

Les taux d'intérêt négatifs réels sont là pour rester : implications pour le rendement immobilier



Point important à retenir

Malgré le contexte macroéconomique actuel, les niveaux d'endettement sans précédent accumulés par les gouvernements des pays développés sont susceptibles de créer un environnement de taux d'intérêt négatifs réels devrait persister à long terme. Cet environnement sera propice à un robuste rendement immobilier.

Pourquoi les gouvernements des pays développés ont besoin d'un environnement de taux d'intérêt négatifs réels à long terme

Qu'est-ce qu'un taux d'intérêt « réel »?

Une des premières leçons à tirer de la discipline de finance et d'investissement consiste à apprendre en quoi consistent les taux d'intérêt et pourquoi ils existent. Un taux d'intérêt est le pourcentage de capital que le prêteur fait payer à un emprunteur pour l'utilisation de son argent¹. Si un prêteur juge que l'emprunteur a la volonté et la capacité de rembourser le prêt, il tiendra pour acquis qu'il n'y a pour ainsi dire pas de risque de crédit. Une fois le risque de crédit éliminé de l'équation, quel taux d'intérêt un prêteur devrait-il exiger? **L'inflation** est une considération de base. Par exemple, si l'on s'attend à ce que le prix des biens et services dans une économie augmente de 2 % dans l'année qui suit l'octroi d'un prêt de 100 dollars, le prêteur va vouloir préserver au moins son pouvoir d'achat, de sorte que les 100 dollars

permettent d'acheter la même quantité de biens et service un an plus tard lorsque le prêt arrivera à échéance. Cela signifie que le taux d'intérêt devrait au moins inclure le taux d'inflation de 2 %. Ce même principe de base s'applique aux épargnants qui déposent leur argent à la banque. Ils jugent que le risque de crédit de la banque est quasi nul et s'attendent à préserver à tout le moins leur pouvoir d'achat, en utilisant le taux d'inflation comme taux de rendement minimal. Si le taux d'intérêt est inférieure à celui de l'inflation, cela donne un **taux d'intérêt négatif réel** – les **épargnants perdent** la valeur réelle de leur argent et les **emprunteurs gagnent** cette valeur réelle à travers l'utilisation anticipée de cet argent.

Scénario	Environnement	Qui est gagnant?
Taux d'intérêt > Taux d'inflation	⬆️ Taux d'intérêt POSITIFS réels	Prêteur
Taux d'intérêt < Taux d'inflation	⬇️ Taux d'intérêt NÉGATIFS réels	Emprunteur

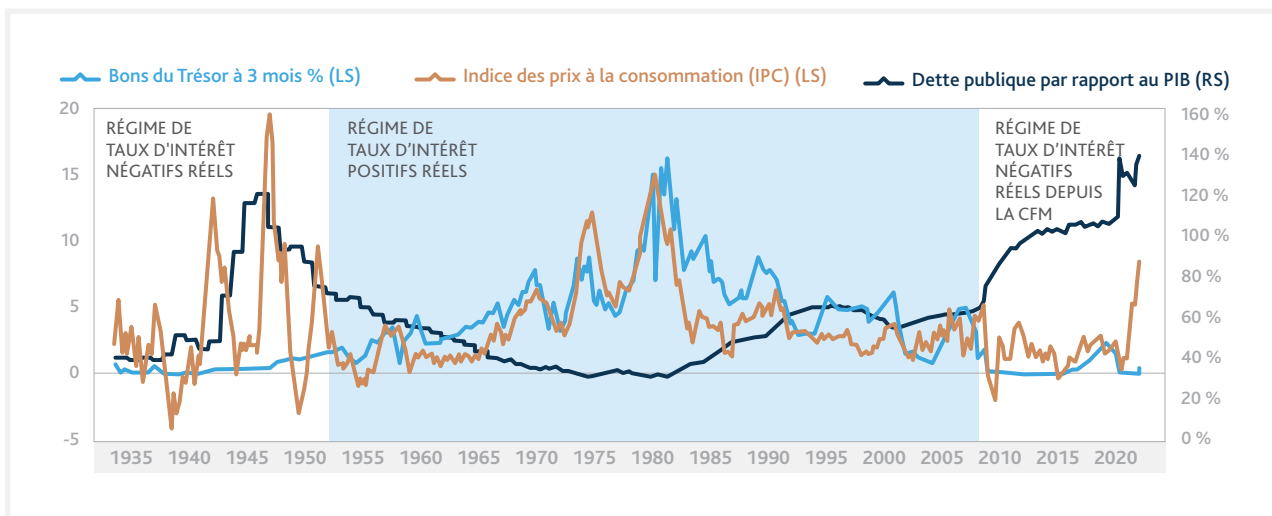
Fardeau de la dette publique et son incidence sur les taux d'intérêt réels

Il y a eu de tout temps des périodes où les taux d'intérêt et les taux d'inflation étaient fortement corrélés, ce qui illustre la relation dans l'exemple ci-dessus, mais aussi eu des moments où cela n'a pas été le cas et l'inflation a nettement dépassé les taux d'intérêt. Pour mettre les choses dans un contexte historique, le graphique ci-dessous montre l'évolution du taux d'intérêt appliqué sur les bons du Trésor américains à 3 mois (émis par le gouvernement des États-Unis – une entité qui ne présente pour ainsi dire aucun risque de crédit) par rapport à l'indice des prix à la consommation américain (l'IPC), une mesure de l'inflation des biens et services d'une année à l'autre², et le niveau de la dette publique par rapport au produit intérieur brut (PIB) – une variable essentielle.

Il existe une nette corrélation entre la dette publique supérieure aux lectures du PIB et les périodes de taux d'intérêt négatifs réels. Pourquoi cela? Un secteur public fortement endetté ne peut soutenir longtemps des taux d'intérêt positifs réels avant d'avoir un problème avec sa balance de paiements. Autrement dit, la dette représente un fardeau plus lourd pour un emprunteur quand elle coûte plus cher que le taux d'inflation.

La dette représente un fardeau plus lourd pour un emprunteur quand elle coûte plus cher que le taux d'inflation.

