

# Le cas des hypothèques commerciales

POUR LES INVESTISSEURS ADMISSIBLES SEULEMENT

Le marché canadien des hypothèques commerciales constitue pour les investisseurs institutionnels une occasion intéressante d'accroître et de diversifier leurs sources de rendement sur des titres à revenu fixe. Le présent article propose un aperçu du marché et compare les caractéristiques séduisantes et les risques inhérents des prêts hypothécaires commerciaux à ceux d'autres placements à revenu fixe. Il examine aussi le rôle de l'analyse fondée sur des critères ESG dans l'investissement hypothécaire.

## Qu'est-ce qu'une hypothèque commerciale?

Une hypothèque commerciale est un prêt garanti par une créance directe sur un bien immobilier commercial. Les propriétés industrielles, de vente au détail, de bureaux et de logements collectifs sont les types de biens immobiliers les plus courants. La très grande majorité de ces propriétés génèrent des revenus : elles produisent des rentrées de fonds stables et prévisibles, du fait que les propriétés commerciales sont généralement liées à des baux à long terme.

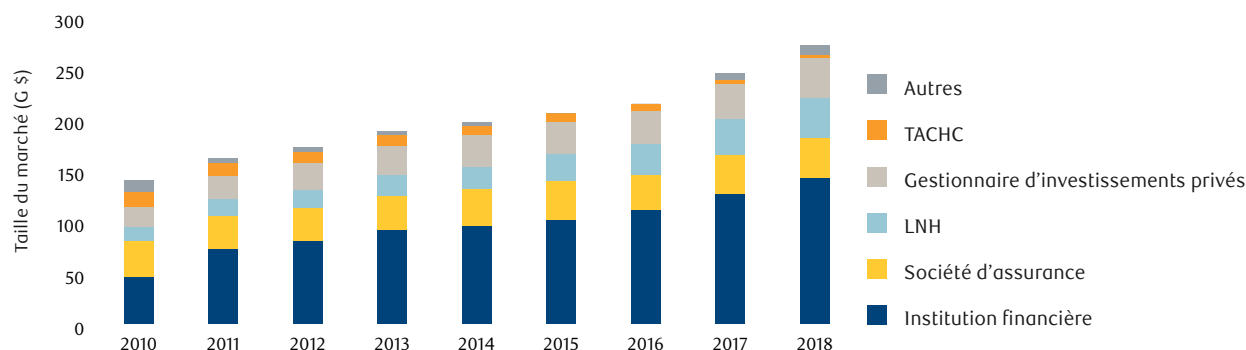
Il est important de faire la distinction entre les principaux types de prêts hypothécaires commerciaux, notamment :

- les prêts hypothécaires assurés par la SCHL;
- les hypothèques ordinaires;
- les hypothèques ordinaires plus;
- les hypothèques à rendement élevé.

Les prêts hypothécaires assurés par la SCHL sont des hypothèques de premier rang garanties par le gouvernement sur des collectifs d'habitation. Les hypothèques ordinaires sont des hypothèques de premier rang prudentes sur des propriétés à revenu, généralement de l'un des quatre principaux types décrits précédemment, et situées dans des marchés centraux. Ces hypothèques ont un ratio de couverture par les flux de trésorerie minimum de 1,25 et une quotité de financement maximale de 75 % au moment du financement. *La plus grande part du marché hypothécaire est occupée par les hypothèques ordinaires, et le présent article se concentre donc sur ce type d'hypothèque.*

Les hypothèques ordinaires plus sont généralement : 1) des hypothèques de premier rang à niveau de financement plus élevé sur les propriétés courantes ou 2) des hypothèques de premier rang à niveau de financement plus bas sur des propriétés assorties de flux de trésorerie plus incertains ou situées dans des marchés secondaires. Les hypothèques à rendement élevé sont en général des hypothèques de rang inférieur sur des propriétés à revenu ou des hypothèques de premier rang garanties par des propriétés qui ne génèrent pas de revenu. Les hypothèques ordinaires plus, et dans une plus large mesure les hypothèques à rendement élevé, comportent habituellement un plus grand risque de crédit et offrent donc en général des rendements plus élevés que les hypothèques ordinaires.

