

Les placements directs en immobilier sont-ils toujours attrayants pour les caisses de retraite ?



Par Dany Lemay et Carl Wiseman

Au cours des deux dernières décennies, la popularité des placements directs en immobilier auprès des caisses de retraite canadiennes a connu une croissance fulgurante. En effet, selon l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite, la valeur des placements immobiliers détenus par les régimes canadiens était d'environ 8 milliards de dollars en 1992 comparativement à plus de 116 milliards en 2012. Dans les faits, cet intérêt grandissant s'est traduit par une pondération plus importante des placements directs en immobilier dans la répartition de l'actif des caisses de retraite au pays, passant ainsi de 5 % à près de 10 %, en moyenne, au cours de cette période.

À la lumière de ce phénomène et des excellents rendements générés par cette catégorie d'actif au cours de la dernière décennie, particulièrement au Canada, une question se pose : les placements

Placements directs en immobilier

directs en immobilier demeurent-ils accessibles et attrayants pour une caisse de retraite de petite ou moyenne taille? Avant de répondre à cette question, il est bon de rappeler les éléments qui militent en faveur de cette catégorie d'actif pour une caisse de retraite.

Tout d'abord, sa nature hybride constitue un attrait indéniable pour l'investisseur institutionnel. Prenons l'exemple d'une propriété de type « core », préconisant une approche équilibrée basée sur la stabilité des revenus. Celle-ci peut à la fois amener des flux de revenus réguliers ressemblant aux coupons des obligations, tout en offrant une composante de croissance plus spécifique aux actions. Les placements directs en immobilier constituent également une source de diversification attrayante en raison de leur faible corrélation avec les actions et les obligations. Plusieurs caisses de retraite y voient ainsi l'opportunité de diversifier leurs primes de risque à l'intérieur de leur portefeuille visant à générer du rendement. La nature des placements directs en immobilier offre aussi certaines similitudes avec le passif du régime de retraite, de par son horizon de temps et son lien avec l'inflation.

Le principal inconvénient des placements immobiliers est sa plus faible liquidité comparativement aux catégories d'actif plus traditionnelles comme les actions et les obligations. Toutefois, les caisses de retraite sont typiquement des investisseurs institutionnels en mesure d'exploiter cette prime de non-liquidité, et ce en raison de leur horizon de placement à long terme.

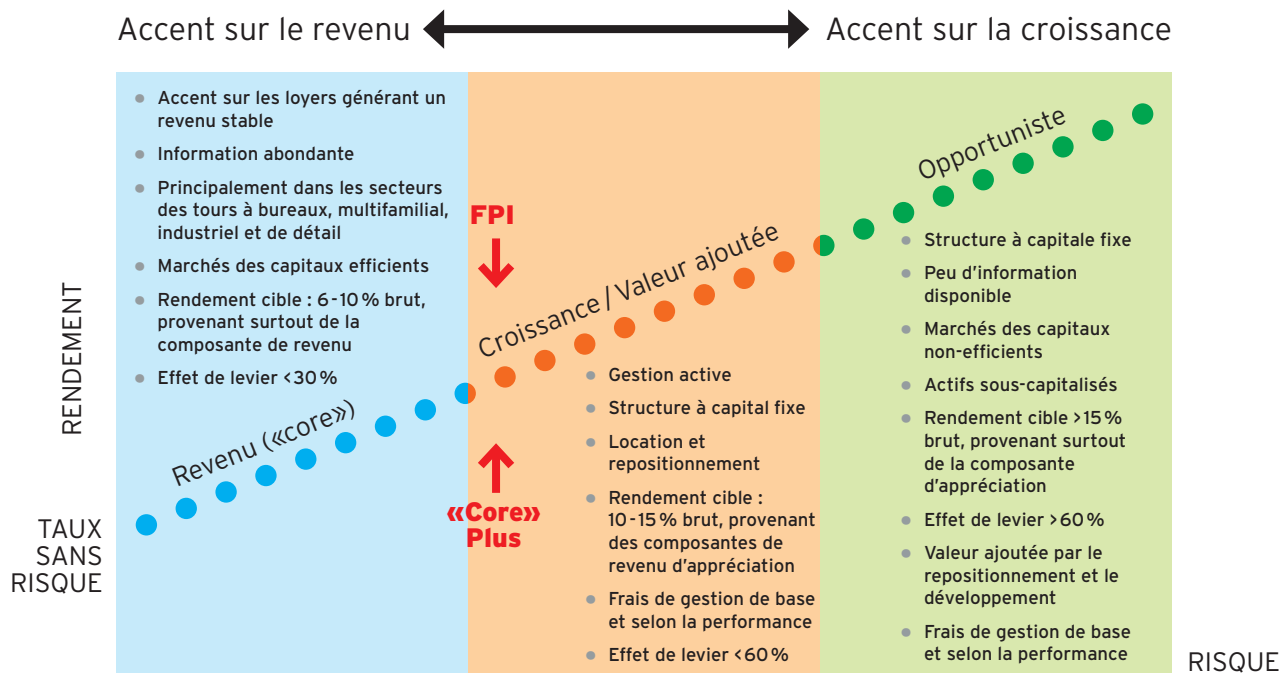
Et les PME?