Taux d'intérêt et inflation aux États-Unis (Taux d'intérêt et IPC - variation (%) par rapport à l'année d'avant)



Source : BLS, Conseil des gouverneurs

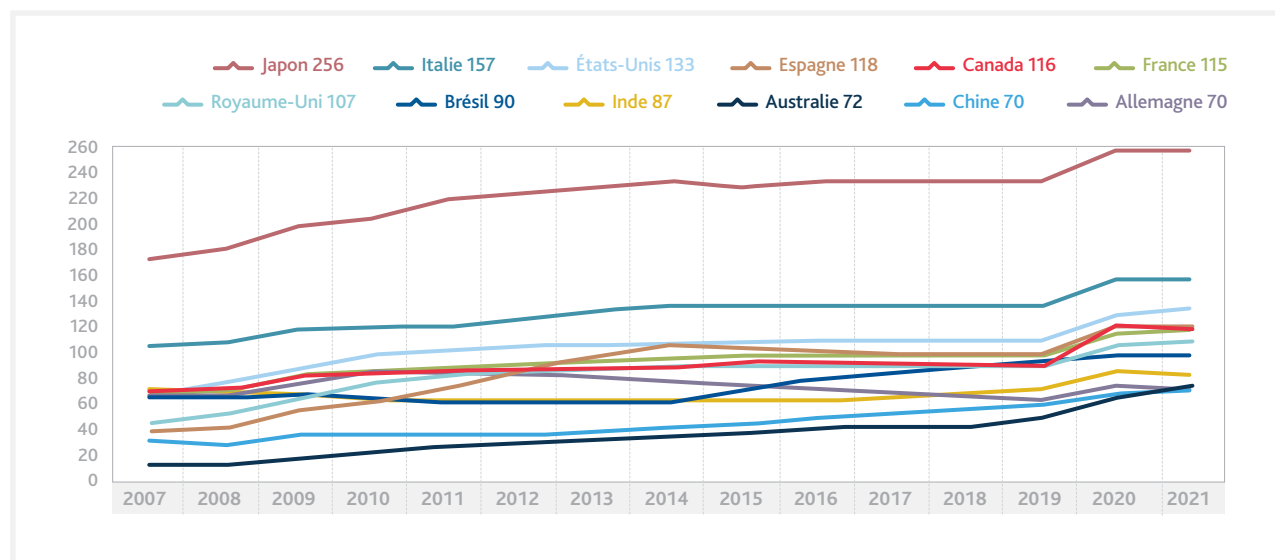


État actuel du fardeau de la dette publique et privée

Le problème des niveaux d'endettement élevés est-il l'apanage du gouvernement américain? Il semblerait que non. Le graphique ci-dessous montre que de nombreux gouvernements de pays développés ont atteint des niveaux d'endettement qui dépassent 100 % du PIB depuis la crise financière mondiale (CFM) de 2008-2009, incluant le Canada à 116 %.

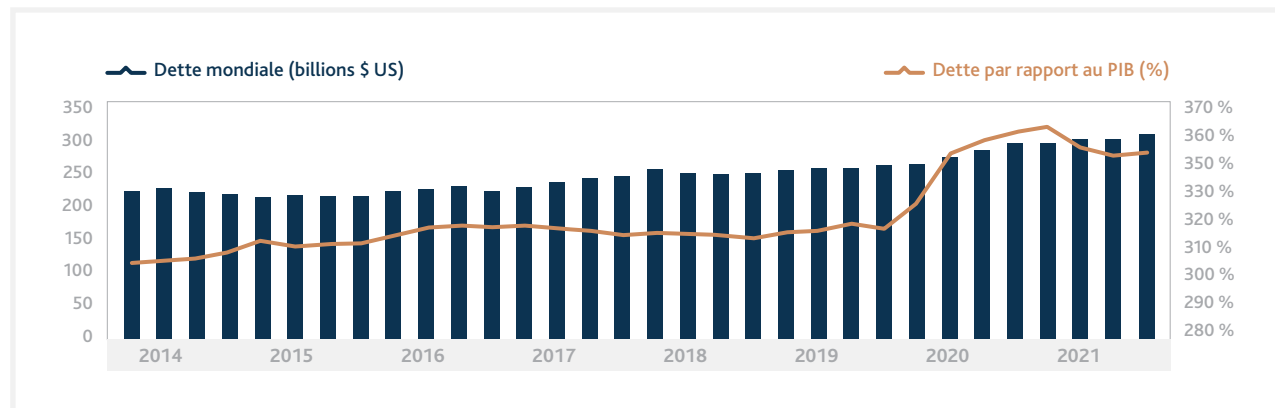
Ce problème n'est pas réservé au gouvernement; il s'est aussi manifesté dans le secteur privé bien avant la pandémie de COVID-19. La pandémie a toutefois accéléré l'endettement, qui a atteint de nouveaux sommets. La dette mondiale totale, qui inclut les ménages, les entreprises et les gouvernements, est actuellement au-dessus de 303 billions de dollars – soit 351 % du PIB mondial³.

Pourcentage de la dette publique brute par rapport au PIB par pays



Source : FMI

Dette mondiale



Source : Institut de la finance internationale (IFI)

