

Luke Schmidt, CFA,
Directeur général et chef,
Opérations, Placements
immobiliers mondiaux, GPTD

Matt Sych, CFA, CPA, CMA,
Directeur général et chef,
Gestion des portefeuilles
et des actifs, Placements
immobiliers mondiaux, GPTD

David Tallman, CFA,
Vice-président, GPTD

Garder le cap : Le secteur de l'immobilier dans la période postpandémie

La période postpandémie a été marquée par la hausse des taux d'intérêt la plus spectaculaire en 50 ans et a fait grimper les taux de capitalisation canadiens de 20 %, ce qui a exercé une pression à la baisse sur les évaluations immobilières¹.

Comment le secteur canadien de l'immobilier commercial a-t-il pu produire des rendements stables face à de telles difficultés en matière d'évaluation, et quels rendements prévoyons-nous pour l'avenir?

¹Taux de capitalisation de tous les types de propriétés de CBRE.

Produire des rendements malgré des taux de capitalisation plus élevés

Les taux de capitalisation sont le **prix du revenu immobilier** et sont semblables au ratio cours/bénéfice (ratio « C/B ») des actions. Toutefois, contrairement au ratio C/B, lorsque le taux de capitalisation augmente, la valeur attribuée au revenu est réduite :

$$\frac{\text{revenu}}{\text{taux de capitalisation}} = \text{évaluation de la propriété}$$

↑ (sous le dénominateur) ↓ (sous le résultat)

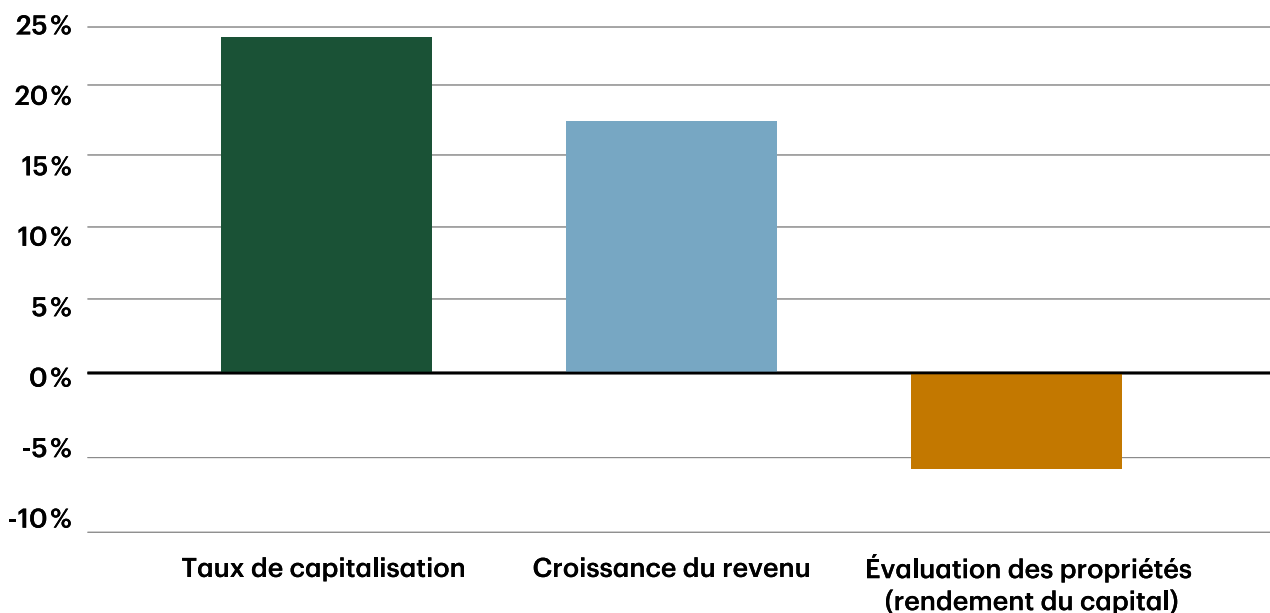
Les années 2022 et 2023 ont vu se dérouler la « bataille de la hausse des taux de capitalisation et du revenu », dont le vainqueur déterminerait l'orientation des évaluations immobilières. Comme l'illustre la **figure 1**, la hausse de 20 % des taux de capitalisation a surpassé la croissance de 17 % du revenu, ce qui a entraîné une baisse des évaluations globales. Étant donné l'ampleur de l'augmentation des taux de capitalisation, la baisse des évaluations a été minime en raison de la forte croissance du revenu.