Pour les caisses de petite et moyenne taille, la pratique la plus commune est d'investir dans des fonds communs, soit à capital variable ou à capital fixe - ces derniers ont des durées de vie fixes et prédéterminées pendant lesquelles aucun investisseur ne peut y entrer ni en sortir. Les fonds communs à capital variable ont historiquement été préférés à ceux à capital fixe en raison de leur plus grande liquidité, de leur taille d'actif minimale requise (la plupart des fonds communs à capital variable canadiens acceptent des mandats à partir de 1 M\$), et de leurs stratégies davantage orientées vers la génération de revenus. Les fonds communs à capital variable préconisent surtout des stratégies à valeur ajoutée liées à la

croissance comme l'indique le graphique ci-dessous. Cependant, l'offre de fonds communs à capital variable au Canada est relativement modeste puisqu'elle en compte moins d'une dizaine, soit un nombre relativement moins élevé que pour les fonds communs à capital fixe.

Afin de remédier ce problème et comme porte d'entrée dans cette catégorie d'actif, certaines caisses de retraite ont décidé d'investir dans l'immobilier par le biais des fiducies de placements immobiliers (FPI), qui ont comme caractéristique première d'être cotées en Bourse. Les FPI canadiennes ont historiquement dégagé des rendements à long terme attrayants, bien que légèrement moins élevés par rapport aux placements directs en immobilier non cotés (10 % par rapport au 12 % pour la période de dix ans se terminant le 31 décembre 2013) et de risque équivalent. Ils permettent aussi aux investisseurs d'obtenir facilement et rapidement une certaine exposition aux placements immobiliers, tant canadiens que mondiaux, contrairement aux placements directs en immobilier non cotés. Le principal inconvénient des FPI provient toutefois de leur forte corrélation à court terme avec les actions. Par contre,

LE SPECTRE RENDEMENT-RISQUE DES PLACEMENTS IMMOBILIERS



il est bien de noter que les analyses de corrélation à long terme ont tendance à montrer une plus faible corrélation des FPI avec les actions et une plus forte corrélation aux placements directs en immobilier non cotés. Il peut alors s'agir d'une option intéressante pour établir une exposition mondiale à cette catégorie d'actif pour une caisse de retraite avec un plus faible budget de gouvernance.

Viser l'international?

Les avantages de la diversification mondiale du côté des actions sont bien connus. Ces arguments sont encore plus pertinents pour les placements directs en immobilier. En effet, les rendements du secteur immobilier canadien dépendent principalement de facteurs domestiques plutôt que de facteurs mondiaux. Par conséquent, la corrélation entre les rendements de différents marchés immobiliers régionaux tend à être relativement faible, procurant ainsi un niveau de diversification plus intéressant et une meilleure gestion du risque.

De plus, l'immobilier canadien est susceptible de produire des rendements moins élevés que ceux qui ont été réalisés au cours des dix dernières années. Comme les taux d'intérêt, les taux de capitalisation des actifs immobiliers canadiens sont présentement bas et la croissance des revenus locatifs pourrait avoir du mal à compenser l'augmentation anticipée des taux de capitalisation.