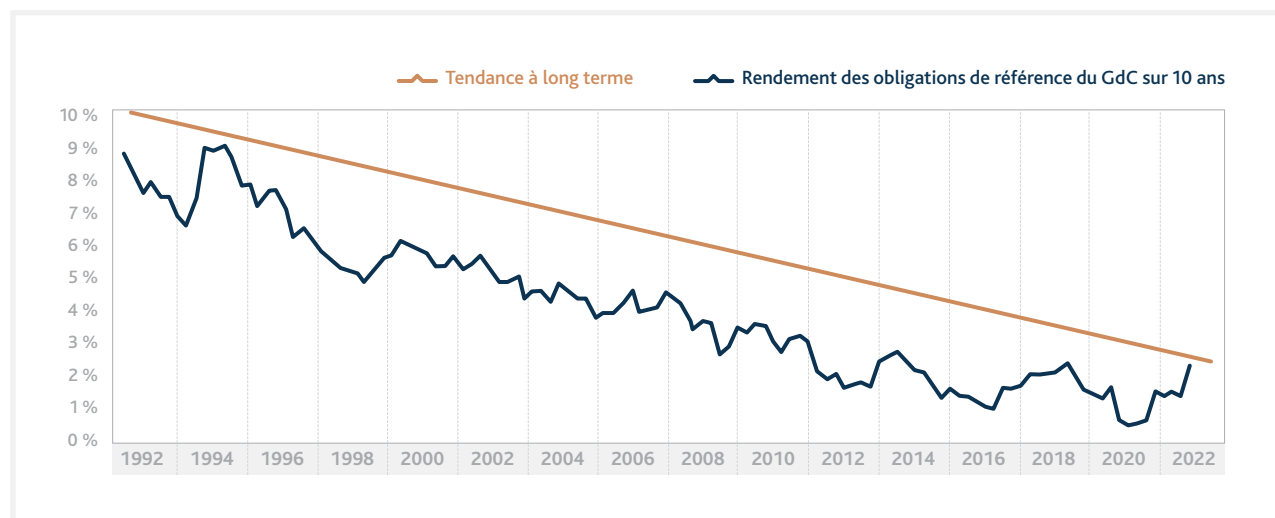
Il est peu probable que la croissance future du PIB allège le fardeau de la dette

Avec un endettement mondial total au-dessus de 350 % du PIB, cela signifie que même sans l'ajout de nouvelles dettes, le PIB mondial va devoir augmenter de 3,5 fois le coût de l'intérêt sur cette dette simplement pour couvrir les frais d'intérêt et faire en sorte que le ratio d'endettement de 350 % par rapport au PIB reste constant. En supposant un coût moyen de la dette de 2 %, le PIB mondial devra croître durablement de 7 % ($2 \times 350 \%$) par année. Si le coût de la dette est de 4 %, cela donne 14 % ($4 \times 350 \%$) par année. À titre de référence, le PIB mondial a progressé de 7,1 % par année depuis 1960, selon la Banque mondiale⁴. Il est peu probable que le PIB mondial augmente assez vite au cours des prochaines

décennies pour réduire efficacement le levier d'endettement, ce qui augmentera la sensibilité de l'économie mondiale aux taux d'intérêt. En fait, le fardeau de dettes importantes est connu pour freiner la croissance du PIB, car une part de plus en plus grande du revenu sert à payer les frais d'intérêt au lieu d'être injectée dans l'économie.

Cette dynamique a eu pour effet et va sans doute continuer de plafonner naturellement les taux d'intérêt à long terme. Le graphique qui suit montre la tendance séculaire des rendements à long terme des obligations du gouvernement du Canada, chaque pic cyclique étant inférieur au précédent.

Rendement d'obligations types du gouvernement du Canada à 10 ans



Source : Banque du Canada

Les taux d'intérêt négatifs réels préparent le terrain pour un probable « défaut contrôlé » qui aura pour effet de gonfler la dette

Fait intéressant, une étude sur les défauts souverains historiques a été menée en juillet 2020 par Hirschmann Capital⁵, une firme américaine de gestion des investissements. Selon les principales conclusions, 51 des 52 pays ayant une dette publique brute de plus de 130 pour cent ont fait défaut depuis 1800, en recourant carrément au défaut de paiement, à une restructuration, à une dévaluation ou à une forte inflation. On a procédé dans la grande majorité de ces cas à un « défaut contrôlé », ce qui

inclut un scénario inflationniste – une dévaluation ou une inflation élevée soutenue.

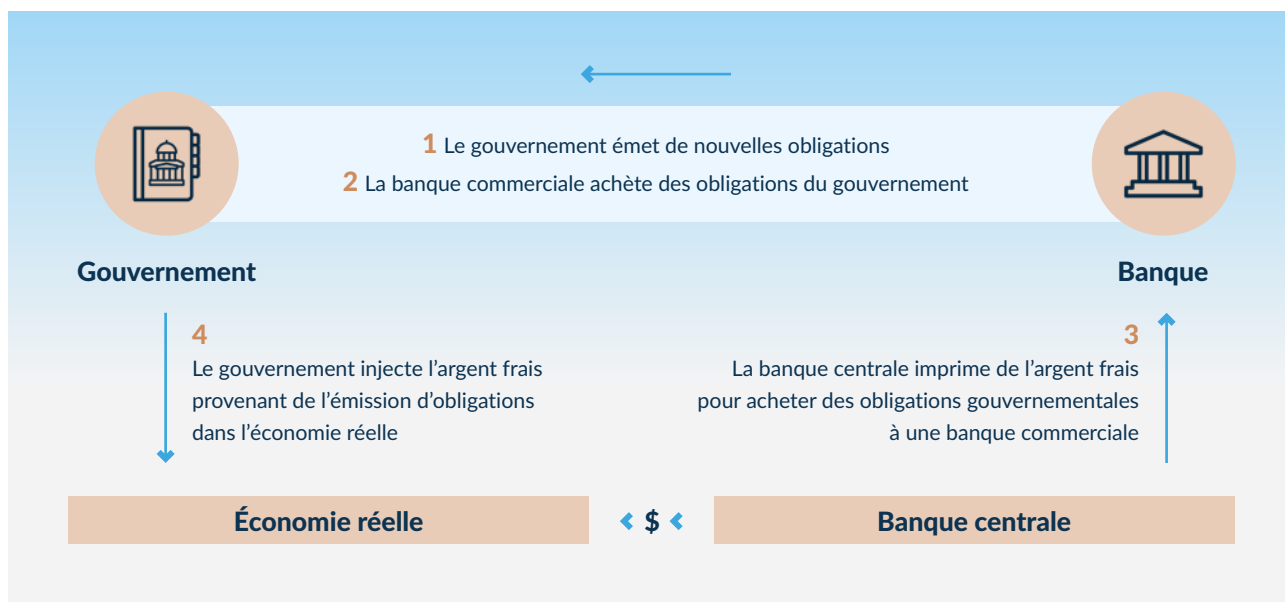
Comme illustré ci-dessus, les **taux d'intérêt négatifs réels** créent un contexte favorable pour les emprunteurs, car ils réduisent la valeur réelle de la dette en la gonflant et risquent d'être une fois encore l'option privilégiée par les gouvernements des pays avancés pour s'attaquer au problème.

