intérêt et au renouvellement hypothécaire en alignant la durée des prêts sur la durée des baux, lorsque cela est possible. La figure 4 présente l'expiration des prêts hypothécaires pour le portefeuille de Crestpoint, qui a été en moyenne de +/- 5,4 années.

⁴ Au 31 décembre 2018

Figure 4 – Expiration des prêts hypothécaires (au 31 décembre 2018)



Source : Groupe financier Connor, Clark & Lunn

Bien que l'effet de levier fasse augmenter le risque de refinancement, le solde d'un prêt particulier est le plus souvent remboursé partiellement (« amorti ») au cours de la période qui s'écoule avant le prochain refinancement. En général, le levier financier représentera donc une plus petite partie du portefeuille comparativement au financement initial qui donne lieu, en fin de compte, à un ratio prêt-valeur plus faible, toutes choses égales par ailleurs.

Expérience passée

La crise financière mondiale de 2008-2009 a conduit à un épuisement des liquidités sur la plupart des marchés. Bien qu'il ait également été difficile pour les gestionnaires de placements immobiliers d'obtenir du financement durant cette période, un prêteur canadien de premier plan a indiqué qu'il avait tout de même été en mesure de répondre aux besoins des investisseurs immobiliers.

Ce qui compte pour la majorité des investisseurs, c'est le rendement d'un fonds durant les conjonctures difficiles. Une analyse du rendement des fonds immobiliers canadiens en gestion commune et à capital variable durant la crise révèle que le rendement relatif était attribuable à la qualité du portefeuille immobilier et non au recours à l'effet de levier.

Les rendements des trois plus importants fonds immobiliers en gestion commune durant la crise financière sont résumés à la figure 5. Les rendements sont présentés pour la période de 4 ans terminée le 31 décembre 2011 et pour les années civiles prises isolément, mettant ainsi en évidence le rendement avant, pendant et après la crise financière. L'analyse soutient l'idée que l'utilisation prudente de l'effet de levier fournit un outil stratégique permettant d'accroître la diversification et les rendements du portefeuille, car les gestionnaires qui l'ont intégré obtiennent des rendements beaucoup plus élevés que ceux qui ne l'ont pas fait.

Figure 5 – Rendement des fonds immobiliers en gestion commune au Canada

	2008 (%)	2009 (%)	2010 (%)	2011 (%)	Périodes terminées le 31 décembre 2011			
					1 an (% pa)	2 ans (% pa)	3 ans (% pa)	4 ans (% pa)
Fonds A : Avec effet de levier	-0,5	1,6	4,8	16,6	16,6	10,6	7,5	5,4
Fonds B : Avec effet de levier	9,7	-1,6	8,5	13,7	13,7	11,1	6,7	7,4
Fonds C : Sans effet de levier	2,9	-7,2	9,2	11,6	11,6	10,4	4,2	3,8

Source : Sondage sur les fonds en gestion commune de Mercer, 31 décembre 2011.

Profiter des avantages de l'effet de levier

On a tendance à assimiler l'effet de levier à un plus grand risque. Toutefois, la majeure partie du risque peut être atténuée, particulièrement en ce qui concerne les placements immobiliers. Un effet de levier géré prudemment peut même représenter un avantage stratégique permettant aux investisseurs immobiliers d'avoir un meilleur accès aux capitaux, d'améliorer la diversification de leur portefeuille et, finalement, d'obtenir de meilleurs rendements dans un contexte de taux difficile.

L'initiative du Groupe financier Connor, Clark & Lunn, Échange stratégique a pour but de promouvoir le dialogue, la compréhension et l'élaboration de solutions aux problèmes de placement souvent complexes que rencontrent les investisseurs institutionnels.

Sous la direction de Peter Muldowney, vice-président principal, Stratégie institutionnelle, nous rassemblons investisseurs et consultants dans le cadre de divers forums d'information interactifs. Nous publions aussi des documents de réflexion sur des sujets qui intéressent au plus haut point les responsables de la gestion et de la surveillance d'ensembles d'actifs variés.



