

Intérêt couru

Fonds hypothécaire CMLS

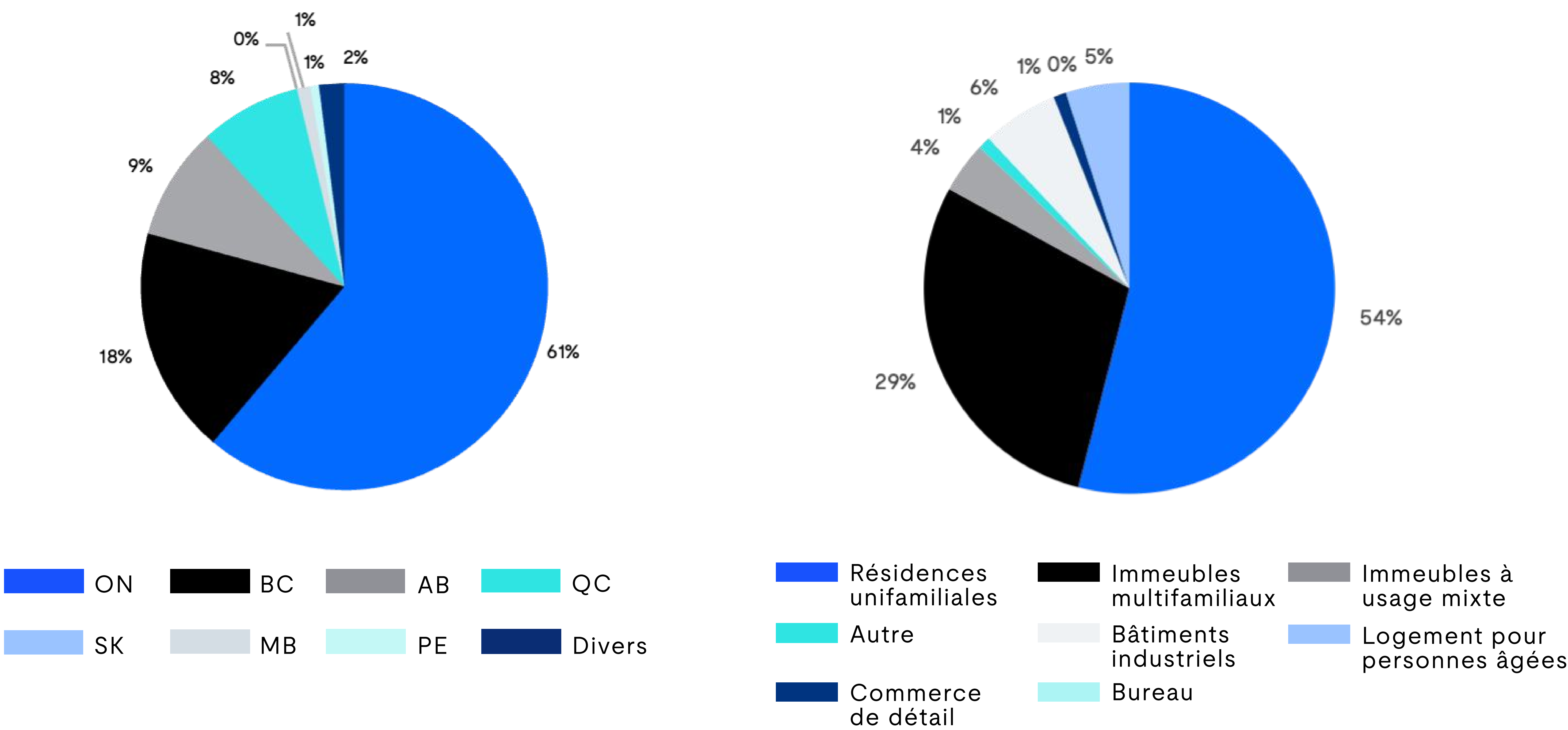


septembre 2025

cmls gestion d'actifs

Nous vous remercions de lire l'édition de septembre de l'infolettre **Intérêt couru**. En août, le Fonds hypothécaire CMLS a enregistré un rendement mensuel de 0,57 %, soit 6,92 % sur une base annuelle. Notre coupon moyen pondéré est resté relativement stable, passant de 7,96 % en juillet à 7,91 % à la fin août. Le déploiement de capitaux a été plus lent en août, ce qui s'est traduit par une faible position de trésorerie de 4 % à la fin du mois.