Le guide fiscal et monétaire pour créer des taux d'intérêt négatifs réels à long terme

La CFM et la récente pandémie de COVID-19 laissent clairement entendre que la plupart des nations ont opté pour un scénario inflationniste avec « défaut contrôlé », qui se base sur les politiques des gouvernements et des banques centrales des pays avancés. Les gouvernements, qui sont les plus grands emprunteurs, disposent d'attributs et de contrôles spéciaux qui leur permettent d'éviter les contraintes auxquelles un ménage lourdement endetté aurait à faire face. Ils peuvent émettre leur propre monnaie en plus grande quantité et instaurer des politiques pour suralimenter la croissance économique et l'inflation.

Quand les niveaux d'endettement public par rapport au PIB étaient élevés, les gouvernements et les banques centrales de ces nations ont de tout temps eu tendance à s'entendre essentiellement pour assouplir les conditions financières (ou augmenter la masse monétaire) afin d'aider les gouvernements en question à ramener leur bilan à un niveau d'endettement

inférieur plus soutenable. Le principal avantage d'une banque centrale est qu'elle peut créer et prêter de l'argent frais au système bancaire, mais elle ne peut pas l'injecter dans l'économie réelle. Les banques commerciales peuvent quant à elles créer du crédit et injecter de l'argent frais dans l'économie réelle; mais comme celle-ci est lourdement endettée, la croissance future du crédit va sans doute demeurer faible. Le gouvernement peut d'autre part dépenser directement de l'argent dans l'économie réelle. La solution pour injecter de l'argent frais dans l'économie réelle passe par le financement, induit par les banques centrales, des déficits fiscaux par le truchement du système bancaire commercial. Cette manœuvre financière s'appelle un **assouplissement quantitatif** ou « **AQ** ». Voici un diagramme simplifié qui montre le principe de l'AQ, et de quelle façon une coordination entre le gouvernement, la banque centrale et les banques commerciales permet de monétiser les dettes publiques et d'augmenter l'inflation future.



L'effet net : La banque centrale crée de l'argent frais pour aider à financer les dépenses publiques dans l'économie réelle

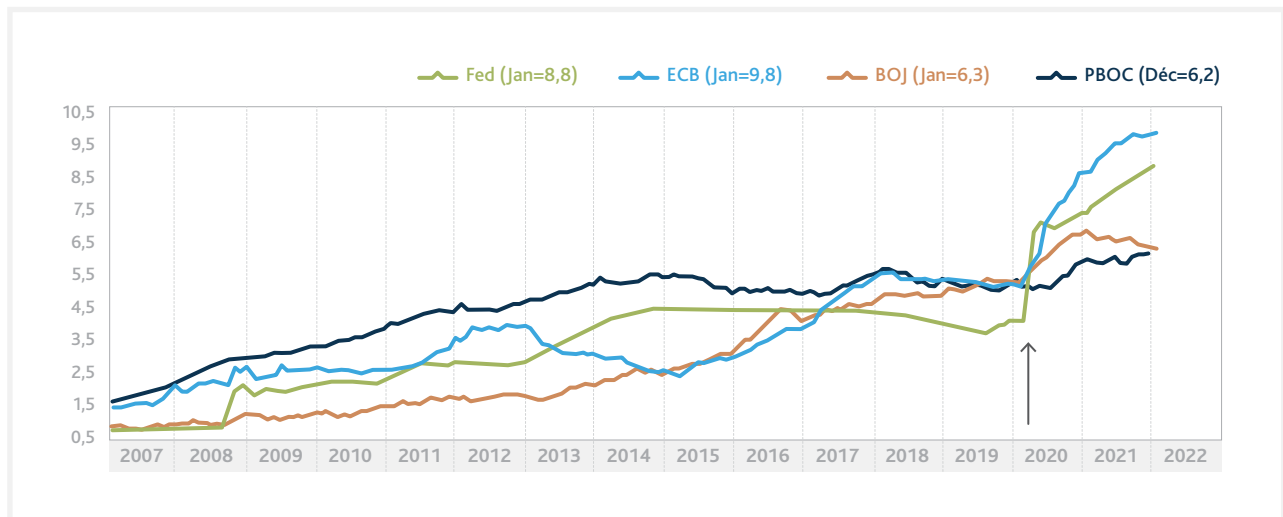
L'accroissement de la masse monétaire dans l'économie réelle, ou inflation monétaire, peut avoir des répercussions considérables sur les futurs taux d'inflation. En outre, le fait que la banque centrale achète des obligations du gouvernement aide aussi à contenir les taux d'intérêt à long terme au cas où les déficits gouvernementaux éclipsaient la demande des investisseurs, ce qui entraînerait une hausse des taux – semblable à ce que nous vivons aujourd'hui avec l'arrêt de l'AQ par les banques centrales.

L'inflation revient essentiellement à avoir trop d'argent et pas assez de biens et services, ce qui fait grimper les prix. En augmentant la masse monétaire, on crée le premier ingrédient de l'inflation. Prenez, par exemple, les rallonges radicales des bilans des banques centrales visant à réagir instantanément à la première vague de confinements reliés à la COVID-19 en mars 2020, tel qu'illustré ci-dessous. Une inflation monétaire sans précédent a été effectivement utilisée pour financer les vastes plans de dépenses fiscales que les gouvernements des pays avancés ont instaurés et qui étaient nettement plus importants

que les programmes établis pendant la CFM.