Figure 1 : Taille et participants du marché des prêts hypothécaires commerciaux



À titre indicatif seulement. Source : CMLS Financial

### Aperçu du marché canadien des hypothèques commerciales

La figure 1 montre une répartition de la taille et de la part de marché du secteur des hypothèques commerciales, qui a connu une importante croissance au cours des dernières années. En 2018, il y a eu pour environ 47 milliards de dollars de nouvelles hypothèques émises et on estime la taille actuelle du marché à 271 milliards de dollars<sup>1</sup>. Malgré cette croissance globale, il n'y a aucun marché secondaire actif. Cela s'explique principalement par le fait que les prêteurs hypothécaires du marché commercial canadien gardent au bilan les prêts hypothécaires qu'ils accordent et tendent ainsi à appliquer des normes de souscription prudentes. Cela étant dit, les nouveaux joueurs sur le marché peuvent encore avoir accès à des hypothèques commerciales grâce à la croissance continue du marché sous-jacent.

### Les avantages des hypothèques commerciales

Il existe de nombreux avantages à intégrer des hypothèques commerciales dans un portefeuille d'investissement. Nous les présentons dans les sections qui suivent.

### Bien corporel en garantie

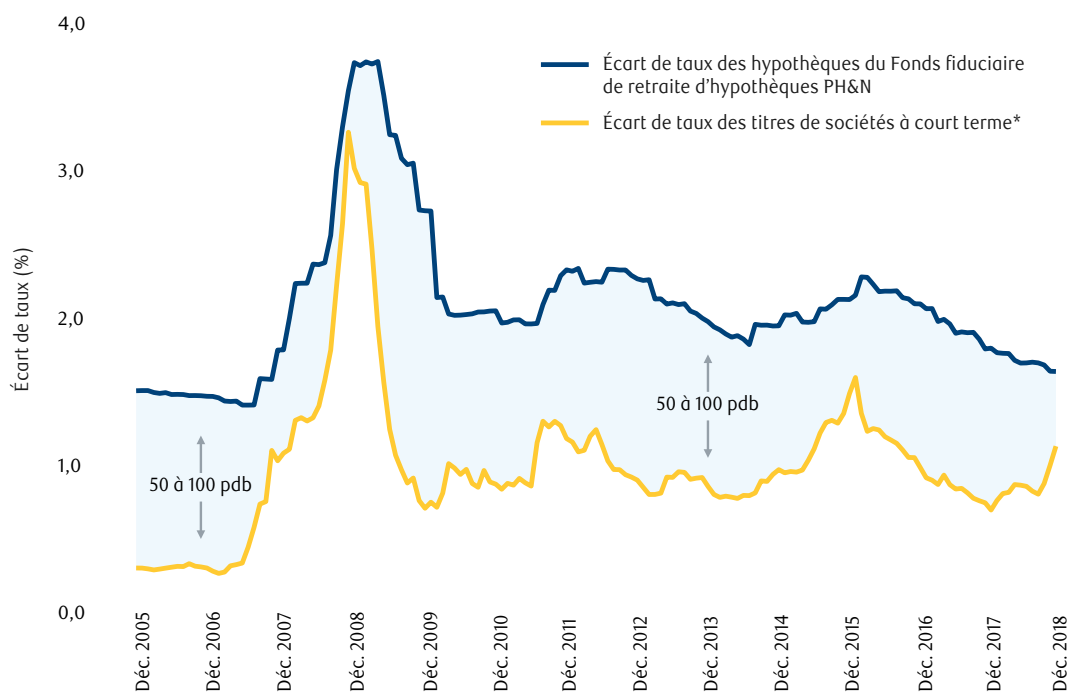
Contrairement à la plupart des obligations de sociétés, qui sont garanties par la bonne foi de l'émetteur, les hypothèques profitent d'une créance directe sur un bien corporel. Souvent, les prêts hypothécaires comportent une garantie supplémentaire de l'emprunteur, c'est-à-dire que si un investisseur n'est en mesure de recouvrer la totalité de son investissement par la vente de la propriété, il peut s'en prendre à d'autres biens appartenant à l'emprunteur.

Même si la garantie par un bien corporel est un avantage, la valeur de celui-ci peut devenir de plus en plus incertaine au fil du temps. Par conséquent, il est précieux de pouvoir compter sur un outil important d'atténuation du risque associé aux hypothèques commerciales : leur structure basée sur l'amortissement. Les versements hypothécaires sont établis sur une base mensuelle et lorsque le prêt hypothécaire est amorti, chaque versement comprend une part de remboursement du capital.