Toutefois, les évaluations ne sont qu'une composante des rendements immobiliers. Les flux de revenus actuels qui entrent dans le portefeuille constituent un autre facteur. En 2022 et 2023, le rendement

du revenu actuel l'a emporté sur les variations d'évaluation, ce qui a produit un rendement global positif.

Les données des années 2022 et 2023 montrent comment, ultimement, le revenu détermine le rendement grâce à la stabilisation de l'évaluation face aux augmentations des taux de capitalisation et aux rendements du revenu actuels. Dans cette optique, nous évaluerons les facteurs de revenu à court et à long terme (offre et demande) du secteur de l'immobilier canadien, mais nous devons d'abord évaluer la récente variation du taux de capitalisation dans une perspective historique et relative.

Figure 1 : La croissance du revenu stabilise les évaluations malgré une augmentation importante des taux de capitalisation – du 31 décembre 2021 au 31 décembre 2023



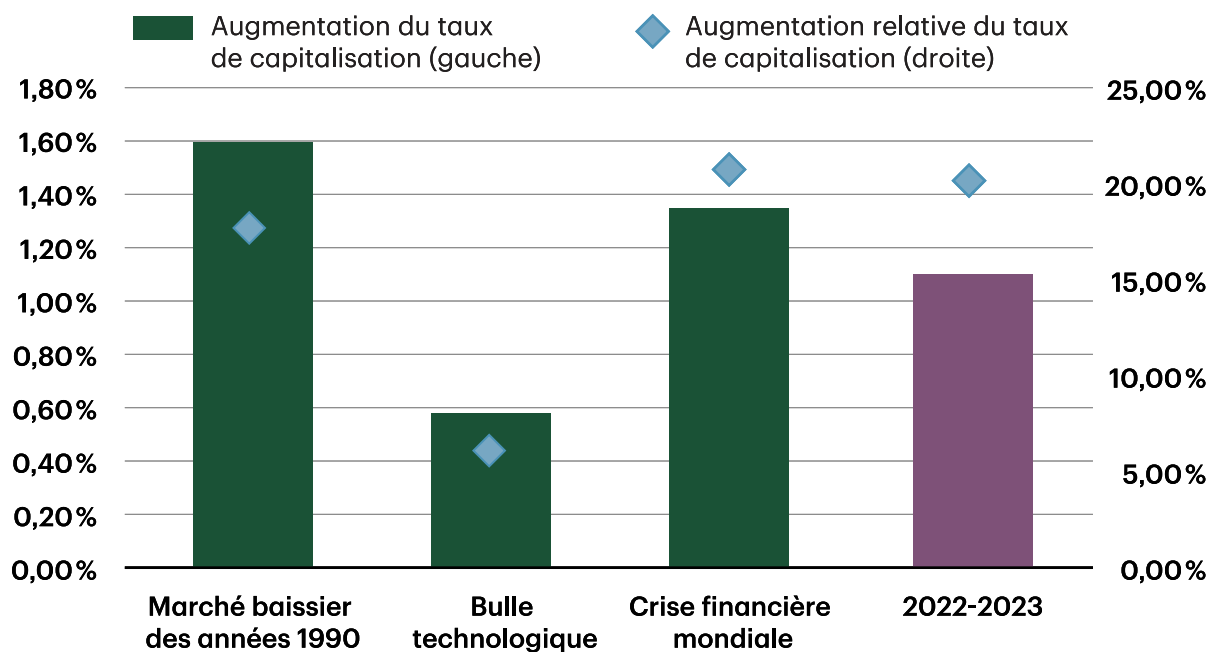
Taux de capitalisation de tous les types de propriétés de CBRE.
Source : Indice MSCI Property. Du 31 décembre 2021 au 31 décembre 2023.

Évaluation immobilière en période de reflation

La prévision des taux de capitalisation consiste essentiellement à prévoir le prix que paieront les investisseurs pour le revenu de l'immobilier. La baisse récente de la valeur du revenu (augmentation des taux de capitalisation) peut être analysée en regard de l'augmentation précédente des taux de capitalisation et du prix du revenu sans risque (c.-à-d. les taux des obligations du gouvernement du Canada [« GdC »]), ce qui donne un aperçu des trajectoires possibles des taux de capitalisation.