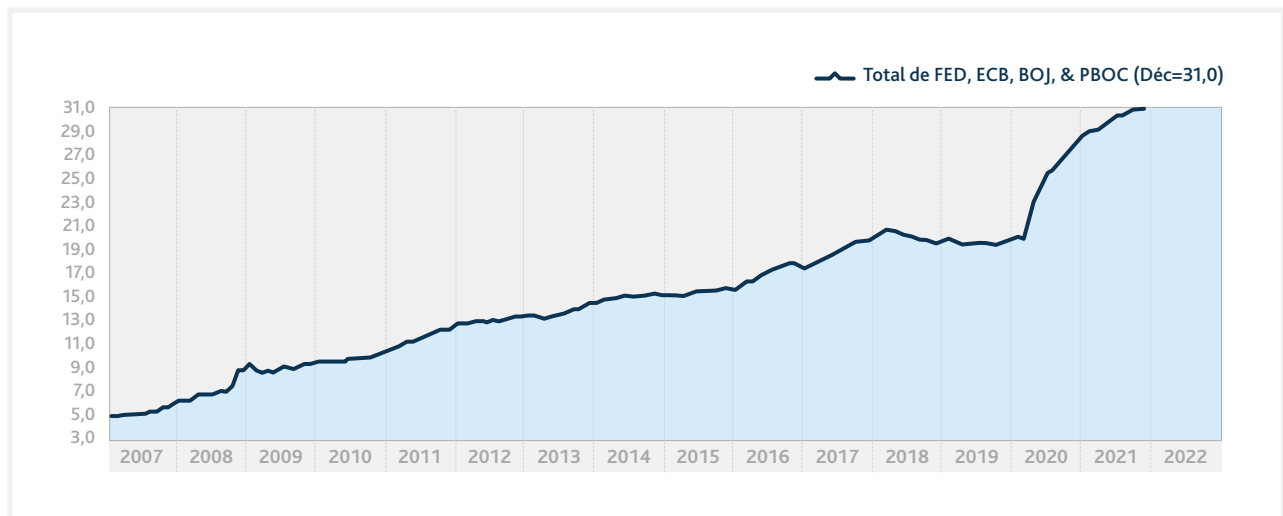
N'oublions pas que les dépenses fiscales augmentent la dette publique, et que la solution consiste à utiliser ces dépenses à des fins productives, comme les infrastructures, qui peuvent générer à l'avenir davantage de recettes fiscales grâce à une plus grande croissance économique. Dans le cas de la pandémie, la dette publique n'a pas été utilisée à des fins productives, mais plutôt comme mesures d'urgence pour combler la perte de production du PIB dans le secteur privé. Les effets ont donc été purement inflationnistes.

Total des actifs des principales banques centrales (Figure 1 – Billion, Dollars, NSA)



Source: Harver Analytics

Total des actifs des principales banques centrales (Figure 2 – Billion, Dollars, NSA)



Source: Harver Analytics

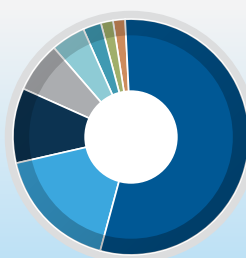
Les déséquilibres fiscaux structurels font obstacle à la réduction du levier d'endettement

C'est une chose d'être lourdement endetté; mais un scénario de plus en plus défavorable se profile si les perspectives de croissance future devaient empêcher les recettes fiscales du gouvernement d'augmenter suffisamment pour assurer le remboursement ou le service de la dette publique. L'impôt sur le revenu des particuliers, qui représente 55,2 % de toutes les recettes du gouvernement du Canada, est de loin sa plus importante source de rentrées.⁶

Par conséquent, les personnes en âge de travailler qui touchent un revenu vont devoir soutenir les recettes du gouvernement du Canada.

Mais le principal problème c'est que les tendances démographiques séculaires contribuent avant tout au manque d'augmentation future des recettes fiscales et au gonflement des dépenses futures, ce qui empêche les gouvernements d'équilibrer leurs budgets.

COMPOSITION DES REVENUS DU GOUVERNEMENT DU CANADA EN 2020-2021



Total :
316,4\$ milliards

55,2 %	Impôt sur le revenu des particuliers
17,1 %	Impôt sur le revenu des sociétés
10,2 %	TPS
7,1 %	Cotisations d'assurance-emploi
4,6 %	Autres taxes et droits (TPS exclue)
2,6 %	Impôt sur le revenu des non-résidents
1,8 %	Autres revenus
1,4 %	Redevances en provenance du cadre sur la tarification de la pollution

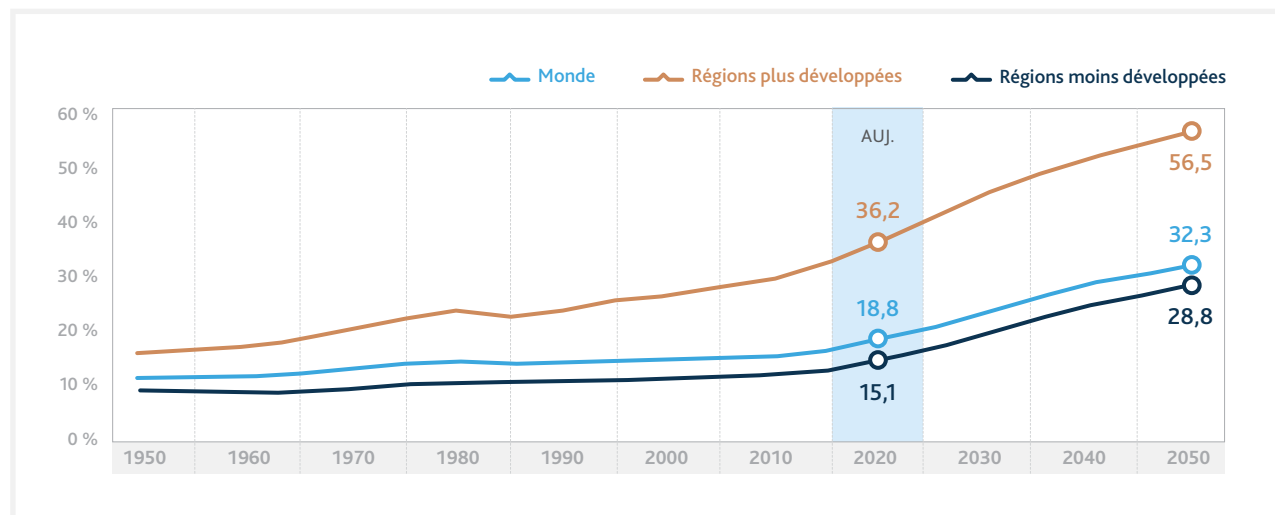
Viellissement démographique

– un facteur qui contribue aux déséquilibres fiscaux

Selon les Nations Unies⁷, une décélération de la croissance et, dans certains cas, un déclin effectif de la population en âge de travailler (25-64 ans) par rapport à la proportion d'aînés (65 ans et plus) sont

à prévoir partout dans le monde au cours des prochaines décennies. Ces tendances tiennent avant tout à l'augmentation de l'espérance de vie et à la baisse du taux de natalité à l'échelle planétaire.

