



Réflexion sur l'état des marchés financiers de l'immobilier commercial en 2022

Avec les dernières lueurs de 2022 éteintes, il est maintenant possible d'examiner les événements de l'année dernière qui nous ont menés aux conditions actuelles. Après avoir connu une année 2021 solide et un début prometteur en 2022, le marché immobilier commercial a subi un revers de fortune plutôt rapide lorsque le conflit entre la Russie et l'Ukraine s'est déclaré, les écarts de crédit se sont élargis, les taux d'intérêt se sont mis à grimper et, ultimement, un profond déséquilibre dans la chaîne d'approvisionnement s'est creusé. Toutefois, pour les gestionnaires chevronnés et les investisseurs patients, les occasions de placement ne se sont pas complètement dissipées. Ainsi, pour arriver à dégager des rendements dans ce marché, il est impératif de se prévaloir d'une compréhension nuancée du cycle actuel.

En présence d'une inflation obstinément élevée, la Banque du Canada et la Réserve fédérale ont prestement majoré les taux d'intérêt afin de ralentir l'activité économique et éteindre la flambée inflationniste. Les augmentations de taux ont été plutôt dramatiques : à partir du mois de mars, la Banque du Canada a haussé son taux à court terme à sept de ses rencontres à l'horaire, faisant passer son taux de 0,25 % au printemps à 4,25 % en décembre. La Réserve fédérale américaine lui a emboîté le pas, commençant une série de majorations en mars qui a porté ses taux d'une fourchette de 0-0,25 % à 4,25 %-4,5 % en décembre. Bien que le marché du travail continue d'afficher des signes d'expansion ces derniers mois, les prévisions sur le plan de la croissance économique de 2023 ont fait l'objet d'une réduction. L'augmentation prononcée des taux hypothécaires a eu un effet de ricochet sur l'activité, particulièrement dans les marchés immobiliers résidentiel et commercial. Au T3 de 2022, les ventes résidentielles ont essuyé un revers de 29 % et de 23,8 % au Canada et aux États-Unis respectivement sur une base annuelle^[1]. Le nombre de transactions au sein du marché immobilier commercial a ralenti au Canada au T3 de 2022 à environ un tiers de son rythme établi au début du T3 de 2021. Malgré ce déclin, le niveau de transactions est demeuré au-dessus des creux trimestriels enregistrés au cours de la phase initiale de la pandémie en 2020. Aux États-Unis, le volume des transactions immobilières commerciales se portait légèrement mieux, accusant une baisse de 18 % au T3 de 2022 par rapport au T3 de l'année précédente. Aussi, à la lumière des taux hypothécaires plus élevés, le marché immobilier commercial se trouve maintenant dans une phase de découvertes, c'est-à-dire qu'il est caractérisé par une grande marge de prix offerts. Les vendeurs hésitent à vendre à escompte auprès d'acheteurs endettés, ceux-ci devant composés avec des coûts de financement beaucoup plus élevés pour honorer leurs obligations.

^[1] Sources : ACI et National Association of Realtors.

CBRE notait que sur les marchés hypothécaires commerciaux américains, et malgré une chute généralisée des liquidités, les ententes continuent de se conclure. Les compagnies d'assurance-vie et les fonds de financements privés ont du capital à disposition, tandis que les activités de financement des agences de prêts multifamiliaux vont bon train. Toutefois, les prêteurs se montrent plus sélectifs et prudents; ils ont par ailleurs réduit le montant des prêts en raison de la couverture et des contraintes sur l'endettement. Ainsi, l'humeur des prêteurs est plus contenue, comme en témoigne le cinquième déclin trimestriel consécutif de l'indice Board of Governors Sentiment du CRE Finance Council (CREFC) au T3. Ce dernier fait état de perspectives plutôt négatives envers les données fondamentales de l'immobilier commercial, les tendances au sein des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (TACHC) et des marchés d'obligations structurées adossées à des prêts (collateralized loan obligation – CLO), et à l'égard des données financières générales de l'immobilier commercial^[2].