Voici la composition de notre portefeuille :



Vous trouverez des renseignements plus précis et plus récents sur le portefeuille dans nos aperçus mensuels des fonds, que vous pouvez consulter sur notre site Web [ici](#).

Pourquoi investir dans la dette immobilière?

Les investisseurs ont la chance de pouvoir choisir parmi d'innombrables investissements potentiels, de nouveaux lancements et de nouveaux produits qui semblent apparaître chaque jour. Lorsque nous pensons à nos clients, nous nous demandons pourquoi ils alloueraient une partie de leur portefeuille à la dette immobilière. Si l'on s'intéresse à l'immobilier en tant que catégorie, comment cela se compare-t-il aux placements en actions du secteur immobilier? Et quelle est l'incidence d'un placement dans la dette immobilière sur l'ensemble du portefeuille?

La dette immobilière et les actions immobilières sont exposées au même risque sous-jacent lié aux garanties, mais elles se comportent très différemment en tant que placements. D'une part, les actions immobilières permettent aux investisseurs de tirer parti de la croissance de la valeur des biens immobiliers et du revenu net d'exploitation (RNE), tandis que les rendements de la dette immobilière sont limités aux rendements contractuels des prêts en portefeuille. Inversement, les actions immobilières sont exposées au premier dollar de perte en cas de baisse de la valeur des biens immobiliers, tandis que la dette immobilière dispose généralement d'une marge de manœuvre avant d'être exposée à une quelconque perte.

La valeur, ou le prix, d'un actif immobilier générant des liquidités est obtenue en actualisant le RNE du bien immobilier par le rendement exigé par le marché pour cet actif, également appelé taux de capitalisation. Sachant que le RNE ne restera pas éternellement le même, en particulier compte tenu du fait que l'immobilier est largement accepté comme une couverture intéressante contre l'inflation, un taux de croissance implicite doit être intégré dans le taux de capitalisation. Le modèle de croissance de Gordon présenté ci-dessous donne un aperçu de la relation entre le taux de capitalisation d'un bien immobilier et le taux de croissance implicite du RNE. Nous pouvons observer que le taux de capitalisation (le dénominateur) diminue à mesure que le taux de croissance du RNE augmente, et vice versa. Pourquoi devrait-on se préoccuper de cette relation lorsqu'il s'agit de choisir entre des actions immobilières et de la dette immobilière?

Modèle de croissance de Gordon

$$P = \frac{D_1}{(r - g)}$$

D_1 = dividende attendu par action pour l'année N+1

r = taux de rendement exigé (coût des fonds propres)

g = taux de croissance des dividendes (constant)

Selon nous, la raison principale est qu'elle représente une mesure fondée sur le marché des rendements attendus des catégories d'actif sans effet de levier, qui peut être comparée aux rendements de la dette plus facilement observables parmi vos options de placement. À titre d'illustration, les taux de capitalisation nationaux des immeubles résidentiels multilogements au Canada varient entre 4,44 % et 4,86 %^[1]. Malgré un ralentissement en 2025, nous continuons d'enregistrer une croissance des loyers moyens en raison de l'écart positif significatif entre les loyers des nouveaux baux et ceux des baux en cours^[2]. Si nous utilisons le point médian de la fourchette des taux de capitalisation ci-dessus, soit 4,65 %, et supposons que le RNE augmente de façon continue au taux de croissance annuel moyen des loyers sur 15 ans (3,99 %)^[3], le rendement implicite requis pour les immeubles résidentiels multilogements selon le modèle de croissance de Gordon est de 8,64 %.