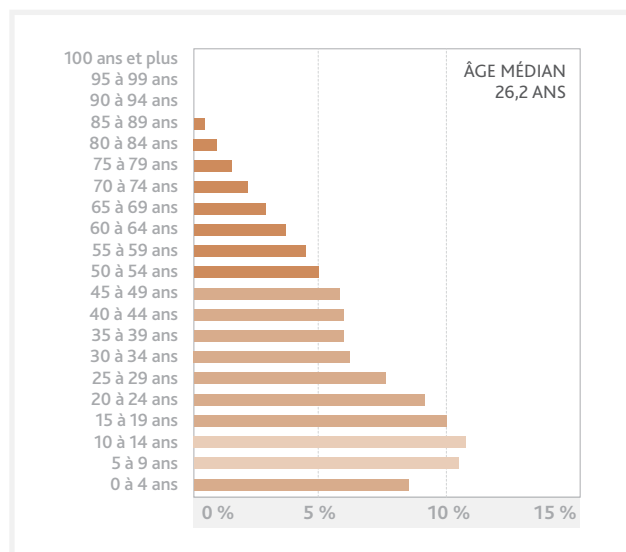
Ratio de dépendance des aînés (ratio des 65 ans et plus par 100 personnes âgées de 25 à 64 ans)



Source : Nations Unies

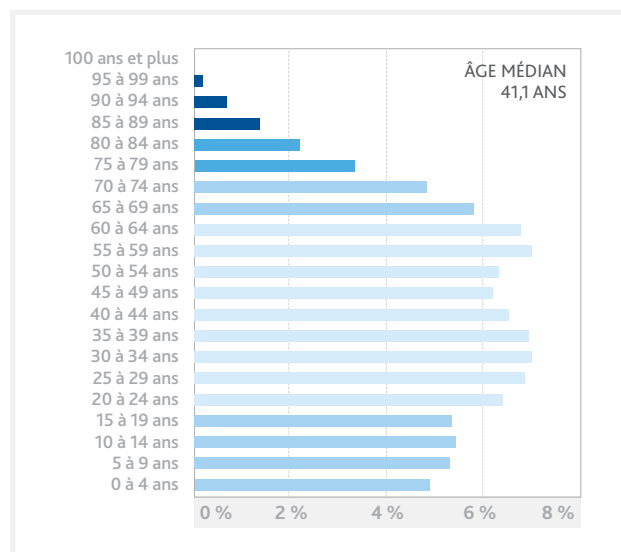
Les personnes en âge de travailler gagnent et dépensent environ le double de celles qui ont un revenu fixe – ce sont des vecteurs de croissance du PIB et, donc, de recettes fiscales pour le gouvernement. Les aînés ont tendance à utiliser peu ou pas de crédit et s’attachent à rembourser leurs dettes, autrement dit à éliminer le crédit, ce qui a un effet déflationniste sur la croissance future du PIB. La population du Canada a structurellement changé au cours des 50 dernières années, comme le montrent les graphiques qui suivent. Avec un taux de fécondité d’à peine 1,5 (le plus bas de tous les pays du G7, à l’exception de l’Italie et du Japon) et un âge moyen de plus de 41 ans (également parmi le plus haut du G7)⁸, on comprend fort bien que le Canada soit devenu le pays qui accueille le plus d’immigrants pour compenser ces tendances.

1971 – Répartition de la population canadienne par âge



Source : Statistique Canada

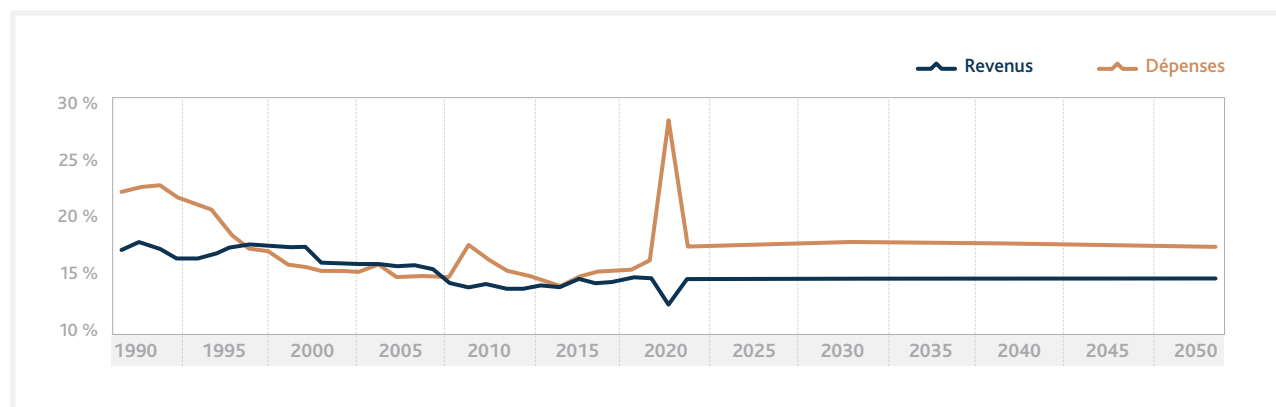
2021 – Répartition de la population canadienne par âge



Source : Statistique Canada

Le fait que le ratio de dépendance des aînés soit presque le double dans les régions plus développées ou les nations plus avancées laisse entendre que les programmes sociaux promis aux citoyens, comme les rentes de retraite, les soins de santé et la sécurité de la vieillesse vont devenir un poste budgétaire plus important pour les gouvernements étant donné qu’il y aura moins de contribuables en âge de travailler ou de revenus pour couvrir ces dépenses. La situation fiscale du Canada n’est sans doute pas à l’abri de ces vents contraires démographiques. Le ministère des Finances prévoit que le déséquilibre structurel des recettes et dépenses fiscales va persister au cours des prochaines décennies¹⁰.