Certaines des tendances clés de l'immobilier commercial américain sont présentées ci-dessous :

Nombre inférieur d'ententes de prêts. L'indice de CBRE portant sur l'élan des prêts indique que les ententes de prêts accusaient un recul de 11 % entre le T2 et le T3, et de 4,7 % sur une base annuelle. Jusqu'à ce que les taux hypothécaires se stabilisent et que les taux plafonds s'ajustent, le volume des ententes risque de demeurer modeste au T1 de 2023.

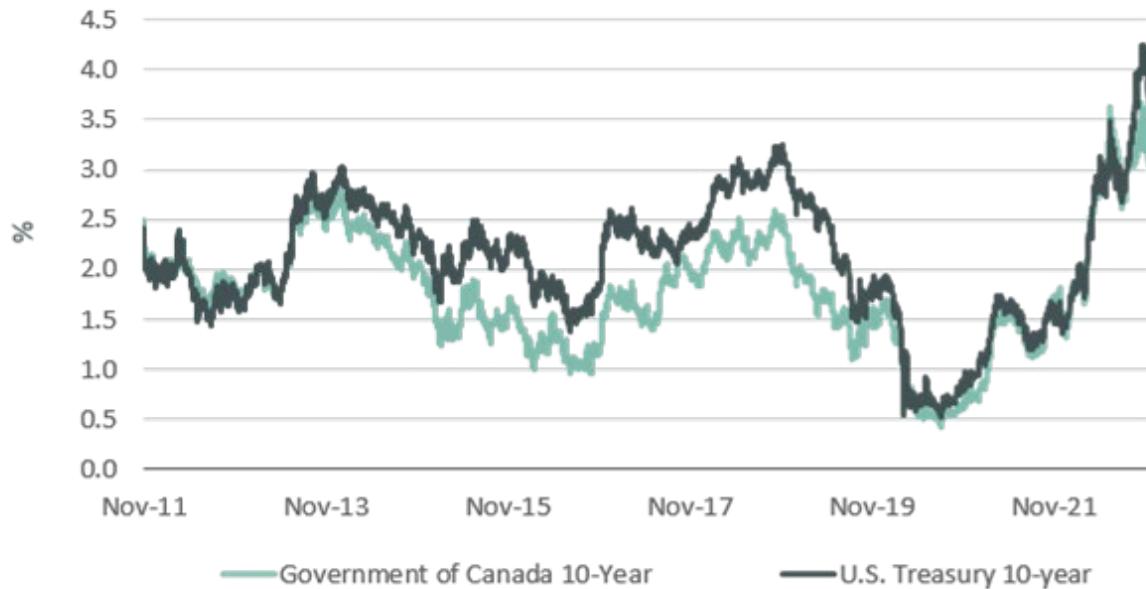
Augmentation des taux hypothécaires. Le coût des prêts à taux fixes de premier rang qui font l'objet d'un suivi par CBRE a bondi entre le T1 et le T3, principalement en raison de l'élargissement des écarts et l'augmentation des taux de référence. Le taux du coupon hypothécaire fixe dans son ensemble s'élevait en moyenne à 4,61 % au T3, ce qui représente une hausse de 116 points de base par rapport au T1. Les écarts du ratio prêt-valeur (RPV) de 55 à 65 % des prêts commerciaux et multifamiliaux ont augmenté de 32 points de base depuis le T1.

Modification de la répartition des prêteurs. Au T3, les banques figuraient parmi les principaux prêteurs (autres qu'une agence), malgré la réglementation toujours plus stricte et la souscription plus prudente. Les marchés de titres adossés ont souffert de la volatilité et des écarts marqués, ce qui a mené à un volume d'émissions de TACHC inférieur pendant l'année. L'émission des TACHC avait pourtant bien commencé l'année, de l'ordre de 29,2 milliards \$, mais s'était déjà repliée à 13,3 milliards \$ au T3. Le marché des obligations structurées adossées à des prêts (CLO) a subi un ralentissement comparable, les émissions là étant passé de 13,2 milliards \$ au T1 à 3,39 milliards au T3. De nombreux prêteurs dits alternatifs qui avaient eu recours à ce marché pour financer à terme leurs acquisitions de prêts-relais à taux variables ont dû composer avec les coûts de financement plus élevés des CLO, tandis que leurs emprunteurs sont confrontés à des primes considérablement plus élevées pour établir un plafond sur les taux variables de leurs prêts.