Comme le savent nos lecteurs, nous investissons dans de la dette garantie par des immeubles résidentiels multilogements. Le rendement requis ci-dessus est comparable au coupon moyen pondéré de 7,31 % sur tous les prêts sur immeubles résidentiels multilogements de premier rang de notre portefeuille (à noter que nous avons exclu les prêts hypothécaires de deuxième rang qui présentent les caractéristiques d'un placement à effet de levier et qui, par conséquent, ne permettent pas une comparaison équitable avec les rendements des actions sans effet de levier). Une fois prise en compte la participation aux frais du prêteur (une caractéristique qui n'existe pas dans les placements en actions du secteur immobilier), l'écart entre les rendements de la dette sans effet de levier et ceux des actions se réduit à environ 75-100 points de base.

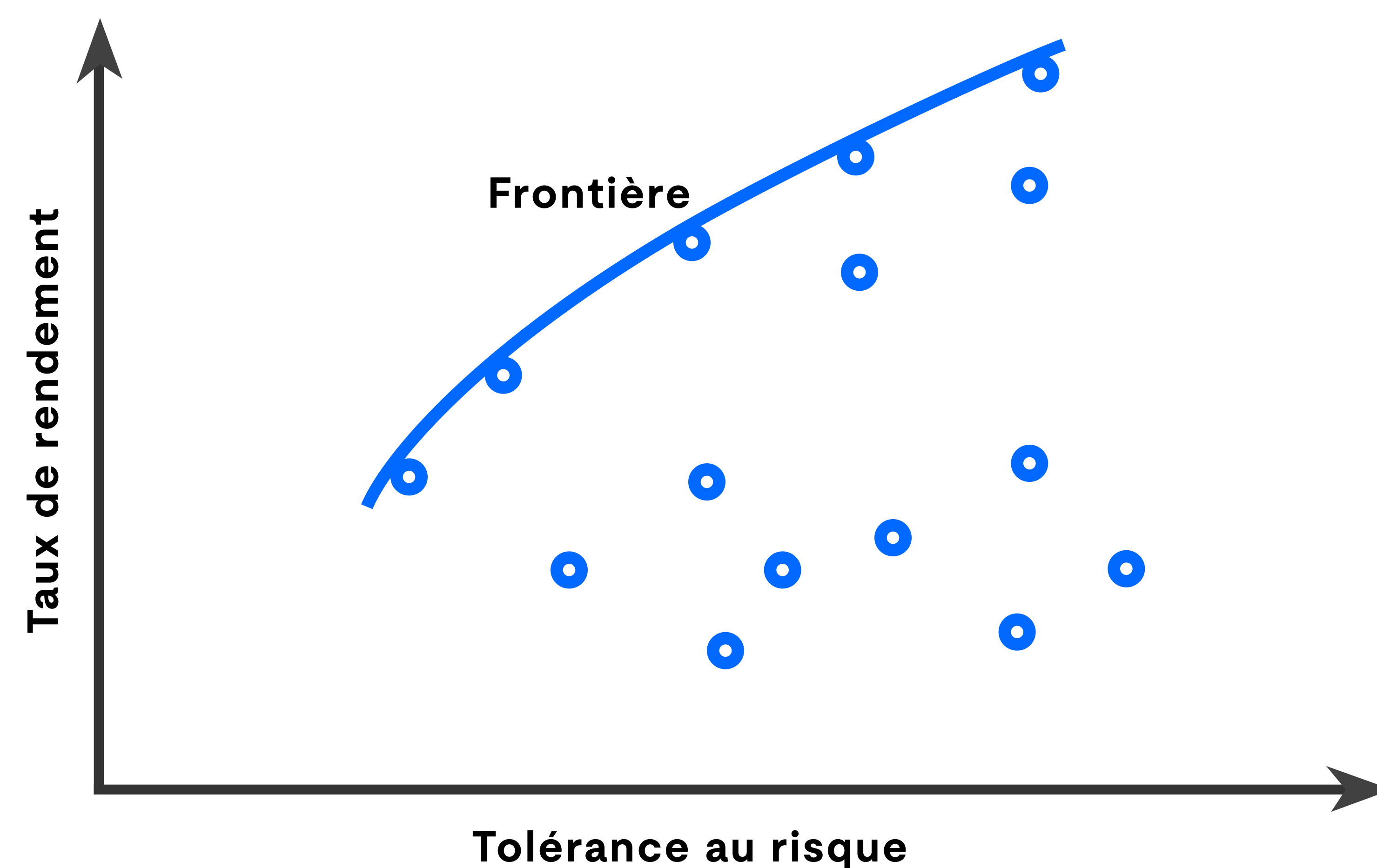
Nous avons brièvement abordé les différentes caractéristiques de risque entre les actions immobilières et la dette immobilière. Les actions immobilières sont exposées au premier dollar de perte en cas de baisse de la valeur des biens immobiliers, tandis que la dette immobilière dispose d'une marge de manœuvre avant que des pertes ne surviennent. Pour replacer cela dans le contexte de notre fonds, le ratio prêt/valeur moyen des prêts sur immeubles résidentiels multilogements de premier rang est de 50 %, ce qui signifie que les prix peuvent baisser de 50 % en moyenne avant que des pertes ne soient à craindre. Par ailleurs, tous les prêts sur immeubles résidentiels multilogements du fonds peuvent faire appel à une personne physique ou morale qui dispose de ressources supplémentaires en dehors de notre garantie (la position moyenne pondérée des garants sur les prêts sur immeubles résidentiels multilogements de premier rang du fonds est de 78 millions de dollars). Autrement dit, même si les valeurs baissent suffisamment pour anéantir les capitaux propres de l'actif, un autre niveau de protection est activé par le biais d'une réclamation à l'encontre du garant. Ainsi, bien que les rendements soient similaires entre les actions et la dette, les risques sous-jacents communs sont considérablement atténués avec cette dernière. La question est de savoir si 75 à 100 points de base constituent une compensation appropriée pour le risque supplémentaire lié aux actions.