Pour en savoir plus, communiquez avec :

Peter Muldowney
Vice-président principal, Stratégie institutionnelle
Groupe financier Connor, Clark & Lunn
pmuldowney@cclgroup.com
416-304-6810



Ce matériel (la « présentation ») est fourni par Groupe financier Connor, Clark & Lunn Ltée (« Groupe financier CC&L ») à titre confidentiel et uniquement à des fins d'information et d'illustration. Cette présentation est réservée à l'usage du destinataire et ne peut être reproduite ou distribuée, en tout ou en partie, à quelque autre personne que ce soit sans le consentement préalable par écrit de Groupe financier CC&L. Certains renseignements contenus dans cette présentation se fondent sur des informations obtenues de sources tierces que Groupe financier CC&L considère comme étant fiables. Toutefois, Groupe financier CC&L ne fournit aucune assurance et décline toute responsabilité quant à l'exactitude, à l'impartialité ou à l'exhaustivité des renseignements contenus dans les présentes. Les renseignements sont à jour à la date indiquée et reflètent seulement l'intention présente. Ces renseignements peuvent changer à n'importe quel moment et Groupe financier CC&L n'est aucunement tenu de vous fournir une mise à jour ou une version modifiée de cette présentation. Cette présentation ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation visant l'achat ou la vente d'un titre quelconque ou d'un autre instrument financier recommandé par Groupe financier CC&L. Cette présentation ne contient pas de renseignements importants au sujet de la stratégie, notamment des informations importantes sur le risque. Les placements dans la stratégie ne conviennent pas à tous les investisseurs et, avant d'investir dans la stratégie, vous devriez consulter votre ou vos conseillers professionnels afin de déterminer si un placement dans la stratégie est approprié dans votre cas, compte tenu de vos objectifs de placement et de votre situation financière. Groupe financier CC&L ne prétend pas fournir des conseils sur les questions juridiques, fiscales, comptables, financières ou réglementaires dans un territoire quelconque, et le destinataire devrait évaluer et juger de manière indépendante les questions évoquées dans cette présentation.

Ce document peut contenir des renseignements obtenus de tiers, notamment : Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (BofAML), S&P Global Ratings et MSCI.

Sources : Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (BofAML), utilisé avec permission. BofAML autorise l'utilisation des données liées aux indices BofAML « telles qu'elles », ne donne aucune garantie à leur sujet, ne garantit aucunement la pertinence, la qualité, l'exactitude, l'actualité ou l'exhaustivité des indices BofAML ou des données qu'ils renferment, qui y sont liées ou qui en sont tirées, n'assume aucune responsabilité en lien avec leur utilisation et ne commande, ne sanctionne ni ne recommande Groupe financier CC&L ni aucun de ses produits.

Les présentes peuvent contenir des renseignements obtenus de tiers, dont des notes d'agences de notation telles que S&P Global Ratings. Il est interdit de reproduire et de distribuer tout contenu provenant de tiers sous quelque forme que ce soit, à moins d'avoir préalablement obtenu le consentement écrit du tiers auquel ce contenu se rapporte. Les tiers fournisseurs de contenu ne garantissent aucunement l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité des renseignements, y compris des notes, et ne peuvent être tenus responsables des erreurs ou des omissions (par négligence ou autrement), quelle qu'en soit la cause, ou des résultats obtenus de l'utilisation d'un tel contenu. LES TIERS FOURNISSEURS DE CONTENU NE DONNENT AUCUNE GARANTIE, EXPLICITE OU IMPLICITE, Y COMPRIS, MAIS SANS S'Y LIMITER, TOUTE GARANTIE DE QUALITÉ MARCHANDE OU D'ADAPTATION À UNE FIN OU À UN USAGE PARTICULIER. LES TIERS FOURNISSEURS DE CONTENU DÉCLINENT TOUTE RESPONSABILITÉ À L'ÉGARD DE DOMMAGES, DE COÛTS, DE CHARGES, DE FRAIS JURIDIQUES OU DE PERTES (Y COMPRIS LA PERTE DE REVENUS OU DE PROFITS ET LES COÛTS DE RENONCIATION OU LES PERTES RESULTANT DE LA NÉGLIGENCE) DIRECTS, INDIRECTS, ACCESSOIRES, EXEMPLAIRES, COMPENSATOIRES, PUNITIFS, SPÉCIAUX OU CONSÉCUTIFS EN LIEN AVEC L'USAGE DE LEUR CONTENU, Y COMPRIS LES NOTES. Les notes constituent l'expression d'une opinion et ne sont pas des faits ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne portent pas sur la pertinence des titres ou sur la pertinence des titres à des fins de placement, et ne doivent pas être considérées comme des conseils en placement.

Sources : MSCI. Les données de MSCI sont destinées uniquement à l'usage interne. Elles ne peuvent être reproduites ni rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent être utilisées pour créer des instruments, des produits ou des indices financiers. MSCI ne donne aucune garantie et ne fait aucune déclaration, explicite ou implicite, et ne peut être tenue responsable quant aux données présentées ici. MSCI n'a pas approuvé, revu ou produit le présent document.