La **figure 2** compare l'augmentation actuelle des taux de capitalisation aux périodes d'augmentation historiques. La récente hausse relative de 110 points de base (taux actuel de 6,6 % par rapport au creux de 5,5 %) a mené à l'atteinte de sommets historiques et donne à penser que la majeure partie de l'augmentation actuelle des taux de capitalisation est derrière nous. Les deux précédents sommets des taux de capitalisation (la bulle technologique et la crise financière mondiale) s'en sont suivis de rendements annualisés moyens sur trois ans de 8,5 %.

Figure 2 : Augmentations historiques des taux de capitalisation

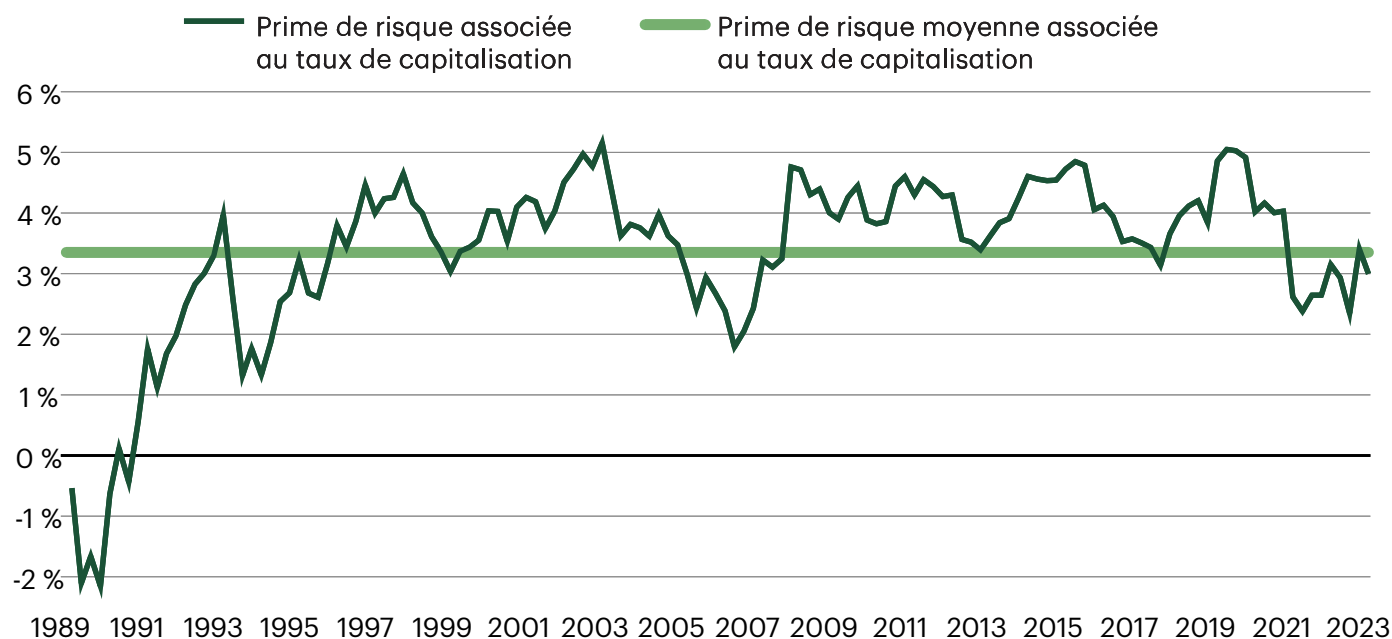


Source : Taux de capitalisation de tous les types de propriétés de CBRE.



Nous devons également comparer la valeur du revenu immobilier (c.-à-d. le taux de capitalisation) au prix du revenu sans risque, exprimé par les taux des obligations du gouvernement du Canada. Les taux des obligations du gouvernement du Canada ont commencé à augmenter en 2021, ce qui a entraîné une baisse de la prime de risque associée au taux de capitalisation (taux de capitalisation moins le taux des obligations du gouvernement du Canada), comme le montre la **figure 3**. Par la suite, les taux de capitalisation ont augmenté plus rapidement que ceux des obligations du gouvernement du Canada, ce qui a rapproché la prime de la moyenne historique. Pris isolément, ce constat donne à penser que les taux de capitalisation devraient demeurer relativement stables, au niveau actuel des taux d'intérêt.

Figure 3 : Le taux de capitalisation moins le taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans est près de la moyenne historique



Source : Taux de capitalisation de tous les types de propriétés de CBRE. Bloomberg Financial.

L'ampleur de la récente augmentation des taux de capitalisation révèle des points d'entrée intéressants du point de vue des évaluations. Toutefois, comme en témoigne la stabilité du rendement dans le cadre du cycle de hausse des taux de capitalisation le plus rapide jamais enregistré au Canada qui est survenu en 2022 et en 2023, c'est le revenu qui, en définitive, stimulera le rendement.