Souscription plus prudente. Le RPV moyen des prêts commerciaux à taux fixe permanent a perdu 3,5 % au cours de la dernière année pour s'établir à 55,8 % au T3. Comme les prêteurs de premier rang se révèlent plus sélectifs, les taux de rendement des titres souscrits et les taux plafonnés ont grimpé.

^[2] Consulter Bubny, Paul, « CREFC Survey Reports Fifth Consecutive Quarterly Drop in Sentiment » sur le site <https://www.connectcre.com/stories/crefc-survey-reports-fifth-consecutive-quarterly-drop-in-sentiment/>

Figure 1 – Les taux d'intérêt de référence ont augmenté considérablement en 2022



Sources : Banque du Canada, Federal Reserve Bank of St. Louis

Sommet des taux : espoir pour bientôt

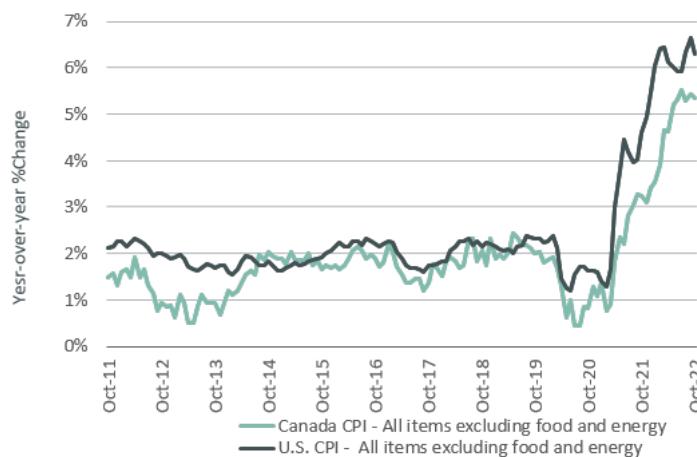
La volatilité sévit sur les marchés et bon nombre de prêteurs et d'emprunteurs se demandent pendant combien de temps encore les banques centrales continueront de majorer leurs taux, curieux de déterminer le moment où les taux se stabiliseront finalement. Les cycles du passé peuvent servir de guide quant à la durée et l'ampleur des hausses. Depuis le début des années 1980, le cycle moyen de resserrement de la Réserve fédérale a duré 21 mois, et les fonds fédéraux ont affiché une hausse moyenne de 3,02 %. Au Canada, le cycle moyen de la Banque du Canada s'est étalé sur 18 mois et la majoration moyenne de son taux directeur s'est élevée à 1,94 %^[3]. Ces données laissent donc entendre que l'ampleur du cycle actuel de resserrement a déjà surpassé les moyennes historiques récentes, et ce, dans un laps de temps relativement court.

Toutefois, le cycle actuel possède des caractéristiques uniques en raison des conditions qui ont mené à l'élan inflationniste : une période de politique monétaire incroyablement accommodante au début de la pandémie, le redressement économique engendré par l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie et les perturbations dans la chaîne économique qui s'est ensuivi, sans oublier les problèmes de l'offre mondiale énergétique causés par le conflit entre la Russie et l'Ukraine.

^[3] Consulter <https://www.chathamfinancial.com/insights/historical-interest-rate-tightening-cycles>, Banque du Canada, Réserve fédérale et calculs de l'auteur.

Or, la stabilisation des taux d'intérêt est intimement liée au ralentissement de l'inflation. Même s'il semble que l'inflation de base ait atteint son sommet au cours des récents mois, elle demeure néanmoins bien au-dessus des cibles de la banque centrale^[4] (Figure 2). Ainsi, les intervenants sur le marché s'attendent à d'autres hausses des taux, quoique la taille des augmentations risque d'être moins importante, car les banques centrales essaient également de ne pas déclencher une contraction de l'activité économique en 2023. Après une augmentation de 1 % de son taux directeur à un jour en juillet, la Banque du Canada a ralenti le pas de ses augmentations à 50 points de base en octobre et décembre. Elle a par ailleurs laissé entendre qu'elle allait interrompre ses majorations afin d'évaluer leurs effets sur l'activité économique. Entre-temps, la Réserve fédérale a mis la pédale douce à ses plus récentes augmentations. En effet, après avoir effectué plusieurs majorations de 75 points de base, celle de décembre s'élevait à seulement 50 points de base. Tous semblent s'entendre pour dire que les banques centrales adopteront une approche plus prudente dans leur resserrement en 2023, ce qui pourrait faire en sorte que les taux toucheront leur sommet au T1 de 2023^[5]. Au fur et à mesure que les intervenants entérinent cette éventualité, les avantages d'un retour en force des prêteurs et de coûts de financement moins élevés se feront plus probants sur les marchés hypothécaires commerciaux. Au cours des dernières semaines, les primes pour les plafonds sur les prêts variables ont commencé à chuter, un signe avant-coureur que les marchés considèrent moins probable une hausse des taux à court terme.