Dans ce cas, quelles sont donc les avenues potentielles à l'extérieur du Canada? Les fonds communs à capital variable non cotés de style «core» sont largement disponibles aux États-Unis et en Europe. Bien qu'une diversification mondiale dans le contexte des placements directs en immobilier semble pertinente, les structures fiscales de plusieurs fonds contenant des placements directs en immobilier américain posent des défis aux investisseurs canadiens tentés d'y investir. Il est donc primordial de bien comprendre les aspects fiscaux et la structure des fonds. Par exemple aux États-Unis, des structures de fonds appropriées doivent être utilisées pour limiter l'exposition d'un client étranger à FIRPTA (Loi de l'impôt de 1980 sur les investissements étrangers dans des propriétés) et à de potentielles retenues d'impôt. Au cours des dernières années, de plus en plus de gestionnaires

immobiliers ont d'ailleurs lancé des fonds d'immobilier américain structurés de façon fiscalement efficace pour les investisseurs canadiens.

Tendances émergentes

Les caisses de retraite de plus grande taille comptant sur un budget de gouvernance plus élevé ont historiquement été davantage en mesure d'exploiter les différents thèmes du marché immobilier. L'accès à des conseillers avec des plateformes de recherche mondiales ainsi que l'augmentation du nombre de fonds disponibles permettent maintenant aux caisses de taille plus modeste d'également tirer leur épingle du jeu. Par exemple, les thèmes liés aux marchés émergents, à la croissance ainsi qu'à la démographie attirent particulièrement l'attention des investisseurs.

D'abord, les marchés émergents deviennent de plus en plus attrayants pour les investisseurs en quête tant de diversification que d'exposition à l'immobilier. Cette catégorie d'actif est généralement considérée comme l'un des moyens les plus «purs» d'accéder à la croissance de la richesse de la classe moyenne dans les marchés émergents.

Ensuite, le thème des stratégies de croissance revient en force après les dernières années menées par les stratégies liées à la génération de revenus. En effet, une fuite des investisseurs vers la qualité a récemment été observée dans la plupart des marchés à travers le monde. Depuis la crise financière mondiale, les rendements sur les propriétés de type «core» ont de loin surpassé les stratégies à valeur ajoutée sur base sans effet de levier. Qui plus est, les investisseurs ont afflué vers les propriétés produisant des revenus plus réguliers, dans un environnement où les taux de rendements obligataires ont été très faibles. Cela a mené à une dispersion des rendements relativement large entre les deux types de propriétés, créant ainsi des occasions intéressantes pour les stratégies de propriété à plus haut potentiel.

Finalement, l'évolution des facteurs démographiques a ouvert des possibilités d'investissement dans les secteurs liés aux soins de santé. Par exemple, des placements dans des logements pour personnes âgées ainsi que dans des cliniques médicales sont de plus en plus prisés par les gestionnaires d'immobilier.

Historiquement, les principales raisons évoquées par les promoteurs de régimes de retraite pour justifier leur absence dans les placements directs en immobilier étaient davantage liées aux considérations de mise en place, qu'à la pertinence de cette catégorie d'actif.

Depuis quelques années, plusieurs barrières et mythes au sujet des placements directs en immobilier sont tombés. En effet, la taille de l'investissement minimum n'est plus un enjeu et la faible liquidité de cette catégorie d'actif ne constitue pas un grave problème, dans la mesure où l'horizon de placement des caisses de retraite est généralement long. En outre, l'offre de produits de placement dans le marché s'est élargie et les différentes stratégies ont maintenant des historiques de rendements relativement longs. Finalement, l'accès à des conseillers avec des plateformes de recherche mondiales permet aux promoteurs de régimes de mieux connaître les produits disponibles, d'avoir accès à un processus de diligence raisonnable et répondre aux exigences de leur structure de gouvernance.

Les caisses de retraite qui ne sont présentement pas exposées aux placements directs en immobilier devraient donc considérer l'ajout de cette catégorie d'actif à leur stratégie de placement, pour des fins de diversification. Les caisses qui investissent déjà dans des fonds d'immobilier canadien auraient pour leur part avantage à considérer la possibilité d'améliorer leur niveau de diversification en étendant l'exposition aux placements directs en immobilier à l'échelle mondiale. ▀

Dany Lemay est chef de la pratique Investissement, Montréal chez Towers Watson.



Carl Wiseman est conseiller principal, Investissement chez Towers Watson.