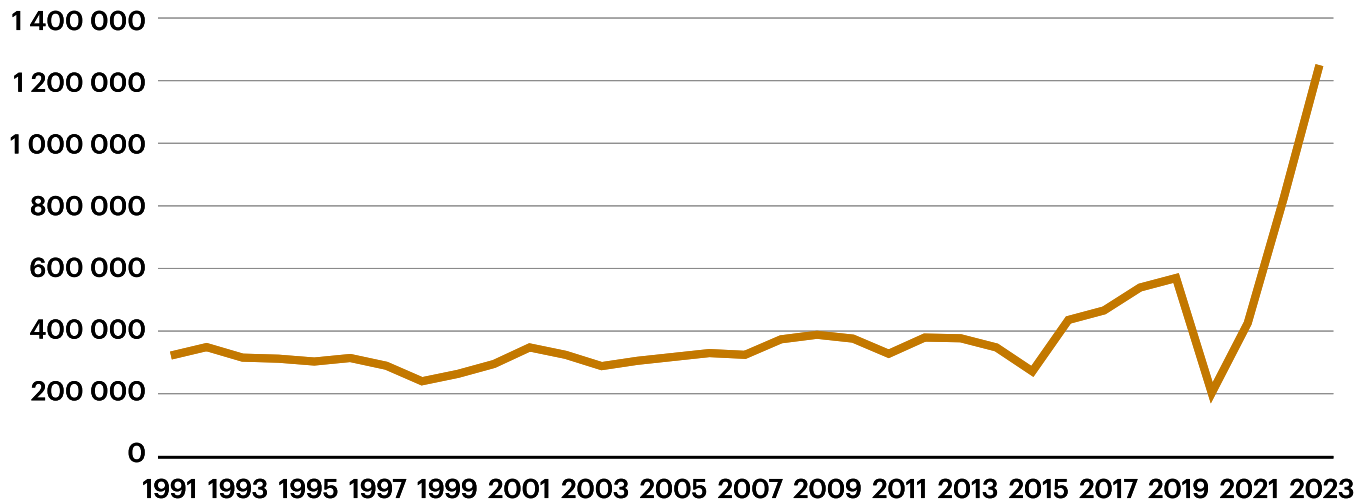
À long terme : Évaluation de la croissance du revenu

La croissance du revenu à long terme est évaluée en fonction des facteurs de l'offre et de la demande. Lorsque la croissance de la demande dépasse celle de l'offre, le taux d'occupation et la perception des revenus augmentent pour l'offre existante.

Évaluation de la demande

Du point de vue de la demande, le Canada connaît une croissance démographique sans précédent, comme le montre la **figure 4**. Cette croissance démographique équivaut presque à ajouter chaque année la population de Calgary à celle de l'ensemble du Canada, et ces personnes auront besoin d'endroits où vivre, travailler, magasiner et se divertir. De plus, sur une période de cinq ans, le taux de croissance de la population et du PIB réel prévu au Canada est cinq fois plus élevé et de 50 % supérieur à la moyenne des pays du G7, respectivement².

Figure 4 : Croissance de la population canadienne (sur 12 mois)



Source : Statistique Canada, estimations trimestrielles de la population.

²Oxford Economics, juin 2023.