L'amortissement réduit l'exposition au risque d'une hypothèque individuelle pendant toute la durée du prêt, permettant de placer l'investissement hypothécaire à l'abri d'un possible repli du marché de l'immobilier commercial. Toutes choses étant égales par ailleurs, l'amortissement accroît la qualité du crédit d'une hypothèque à mesure qu'elle s'approche de l'échéance.

<sup>1</sup> Au 31 décembre 2018. Source : CMLS Financial

Figure 2 : Écart de taux des hypothèques et des obligations sur des obligations du Canada de durée similaire



À titre indicatif seulement. \*Indice obligataire de sociétés à court terme FTSE Canada.  
Source : FTSE Global Debt Capital Markets Inc.

### Les marchés inefficients créent des occasions

Les hypothèques commerciales diffèrent des actions et des obligations ordinaires non seulement parce qu'elles sont garanties par des biens corporels, mais aussi parce qu'elles se transigent sur un marché privé. Pour un investisseur, la possibilité d'accéder à l'information et de trouver des occasions d'investissement constitue un élément déterminant de son degré de succès dans ce marché. Le manque d'information publiquement disponible et l'absence d'un marché secondaire génèrent d'innombrables inefficiences qui peuvent se traduire par des occasions d'améliorer les rendements des investisseurs bien placés.

Vu l'absence de place boursière pour les hypothèques commerciales et que la plupart des investisseurs misent sur une stratégie visant à conserver les prêts consentis, ce marché est en général très peu liquide. En compensation, les investisseurs profitent d'une prime de liquidité que n'offrent pas les autres titres cotés en bourse associés à un risque de crédit comparable, comme le montre la figure 2. On considère cette prime de liquidité comme un moteur principal de rendements supérieurs à ceux des obligations de sociétés ayant la même qualité de crédit.

### Degré élevé de contrôle et de personnalisation

Contrairement au marché des obligations de sociétés, les prêteurs sur le marché hypothécaire disposent d'un meilleur contrôle sur les conditions d'un prêt, ce qui peut aider à protéger le capital. Chaque propriété garantissant un prêt hypothécaire est unique; il en va donc de même pour le risque de crédit associé à chacune de ces hypothèques individuelles. Dans tout investissement hypothécaire, il est essentiel d'identifier les risques de la transaction et de les atténuer au moyen de la structure. Les stratégies habituelles d'atténuation des risques de crédit consistent à réduire le produit (montant du prêt hypothécaire), diminuer l'amortissement, exiger un plus grand nombre de garanties, de retenues, de réserves d'intérêt ou même l'ajout d'une propriété en garantie, et, dans certains cas, exiger des clauses de performance. Les prêteurs ont également la latitude de décider si une créance supplémentaire peut être ajoutée sur la propriété pendant la durée de leur prêt hypothécaire.

En outre, un programme d'investissement hypothécaire peut être structuré pour répondre à des objectifs de durée précis pour un large éventail d'investisseurs. Par exemple, dans le contexte actuel de faibles taux d'intérêt, on recherche des instruments à revenu fixe à rendement plus élevé et à durée plus courte. Des hypothèques à plus court terme peuvent offrir une certaine protection dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Vu l'amortissement et la demande de prêts hypothécaires de plus courte durée de la part des emprunteurs (cinq ans, par exemple), les fonds hypothécaires ont une durée généralement plus courte que celle de l'indice universel. À l'inverse, un portefeuille hypothécaire peut aussi être structuré à l'aide d'un profil de durée plus longue pour les investisseurs visant un appariement du passif à long terme en ajoutant des hypothèques à échéance plus longue. Cela dit, il est important de souligner que l'atténuation du risque doit primer sur la durée ou les cibles de rendement.

Étant donné le degré de personnalisation en jeu lorsqu'on structure des investissements et des programmes de prêts hypothécaires, en plus de la subjectivité dans le fait de déterminer le risque de crédit et de l'atténuer, les fonds d'hypothèques commerciales peuvent comporter des profils de risque, de rendement et de durée très différents.