L'utilisation courante de la dette dans un portefeuille consiste à réduire la volatilité des rendements grâce à une corrélation limitée avec les marchés publics. La théorie moderne du portefeuille repose sur le concept selon lequel les portefeuilles de placements sont optimisés en maximisant le rendement attendu pour un niveau de risque donné, ou en minimisant le risque pour un niveau de rendement donné. Cela est réalisé en combinant dans un portefeuille des placements dont les rendements sont faiblement ou négativement corrélés, ou en d'autres termes, en diversifiant le portefeuille. Le graphique ci-dessous illustre les répartitions optimisées du portefeuille qui se situent le long de la frontière efficiente.

[1] CBRE – Évolution des taux d'actualisation et de l'investissement au Canada T2 2025

[2] Rentals (Rapport de logement national)

[3] SCHL (Enquête sur les logements locatifs)



La dette immobilière remplit cette fonction de multiples façons : 1) la valeur et les revenus des biens immobiliers ne suivent pas directement l'évolution des actions, 2) les rendements de la dette sont déterminés par les taux d'intérêt et non par les bénéfices, et 3) la dette immobilière dispose d'une réserve de valeur intégrée avant qu'une perte ne soit encourue. Depuis sa création, notre fonds affiche une faible corrélation entre ses rendements mensuels et ceux du S&P 500 (0,19) et un faible écart-type des rendements mensuels (0,13 %). Notre fonds est réévalué chaque mois, de sorte que ces chiffres reflètent la performance réelle des prêts du fonds, mais en raison de notre faible durée, la valeur liquidative est restée stable au fil des ans.

En ajoutant de la dette immobilière, les investisseurs peuvent obtenir des rendements élevés avec des niveaux de protection supplémentaires et réduire la volatilité de leurs portefeuilles.

[1] CBRE – Évolution des taux d'actualisation et de l'investissement au Canada T2 2025

[2] Rentals (Rapport de logement national)

[3] SCHL (Enquête sur les logements locatifs)