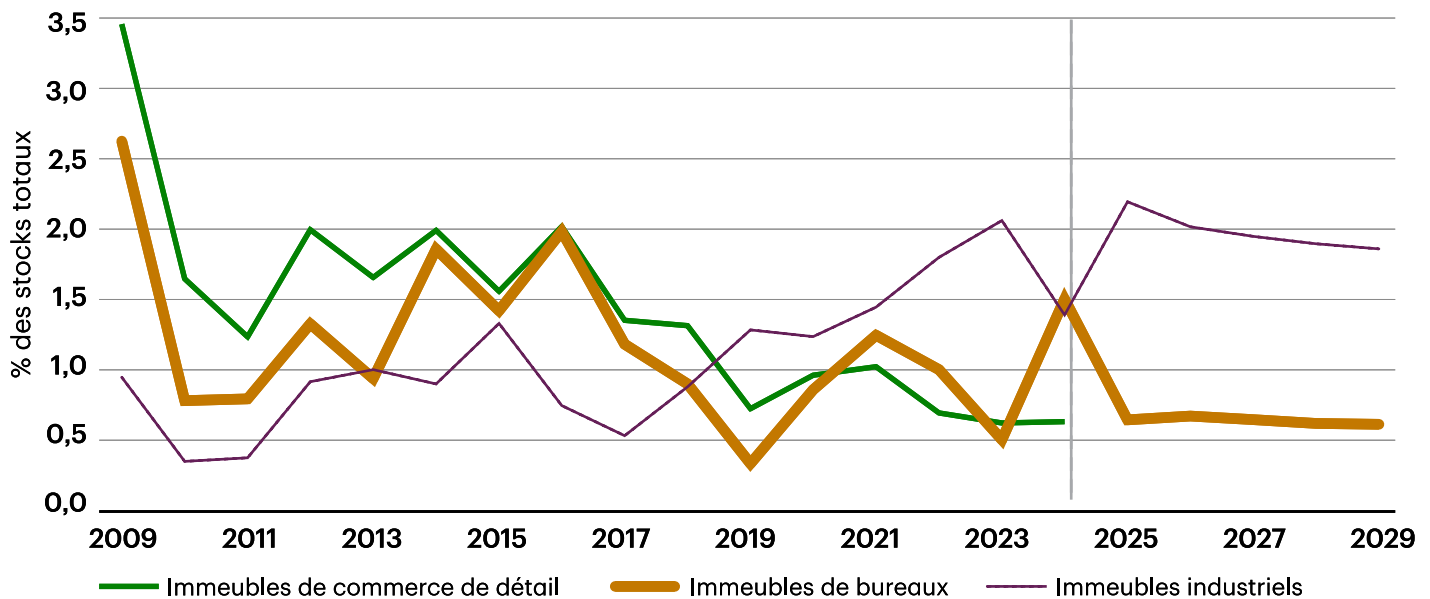
Évaluation de l'offre

Les projections de l'offre ne suivent pas le rythme des attentes en matière de demande. Fait important, les cycles de l'offre évoluent plus lentement que les cycles de la demande, et la décision d'interrompre les projets d'aménagement immobilier à la suite de la pandémie commence seulement à produire ses effets sur les marchés. Dans le même temps, l'inflation consécutive à la pandémie continue d'étouffer la nouvelle offre.

Le segment des immeubles industriels prévoit une nouvelle offre, mais elle pourrait s'avérer moins conséquente que nécessaire en raison du taux d'inoccupation actuel quasi record. Au sein du segment des immeubles de bureaux, pratiquement

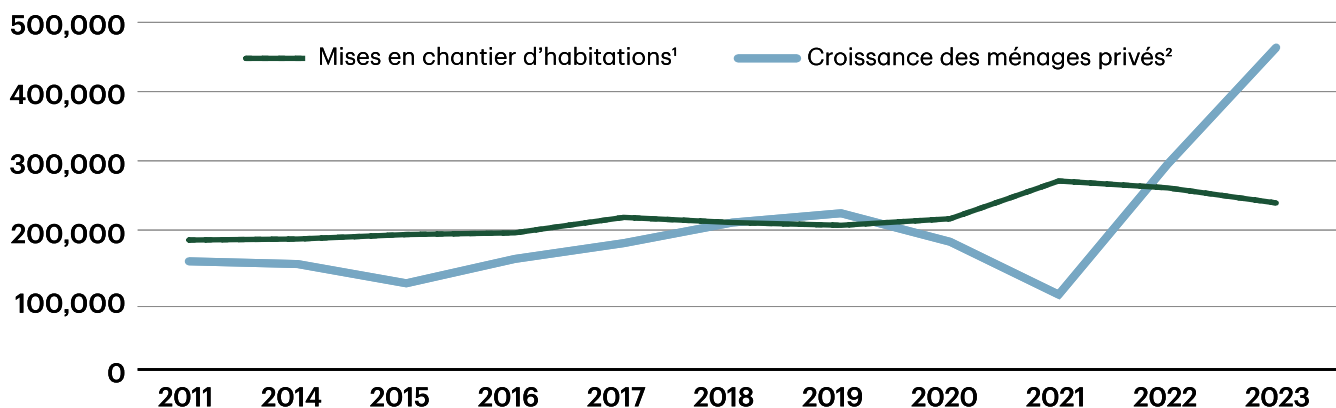
tous les nouveaux immeubles ont été le produit de décisions prises avant la pandémie, lorsque les taux d'inoccupation sur le marché canadien des immeubles de bureaux frôlaient des creux historiques. Cependant, le cycle de construction touche à sa fin, car la nouvelle offre d'immeubles sera pratiquement nulle à partir de 2025. Le segment des tours d'immeubles multirésidentiels connaît également des délais entre la décision de construire et la mise sur le marché des espaces, ce qui accentue la faiblesse déjà extrême du volume de nouveaux logements au Canada, et ce, alors que les besoins sont croissants, comme le montre la **figure 6**.