#### **Amélioration du rendement, diversification et faible risque de perte annuel**

Comme nous l'avons déjà mentionné, la prime de liquidité offerte par les hypothèques commerciales constitue une source essentielle de rendements supérieurs à ceux des obligations de sociétés de qualité de crédit comparable. À notre avis, récolter cette prime de liquidité est la plus séduisante des stratégies de rendement en fonction du risque accessibles dans les marchés obligataires, en supposant que le risque de crédit soit atténué correctement. Dans un plus vaste portefeuille de titres à revenu fixe, les hypothèques peuvent améliorer les rendements et diversifier les sources de risque. Nous avons illustré ce concept à la figure 3, en comparant les hypothèques à d'autres catégories d'actif courantes, sur une période d'environ 17 ans se terminant le 31 décembre 2018.

Étant donné le manque d'information publique accessible sur le marché hypothécaire canadien, nous avons utilisé un portefeuille d'hypothèques représentatif comme une approximation du marché des hypothèques ordinaires de grande qualité.

Comme on le montre plus loin, les hypothèques ont tendance à afficher un ratio de Sharpe élevé et une corrélation imparfaite avec divers autres placements à revenu fixe. Elles présentent aussi un risque de perte annuel moindre que les titres à revenu fixe à court terme ou ceux de l'indice universel. Le risque de perte annuel correspond à la perte moyenne des pires 5 % des résultats parmi les rendements sur 12 mois consécutifs de la période étudiée. Puisque les titres à revenu fixe à court terme et ceux de l'indice universel, aussi bien que les hypothèques, sont des produits de crédit évalués au rendement, des pertes peuvent survenir à cause des fluctuations de taux (des rendements obligataires en hausse réduisent le prix des obligations, que cette hausse soit attribuable à des taux hors risque ou à une variation de l'appétit des investisseurs obligataires) et des défaillances, celles-ci pouvant conduire à des pertes permanentes. Tel qu'illustré dans le tableau, les hypothèques affichent le risque de perte en cas de baisse le plus bas sur la période étudiée et, en fait, ce repli n'a pas entraîné de perte, mais simplement un rendement plus faible que prévu (1,3 % plutôt que le rendement annualisé de 5,0 %).

De plus, les politiques monétaires expansionnistes de la dernière décennie ont constamment poussé les taux de rendement à la baisse, comme en témoigne le faible risque de perte en cas de baisse qui est le même pour les obligations à court terme et celles de l'indice universel. Dans un contexte moins favorable aux titres à revenu fixe, comme dans le cas d'un resserrement de la politique monétaire, on pourrait s'attendre à ce que les titres à revenu fixe comportent un risque de perte plus grand. Malgré tout, étant donné leur plus faible sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt, on peut supposer que les hypothèques offriront un meilleur profil de risque de perte qu'une obligation dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, pourvu que le risque de crédit demeure le même. Par conséquent, les hypothèques offrent habituellement un meilleur profil de risque absolu que les obligations et une diversification accrue du fait des fluctuations des taux d'intérêt, dans la composante de revenu fixe d'un portefeuille.

Figure 3 : Données historiques des marchés de capitaux

Catégorie d'actif	Série de données représentatives	Rendement annualisé	Volatilité annuelle	Risque de baisse annuel	Ratio de Sharpe	Corrélation avec les hypothèques
Liquidités	Indice des bons du Trésor à 30 jours FTSE Canada	1,7 %	0,4 %	0,2 %	0,0	0,1
Obligations à court terme	Indice global des obligations à court terme FTSE Canada	3,5 %	1,9 %	-0,4 %	1,0	0,9
Obligations de l'univers obligataire	Indice obligataire universel FTSE Canada	4,9 %	3,7 %	-1,4 %	0,9	0,9
Obligations de sociétés	Indice obligataire toutes les sociétés FTSE Canada	5,4 %	3,3 %	-0,4 %	1,1	0,8
Hypothèques	Portefeuille d'hypothèques modèle*	4,4 %	2,3 %	1,3 %	1,4	1,0
Actions canadiennes	Indice composé S&P/TSX	6,7 %	13,2 %	-31,0 %	0,3	-0,2
Actions mondiales	Indice MSCI Monde (en \$ CA)	7,6 %	12,9 %	-27,4 %	0,5	0,0

À titre indicatif seulement.

\*Il n'existe pas d'indice ni d'indice de référence largement reconnu pour le marché des hypothèques commerciales. Nous avons donc utilisé le Fonds fiduciaire de retraite d'hypothèques PH&N en guise de modèle pour le segment de qualité supérieure du marché des hypothèques commerciales. Rendements des fonds de série O. Les rendements totaux sont exprimés avant déduction des frais.