Resserrement budgétaire du Canada dans une perspective historique (pourcentage du PIB)



Sources: Canada, ministère des Finances (2019a et 2020a); Calculs des auteurs

Retour à l'essence même des tendances séculaires – ce à quoi s'attendre à l'avenir

Les gouvernements lourdement endettés savent qu'ils font face à des turbulences structurelles, avant tout alimentées par la démographie, qui vont entraver leur capacité à réduire le levier d'endettement de leurs bilans grâce à la croissance du PIB. On peut donc supposer que les rimes de l'histoire et les gouvernements vont vouloir créer une période prolongée de **taux d'intérêt négatifs réels** pour alléger le fardeau de la dette.

Là encore, cette politique est suivie par les banques centrales qui continuent d'étendre leurs bilans pour offrir des conditions financières accommodantes afin de soutenir une inflation accrue. En fait, bien des banques centrales ont fait savoir au public qu'elles n'ont pas réussi à atteindre leurs cibles d'inflation depuis la CFM et visent intentionnellement des lectures d'inflation moyennes pour compenser cela. L'agrandissement des bilans va sans doute créer l'inflation monétaire nécessaire pour aider les gouvernements à poursuivre leur relance avec un important déficit budgétaire en émettant des obligations monétisées par leurs banques centrales respectives.

De plus, la politique des taux d'intérêt devrait s'appuyer sur la portion inférieure des attentes consensuelles pour alléger le

fardeau des intérêts sur les gouvernements, qui peut exacerber le problème si les intérêts commencent à évincer les budgets des gouvernements. Progressivement, il pourrait y avoir de brefs efforts fiscaux et monétaires coordonnés pour juguler l'inflation si elle devient trop hors de contrôle (comme à l'heure actuelle), car une inflation élevée affecte d'une manière disproportionnée les personnes pauvres – ceux qui n'ont pas de revenus excédentaires d'un mois à l'autre pour absorber la hausse du coût des aliments, du logement et de l'énergie. Au final, ces conditions ne devraient pas perdurer longtemps avant que ne réapparaissent les autres problèmes de paiement du gouvernement. Les taux d'intérêt doivent se maintenir sous le taux d'inflation pendant un certain temps pour permettre aux gouvernements d'éviter carrément un défaut de paiement de leur dette – une situation économique bien pire qui pourrait mener à une dépression mondiale. Une fois que le rapport de la dette publique au PIB sera ramené à des niveaux plus acceptables et soutenables du point de vue politique, le macro-environnement pourra revenir à un régime normal de taux d'intérêt positifs réels – comme c'était le cas il y a des décennies.



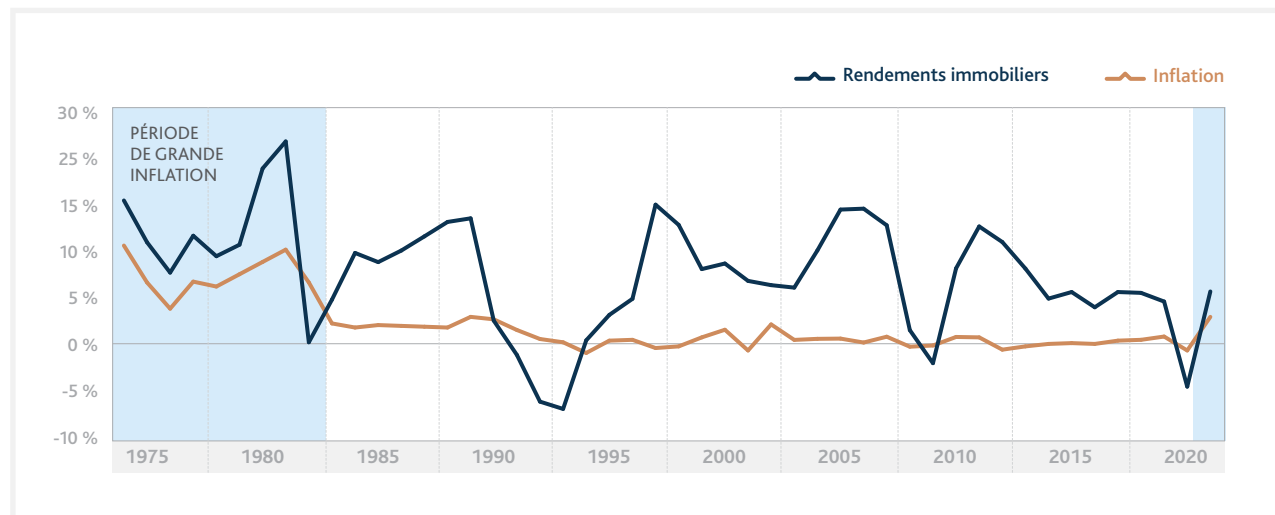
Implications des taux d'intérêt négatifs réels pour l'immobilier

Réponse de l'immobilier à une inflation plus élevée

L'histoire a montré que lorsque l'inflation grimpe, l'immobilier affiche une plus grande corrélation pour préserver le pouvoir d'achat, avant tout en raison des loyers qui augmentent avec l'inflation et de la valeur intrinsèque des terrains, qui tendent à s'apprécier du fait de leur rareté.

L'immobilier est bien connu du réseau des investisseurs institutionnels pour être un **actif réel** et, par conséquent, il devrait recevoir davantage d'affectations de capitaux pendant les périodes d'inflation plus élevée, surtout dans des environnements de taux d'intérêt négatifs réels. La récente accélération de l'inflation en 2021 et début 2022 coïncide avec celle du rendement immobilier au Canada. La classe d'actifs offre une occasion de surperformer pendant que les économies se remettent des confinements liés à la COVID-19 au cours des prochaines années. En outre, il existe une protection accrue contre l'inflation pour les propriétaires fonciers qui cherchent d'une manière proactive à structurer les baux en fonction de l'IPC.