Figure 5 : Nouvelle offre d'immeubles commerciaux



Source : CBRE. Aucune prévision concernant les immeubles de commerce de détail n'est disponible.

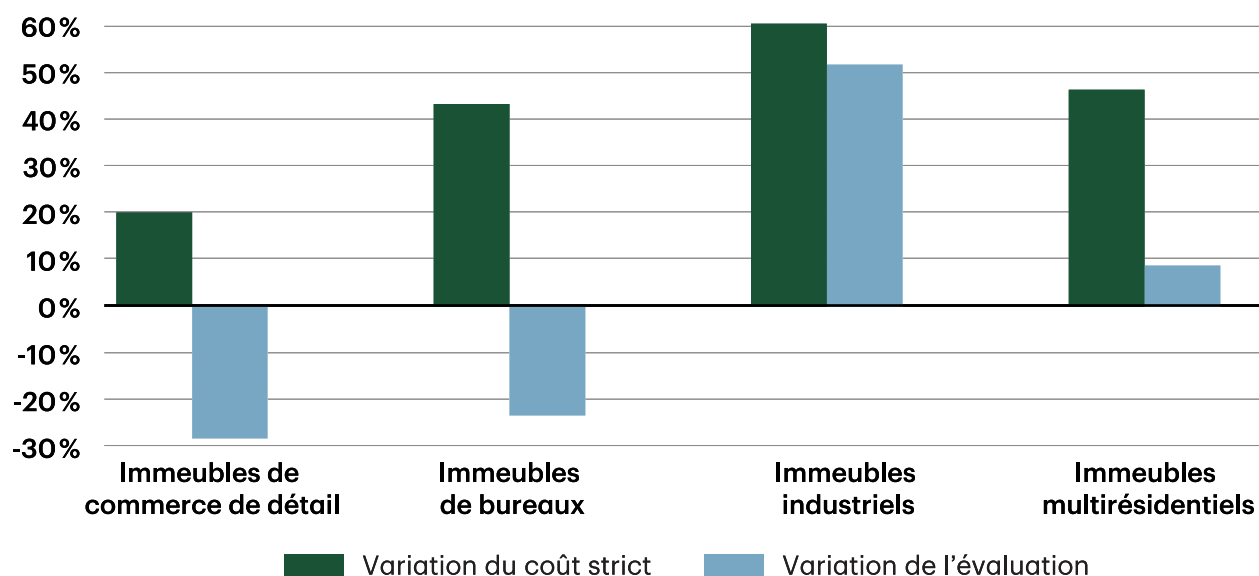
Figure 6 : L'offre de logements diminue malgré les besoins



Source : ¹Statistique Canada. ²Oxford Economics, les valeurs de 2021 à 2023 sont des prévisions.

Contrairement aux autres catégories d'actif où les bouleversements technologiques réduisent le coût de l'offre, les coûts des constructions immobilières ont une relation linéaire avec le coût des terrains, de la main-d'œuvre et des matériaux (inflation). Après la pandémie, les coûts stricts des constructions (main-d'oeuvre, matériaux) ont considérablement augmenté, tandis que les évaluations dans tous les segments, à l'exception de celui des immeubles industriels, ont accusé un retard important, comme le montre la **figure 7**. Cette situation est susceptible de miner la nouvelle offre et d'accroître le taux d'occupation attendu ainsi que les revenus de l'espace existant à long terme.

Figure 7 : 2024 contre 2019 : Les hausses des coûts de construction sont supérieures aux variations d'évaluation



Source : Altus Group, coûts stricts par pied carré dans les trois principales régions métropolitaines. Variation de l'évaluation selon l'indice MSCI Canada Property. Comparaison entre les données au 31 décembre 2023 et au 31 décembre 2019. Bloomberg Financial.

Dans l'ensemble, la dynamique de l'offre et de la demande à long terme témoigne d'une solide croissance du revenu au Canada. Cela étant, les taux de capitalisation sont plus difficiles à prévoir, et l'inversion de la courbe des taux laisse entrevoir une récession potentielle depuis près de deux ans. Les portefeuilles d'immobilier commercial qui mettent l'accent sur la qualité et qui surpondèrent les immeubles multirésidentiels sont bien placés pour faire face à d'éventuelles turbulences économiques ou liées aux taux de capitalisation et pour tirer parti d'une dynamique de l'offre et de la demande intéressante à long terme.