Les données représentent une période de 10 ans se terminant le 31 décembre 2018.

Sources : PC-Bond Analytics, Bloomberg.

### Stabilité relative dans le marché canadien

Le marché canadien des hypothèques commerciales est en général relativement stable. Justifier cette prétention peut se révéler difficile, compte tenu du manque d'information publique accessible sur les placements hypothécaires commerciaux au Canada, comme les taux de défaillance dans l'ensemble du marché. On peut cependant consulter les données publiées sur le marché canadien des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (TACHC) et les comparer au marché américain, pour constater de façon générale la stabilité relative du marché canadien des hypothèques commerciales au fil du temps.

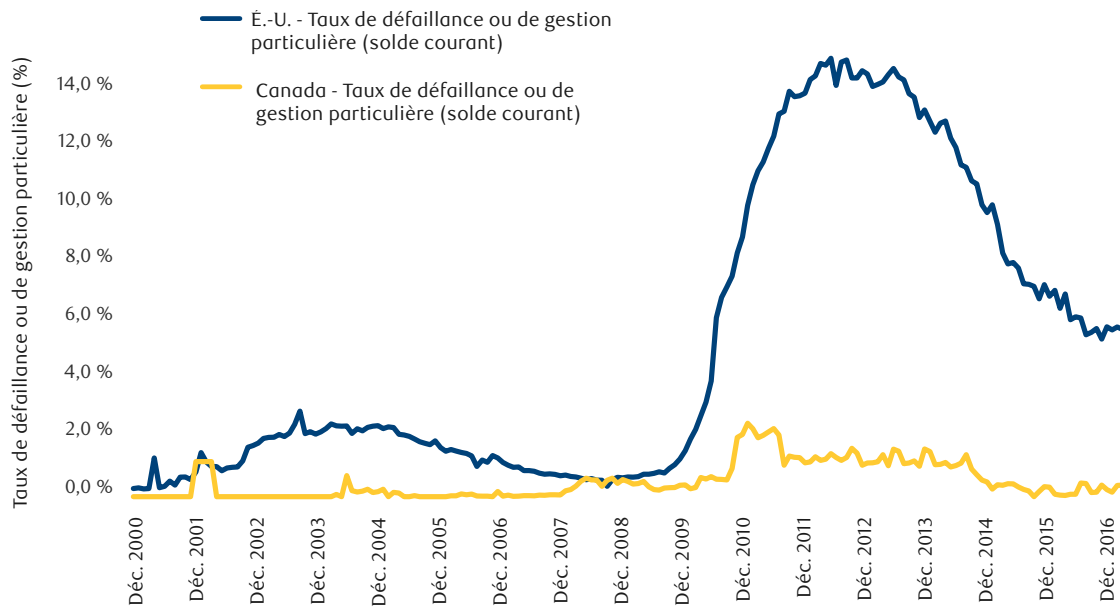
La figure 4 montre les taux de défaillance historiques, dans les marchés des TACHC au Canada et aux États-Unis. Ces données indiquent un faible taux de défaut parmi les prêts TACHC canadiens, une différence importante par rapport aux résultats obtenus dans le marché américain. La stabilité relative du marché canadien des TACHC dépend de plusieurs facteurs :

- La majorité des prêts TACHC canadiens sont garantis par des biens personnels ou commerciaux, tandis que la plupart des prêts TACHC aux États-Unis sont sans recours.

- Étant donné que le marché des hypothèques commerciales au Canada compte beaucoup moins de prêteurs, les emprunteurs canadiens sont plus encouragés à maintenir une bonne réputation en faisant leurs versements hypothécaires en temps opportun et en respectant les clauses hypothécaires.
- La souscription par les prêteurs canadiens se veut généralement plus prudente et ceux-ci intègrent habituellement une période d'amortissement plus courte à leurs prêts, ce qui réduit le risque de refinancement à l'échéance.

Par ailleurs, les prêts TACHC au Canada représentent traditionnellement une part un peu plus maigre du marché des hypothèques commerciales, allant de 2 à 10 % du marché hypothécaire, tandis qu'aux États-Unis, cette part est habituellement de 25 à 30 %. C'est donc dire que la vaste majorité des prêteurs d'hypothèques commerciales au Canada conservent à leur bilan les prêts hypothécaires qu'ils consentent, plutôt que de les titriser et les vendre, encourageant ainsi des pratiques de prêt plus prudentes et conduisant ultimement à un marché globalement plus modéré.