Inflation plus élevée, corrélation plus grande



Source : MSCI, Statistique Canada

Réponse de l'immobilier aux taux d'intérêt à long terme plus bas

Dans un environnement inflationniste, on s'attendrait à une hausse graduelle des taux d'intérêt; mais étant donné la thèse du présent rapport, une réponse généralement bénigne des taux d'intérêt est à prévoir pour créer un régime favorable de taux d'intérêt négatifs réels. Les avantages de la hausse de la location devraient plus que compenser les effets des taux d'intérêt. Cela se traduit directement par une baisse des taux hypothécaires et d'escompte utilisés pour déterminer les valeurs. Enfin, étant donné la compétitivité du marché immobilier commercial au Canada et le virage séculaire vers une plus

grande affectation des régimes de retraite à l'immobilier, il est hautement probable que les taux de capitalisation ne vont pas s'accroître, sur un cycle complet, au point de couvrir entièrement l'inflation. Rappelez-vous le premier exemple – les taux d'intérêt négatifs réels amènent les épargnants à chercher ailleurs lorsque les banques ou les placements à revenu fixe paient des taux d'intérêt bien en dessous du taux d'inflation. Cela pousse le capital à revenu fixe hors de la courbe de risque dans des classes d'actifs qui peuvent préserver le pouvoir d'achat. Il n'y a pas de meilleur actif réel que l'immobilier.

Dernières réflexions

Les taux d'intérêt négatifs réels sont là pour rester longtemps; le fardeau de la dette publique ne peut de toute évidence pas être réduit autrement. L'inflation galopante va devoir être tempérée pour assurer la stabilité économique et sociale, mais elle devra au final être modérément plus élevée que les taux d'intérêt. Par conséquent, le rendement immobilier devrait se porter bien dans ce contexte, car la classe d'actifs a démontré qu'elle offre une protection contre une inflation plus grande et réussit lorsque les taux d'intérêt sont moindres à plus long terme.

Sources :

- 1 <https://www.thebalance.com/what-are-interest-rates-and-how-do-they-work-3305855>
- 2 <https://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>; <https://tradingeconomics.com/united-states/government-debt-to-gdp>
<https://www.thebalance.com/national-debt-by-year-compared-to-gdp-and-major-events-3306287>
- 3 <https://www.iif.com/Publications/ID/4792/Global-Debt-Monitor-EM-Debt-The-Good-the-Green-and-the-Ugly>
- 4 <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=US>
- 5 https://www.hcapital.llc/_files/ugd/dc7287_15b99549af024013a0a0d377065bf39f.pdf
- 6 <https://www.canada.ca/fr/ministere-finances/services/publications/rapport-financier-annuel/2021/rapport.html>
- 7 <https://population.un.org/wpp/DataQuery/>
- 8 <https://www.worldometers.info/population/world/>
- 9 <https://www.immigration.ca/canada-rated-best-country-in-world-for-welcoming-immigrants>
- 10 <https://www.fraserinstitute.org/sites/default/files/canadas-aging-population-and-long-term-projections-for-federal-finances.pdf>

Renseignements

**Michael Le Coche****Directeur, Stratégie et recherche**

Fiera Investissements immobilier Limitée

michael.lecoche@fierarealestate.com**Gregory Martin****Vice-président, Stratégie, planification et analytique**

Fiera Investissements immobilier Limitée

greg.martin@fierarealestate.com

property@fierarealestate.comca.fieraimmobilier.com

Fiera Immobilier est une société de gestion d'investissement mondiale qui compte des filiales dans différents juridictions (collectivement, « Fiera Immobilier »). Les renseignements et avis exprimés dans le présent document sont fournis à titre indicatif seulement, peuvent faire l'objet de modifications et ne doivent pas servir de fondement à une décision de placement ou de vente. Bien qu'ils ne soient pas exhaustifs, les présents renseignements importants au sujet de Fiera Immobilier et de ses services doivent être lus et compris conjointement avec l'ensemble du contenu qui est accessible sur les sites Web de Fiera Immobilier. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Tous les placements présentent un risque de perte, et rien ne garantit que les avantages exposés ici seront obtenus ou réalisés. À moins d'indications contraires, tous les montants mentionnés aux présentes sont libellés en dollars canadiens. Les renseignements fournis aux présentes ne constituent pas des conseils en placements et ne devraient pas être interprétés comme tels. Ils ne doivent pas être considérés comme une sollicitation d'achat ou une offre de vente d'un titre ou d'un autre instrument financier. Ils ne prennent pas en compte les objectifs d'investissement, les stratégies, la situation fiscale ou l'horizon de placement d'un investisseur en particulier. Aucune déclaration n'est faite et aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude de ces renseignements, et aucune responsabilité n'est assumée quant aux décisions qui sont fondées sur ceux-ci. Tous les avis exprimés dans les présentes sont le fruit de jugements portés à la date de leur publication et peuvent faire l'objet de modifications. Bien que les faits et données contenus dans le présent document proviennent de sources que nous estimons fiables, nous ne garantissons pas leur exactitude, et ces renseignements peuvent être incomplets ou résumés. Fiera Immobilier décline toute responsabilité à l'égard de toute perte ou de tout dommage direct, indirect ou consécutif pouvant découler de l'utilisation de l'information contenue aux présentes. Certains renseignements contenus aux présentes constituent des « énoncés prospectifs ». On les reconnaît habituellement à l'emploi de termes ou d'expressions comme « pourrait », « sera », « devrait », « prévoir », « planifier », « anticiper », « projeter », « estimer », « continuer », « croire » ou de la forme négative de ces termes ou expressions ou d'autres termes et expressions analogues. En raison de divers risques et incertitudes, les événements ou résultats réels, dont les rendements réels, peuvent différer sensiblement de ceux qui sont reflétés ou envisagés dans les présents énoncés prospectifs. Les points de vue exprimés au sujet d'une entreprise, d'un titre, d'un secteur ou d'un segment du marché en particulier ne doivent pas être considérés comme une indication des intentions de négociation de l'un ou l'autre des fonds ou des comptes gérés par Fiera Immobilier. Chaque entité membre du groupe de sociétés Fiera Immobilier ne fournit des services de conseils en placement ou n'offre des fonds de placement que dans les territoires où cette entité est inscrite et où elle est autorisée à fournir ces services ou le produit concerné en vertu d'une dispense. Les informations présentées dans ce document ne sont pas destinées aux personnes qui sont citoyens, domiciliés ou résidents, ou aux entités enregistrées dans un pays ou une juridiction dans laquelle leur distribution, publication, fourniture ou utilisation violerait les lois et réglementations en vigueur.