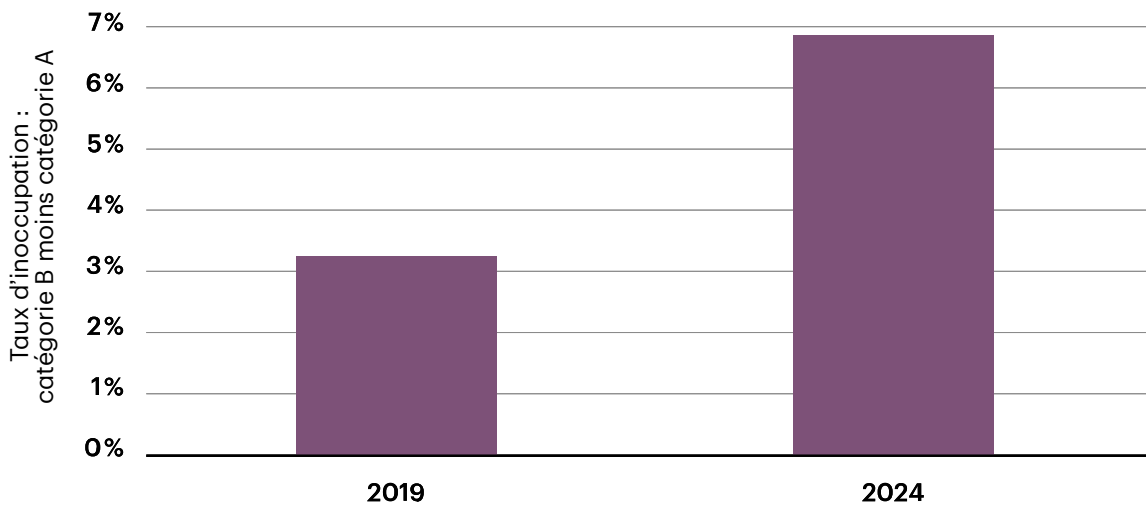
Protéger la valeur et accroître le revenu dès aujourd'hui

Un accent mis sur la qualité peut produire un revenu durable dans des conditions de marché difficiles. Si la demande globale ralentit, le taux d'inoccupation augmente et les locataires ont plus d'options. Dans ce contexte, ce sont les immeubles de qualité supérieure qui mène le bal au chapitre de la demande dans l'ensemble, car les locataires choisissent des espaces dont la qualité est supérieure à celle des locations précédentes. Le choc subi par les immeubles de bureaux en raison de la COVID-19 en est un bon exemple, car l'écart entre le taux d'inoccupation des immeubles de bureaux de catégorie B et celui des immeubles de bureaux de catégorie A a plus que doublé depuis 2019, comme le montre la **figure 8**.

Comme nous l'avons vu en 2022 et en 2023, les flux de revenus durables et croissants peuvent offrir une protection contre de nouvelles pressions sur les taux

de capitalisation. Les immeubles multirésidentiels présentent ces deux caractéristiques, avec une croissance des loyers intégrée de 40 % et de 34 % à Toronto et à Vancouver, respectivement (24 % à l'échelle nationale), tandis que les évaluations de revenus des immeubles multirésidentiels (taux de capitalisation) sont moins sensibles aux pressions exercées par des facteurs économiques et le marché immobilier³. Ce phénomène a été constaté pendant la crise financière mondiale, lorsque l'augmentation des taux de capitalisation des propriétés commerciales a été presque deux fois plus importante que celle des immeubles multirésidentiels, et ce schéma s'observe à nouveau dans le contexte de reflation actuel⁴. Cette situation découle d'une demande d'immeubles multirésidentiels fondée sur les besoins et justifie une pondération importante à tout moment du cycle.