Figure 4 : Taux historiques de défaillance et de gestion particulière des TACHC



À titre indicatif seulement.  
Source: DBRS

Même si les données sur les TACHC ne reflètent pas parfaitement l'investissement direct en hypothèques commerciales, elles montrent comment un sous-ensemble potentiellement plus risqué se comporte au fil du temps. Nous estimons que la stabilité du marché canadien des TACHC constitue une validation irréfutable que les hypothèques commerciales peuvent être des placements rentables au fil des cycles de marché.

### Les inconvénients des hypothèques commerciales

Les principaux inconvénients d'investir dans des hypothèques sont liés aux risques associés et à la nature singulière du marché hypothécaire.

#### Risque de liquidité

Ce ne sont pas tous les investisseurs qui jouissent d'un horizon de placement à long terme et qui peuvent vivre avec le risque de liquidité associé aux placements hypothécaires. Les fonds d'hypothèques en gestion commune peuvent permettre d'assouplir les choix des investisseurs et de satisfaire des remboursements ponctuels. Les versements

mensuels de capital et d'intérêts, ainsi que le refus de renouveler les prêts arrivés à échéance sont autant de sources de liquidités. Cela dit, à cause de l'absence de marché secondaire actif, trouver un acheteur peut demander du temps lorsque l'investisseur choisit de vendre ses hypothèques plutôt que de les conserver jusqu'à l'échéance, et les hypothèques pourraient alors être vendues à perte. Ce sera encore plus difficile après une correction de marché généralisée, auquel cas il est peu probable que les hypothèques puissent être vendues.

#### Tarder à investir le capital

Il peut s'écouler des semaines ou même des mois avant d'obtenir un nouveau prêt hypothécaire, en raison de la vérification préalable, de la production de rapports et du travail juridique nécessaire. Selon le montant de l'investissement et le véhicule utilisé, les investisseurs peuvent devoir patienter entre le moment où ils décident d'investir et l'investissement complet du capital engagé dans des hypothèques.

### Retards en raison de défaillance

En cas de défaut de paiement des emprunteurs, le prêteur n'est pas toujours en mesure de récupérer son capital investi aussi vite qu'il le souhaiterait. Un autre inconvénient d'investir dans des hypothèques est donc le temps qui peut être nécessaire pour régler une situation de défaut et réinvestir le capital. Le risque de défaillance peut être atténué, sans toutefois être éliminé, en faisant preuve d'une rigueur constante dans les processus d'octroi de prêts et d'investissement, et par extension, en misant sur l'expérience et le savoir-faire des professionnels des prêts hypothécaires et des gestionnaires de portefeuille concernés.

### Comparaison difficile entre les paramètres des prêts hypothécaires

Calculer les paramètres des prêts hypothécaires peut s'avérer difficile à cause de la grande subjectivité en jeu lorsqu'il s'agit de déterminer la qualité de ces prêts, les incohérences entre les méthodes d'établissement du prix et d'évaluation, et les écarts entre les échéances des hypothèques sous-jacentes. Il n'existe pas de plateforme d'échange centralisée où vous pouvez vérifier la valeur et le rendement des hypothèques; il n'y a pas non plus d'indice des hypothèques commerciales permettant de mesurer la performance. Il est donc difficile de produire une évaluation uniforme des portefeuilles et des gestionnaires de portefeuille.

### L'analyse fondée sur des critères ESG est indissociable de l'investissement hypothécaire

Étant donné la nature illiquide du marché des hypothèques commerciales, l'analyse des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) devient une étape essentielle de la gestion des risques. Les risques ESG dans le secteur immobilier englobent un large éventail de risques propres à une propriété ou à un emprunteur particulier. Les risques ESG particuliers à une propriété relèvent de l'état du bâtiment, de son utilisation et de son environnement. Le blanchiment d'argent, la faillite et les problèmes d'actes criminels et d'intégrité sont quelques exemples de risques ESG particuliers à un emprunteur. Par conséquent, plusieurs prêteurs hypothécaires exigent un rapport environnemental et sur l'état du bâtiment pour chaque propriété. Ils mènent en outre une vérification préalable minutieuse sur les emprunteurs avant de financer une hypothèque. Des paramètres ESG positifs génèrent plus souvent des flux de trésorerie stables à long terme; c'est pourquoi l'analyse fondée sur des critères ESG s'insère dans la démarche de placement hypothécaire d'un gestionnaire de portefeuille qui obtient de bons résultats.