Figure 2 – L'inflation de base a touché son sommet, mais demeure élevée



Sources : Statistique Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics

^[4] La Banque du Canada a pour cible un taux d'inflation de 2 %, soit le milieu de sa fourchette cible de 1 à 3 %. <https://www.banquedcanada.ca/grandes-fonctions/politique-monetaire/inflation/>. La Réserve fédérale aux États-Unis, pour sa part, cible plus récemment une augmentation de 2 % de son déflateur des dépenses personnelles de consommation, une mesure légèrement plus globale que l'indice des prix à la consommation, dans le cadre son mandat double visant un plein taux d'emploi et la stabilité des prix. Consulter <https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopsis/2022/09/02/inflation-part-3-what-is-the-feds-current-goal-has-the-fed-met-its-inflation-mandate>

^[5] Rapport Oxford Economics Canada du 11/15/2022 et rapport sur les États-Unis du 11/9/2022 sur le site www.oxfordeconomics.com

Lueur d'espoir – des avenues malgré la tourmente

Sachant que le resserrement devrait se poursuivre encore quelque temps selon les indicateurs actuels, on est en droit de s'attendre à une souscription relativement prudente et à une sélectivité accrue de la part des prêteurs au début de 2023 jusqu'à ce que les taux se stabilisent. Toutefois, des occasions devraient se présenter en raison des taux hypothécaires élevés et des dislocations au sein du marché.

Les emprunteurs qui requièrent un refinancement devront composer avec un produit moins élevé issu de leurs nouveaux prêts de premier rang en raison des taux plus élevés et des mesures plus rigoureuses de souscription. Cet « écart de refinancement » se révélera opportun pour les prêteurs alternatifs qui seront en mesure d'offrir des prêts mezzanine ou des prêts-relais pour couvrir les manques à combler sur le plan du produit des nouveaux prêts de premier rang.

À l'exception du secteur des bureaux, l'équilibre entre l'offre et la demande dans les marchés commerciaux demeure sain, particulièrement dans les secteurs des logements multifamiliaux et des appartements. Surveillées par les autorités réglementaires sur le plan des exigences en capital et alertées par leur exposition à l'immobilier commercial, les banques limiteront leur financement de la construction à leurs plus gros clients, faisant ainsi de la place aux prêteurs alternatifs non bancaires.

Dans ce climat d'incertitude, des occasions plus alléchantes se révèlent encore dans les états américains du sud, lesquels bénéficient d'une imposition moindre, d'une croissance de la population et d'un climat plus clément. De ce fait, Trez Capital demeure bien placée pour tirer parti des opportunités engendrées par le contexte actuel où les taux d'intérêt sont plus élevés et les prêteurs font preuve d'une plus grande prudence.

Les renseignements présentés dans ce document le sont à titre informatif uniquement et ne constituent pas une offre d'achat ou de vente dans toute juridiction. Il ne faut pas se fier à ces renseignements au moment de prendre une décision en matière d'investissement. Trez Capital ne peut être tenu responsable de toute perte résultant de l'utilisation des renseignements présentés. Le rendement passé n'est pas indicatif du rendement futur et il ne faut pas s'y fier exclusivement. Trez Capital n'assume aucune responsabilité quant à la mise à jour des renseignements. Trez Capital ne peut garantir l'exhaustivité ni l'exactitude des renseignements fournis par des tiers qu'elle peut utiliser. Ce document ne peut être distribué, modifié ou communiqué sans avoir obtenu l'approbation préalable écrite de Trez Capital.