Figure 8 : Ruée vers la qualité dans les immeubles de bureaux

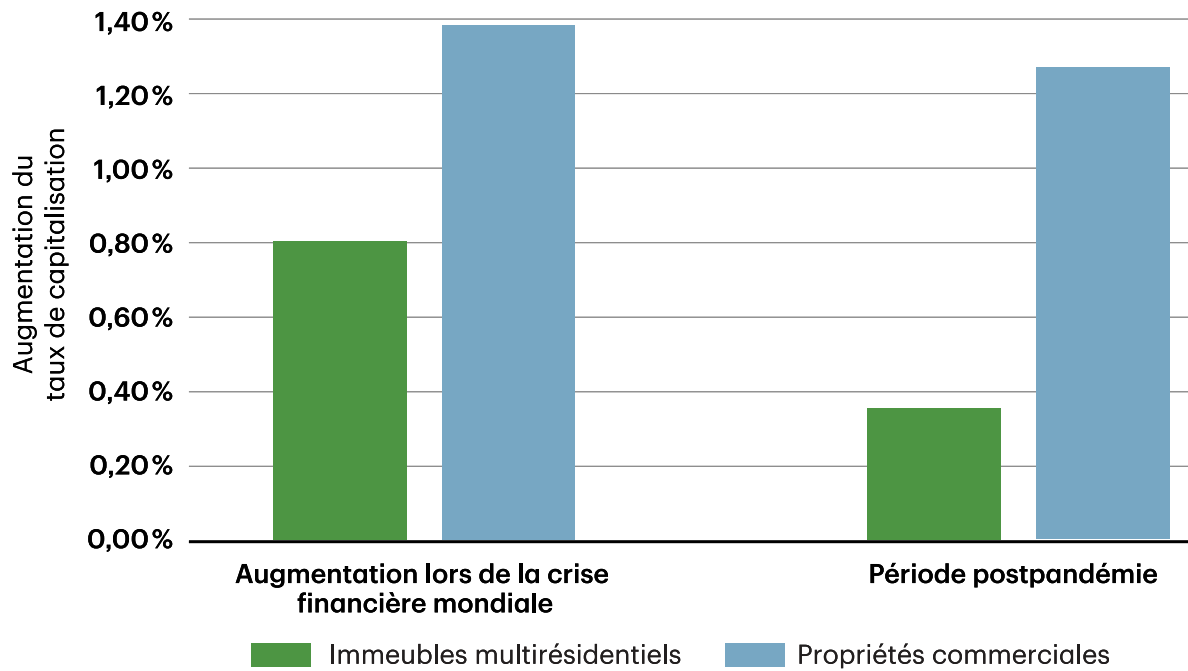


Source : CBRE. Au 31 décembre 2019 et au 31 décembre 2023.

³ SCHL, octobre 2023, Enquête auprès des ménages.

⁴ CBRE.

Figure 9 : Augmentation des taux de capitalisation : Immeubles multirésidentiels et immeubles commerciaux



Source : CBRE. Crise financière mondiale de juin 2007 à septembre 2009. La période postpandémique va de mars 2022 à décembre 2023. Les données des propriétés commerciales correspondent à la moyenne simple des immeubles de commerce de détail, industriels et de bureaux.



Résumé

L'immobilier commercial canadien a enregistré la plus forte augmentation de taux de capitalisation relative depuis la crise financière mondiale, tout en offrant un rendement résilient en raison du profil de revenu de cette catégorie d'actif. Bien que les taux de capitalisation pourraient subir des pressions soutenues à court terme si les craintes à l'égard d'une contraction économique et des taux d'intérêt s'accroissent, l'augmentation historique des taux de capitalisation révèle un point d'entrée intéressant pour les investisseurs. À plus long terme, la croissance démographique

sans précédent et la nouvelle offre limitée font grimper les taux d'occupation et les niveaux de revenus prévus de cette catégorie d'actif. Les investisseurs qui privilégient les types de propriétés défensives, comme les immeubles multirésidentiels, les immeubles de commerce de détail axés sur les besoins et les immeubles de qualité, comme les immeubles de catégorie A présentant de solides caractéristiques ESG, sont plus à même de résister aux pressions liées aux taux de capitalisation et à l'économie ainsi que de tirer parti de solides rendements immobiliers en cette ère postpandémie. ■

Occasion à saisir



Réservé aux professionnels des placements institutionnels. Ne pas distribuer. Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Ces documents n'ont été examinés par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et ne sont pas enregistrés auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans ces documents concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et sous réserve de changement. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces prévisions et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier. Tous les indices mentionnés sont des indices de référence largement acceptés pour les placements et représentent des portefeuilles de placements non gérés. On ne peut investir directement dans un indice. Les renseignements sur les indices permettent de comparer les résultats d'une stratégie de placement à ceux d'un indice boursier largement reconnu. Il n'est pas prétendu qu'un tel indice soit un indice de référence approprié pour une telle comparaison. Les résultats d'un indice ne reflètent pas les commissions et les coûts associés à la négociation. La volatilité d'un indice peut être très différente de celle d'une stratégie, et les placements du portefeuille peuvent différer grandement des titres composant l'indice. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.