### Conclusion

Pour les investisseurs qui peuvent assumer les risques associés aux hypothèques, celles-ci sont un investissement séduisant pour les raisons évoquées dans le présent article et résumées ci-dessous :

- Elles sont garanties par une créance directe sur des biens corporels.
- Le marché des hypothèques est privé et fragmenté, générant des inefficiences et des occasions que l'on peut exploiter.
- Les gestionnaires de portefeuille peuvent exercer un certain contrôle sur la structure et le risque de crédit de leurs investissements en hypothèques de façon à répondre à un large éventail de besoins des investisseurs.
- Les hypothèques commerciales peuvent permettre d'améliorer les rendements et la diversification des portefeuilles de titres à revenu fixe.
- Les hypothèques commerciales ordinaires ont tendance à présenter un faible risque de perte annuel.
- L'analyse fondée sur des critères ESG est un facteur positif indissociable de la réussite d'un investissement en hypothèques.

Étant donné le degré de subjectivité et les disparités importantes des compétences d'évaluation des placements hypothécaires, nous estimons qu'il est essentiel que les investisseurs recherchent des gestionnaires de portefeuille offrant des fonds d'hypothèques dont l'efficacité a fait ses preuves. Les gestionnaires de portefeuille retenus doivent détenir des compétences à la fois en titres à revenu fixe et en immobilier, une profonde compréhension des cycles immobiliers et doivent gérer leurs portefeuilles d'hypothèques dans un cadre rigoureux de gestion du risque et de critères de souscription.

---

Ce document est fourni par PH&N Institutionnel à titre informatif seulement; il ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N institutionnel. Il ne constitue pas un avis professionnel et ne doit en aucun cas être considéré comme tel.

PH&N Institutionnel prend des mesures raisonnables pour offrir une information qu'elle considère à jour, exacte et fiable, au moment de mettre sous presse. Les points de vue et opinions exprimés dans le présent document sont ceux de PH&N Institutionnel et peuvent changer sans préavis. Cette information ne doit pas être considérée comme une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres ni pour se prévaloir ou s'inscrire à des services.

Aucun titre n'est offert, sauf en vertu des notices d'offre et du matériel de souscription qui pourraient être fournis uniquement aux épargnants admissibles et à aucune autre catégorie d'investisseurs. Ce document relève de l'information générale uniquement et ne constitue ni ne prétend être une description complète d'un placement dans un fonds d'investissement Phillips, Hager & North (PH&N), BlueBay ou RBC. En cas de divergence entre ce document et les notices d'offre respectives de ces fonds, les dispositions des notices d'offre prévaudront.

L'information obtenue de tiers est considérée comme digne de foi, mais aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite par PH&N Institutionnel, ses sociétés affiliées ou toute autre personne quant à son exactitude, son intégralité ou son bien-fondé. Nous déclinons toute responsabilité quant à des erreurs ou des omissions, quelles qu'elles soient.

Les investissements dans les fonds dont il est question dans ce document peuvent comporter des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire la notice d'offre propre à chaque fonds avant d'investir. Les données de rendement fournies sont des rendements historiques et ne reflètent en aucun cas la valeur future des fonds ou des rendements sur les placements des fonds dont il est question dans le présent document. Par ailleurs, les données de rendement indiquées tiennent compte du réinvestissement des distributions uniquement; elles ne tiennent pas compte des frais d'achat, de rachat, de distribution, de frais optionnels ou d'impôts à payer par tout porteur de part qui auraient eu pour effet de réduire le rendement. La valeur des parts des fonds de marché non monétaire fluctue souvent. Quant aux fonds de marché monétaire, ils n'offrent aucune garantie quant au maintien d'une valeur liquidative par titre ni que le montant total de votre investissement dans le fonds vous sera rendu. Les titres des fonds communs de placement ne sont pas garantis par la Société d'assurance-dépôts du Canada ni par un autre organisme public d'assurance-dépôts. Les rendements antérieurs peuvent ne pas être répétés.

PH&N Institutionnel est la division de gestion d'actifs institutionnels de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., une filiale indirecte en propriété exclusive de Banque Royale du Canada.

® / <sup>MC</sup> Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.  
© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2019