

À la recherche de l'équilibre dans les marchés canadiens de l'habitation et du crédit hypothécaire

Juin 2016



PROFESSIONNELS
HYPOTHÉCAIRES
DU CANADA



PROFESSIONNELS
HYPOTHÉCAIRES
DU CANADA

**À la recherche de l'équilibre
dans les marchés canadiens de
l'habitation et du crédit
hypothécaire**

Par :

Will Dunning, Économiste en chef

Juin 2016

Table des matières

	<u>Page</u>
1.0 Introduction et sommaire	2
<i>Introduction</i>	2
<i>Les marchés de l'habitation au Canada</i>	3
<i>Survol des marchés de la revente d'habitations des provinces</i>	3
<i>Les investisseurs étrangers achètent-ils plus d'habitations canadiennes ?</i>	3
<i>Y a-t-il une « bulle immobilière » au Canada ?</i>	4
<i>L'État doit-il intervenir de nouveau ?</i>	5
<i>Professionnels hypothécaires du Canada</i>	6
<i>L'auteur</i>	6
<i>Avertissement</i>	7
2.0 Les marchés de l'habitation au Canada	8
3.0 Survol des marchés provinciaux de la revente d'habitations	12
<i>Terre-Neuve-et-Labrador</i>	13
<i>Île du Prince-Édouard</i>	14
<i>Nouvelle-Écosse</i>	15
<i>Nouveau-Brunswick</i>	16
<i>Québec</i>	17
<i>Ontario</i>	18
<i>Manitoba</i>	19
<i>Saskatchewan</i>	20
<i>Alberta</i>	21
<i>Colombie-Britannique</i>	22
4.0 Les étrangers achètent-ils plus d'habitations canadiennes ?	23
5.0 Y a-t-il une « bulle immobilière » au Canada ?	28
6.0 L'État doit-il intervenir de nouveau ?	37

1.0 Introduction et résumé

Introduction

Depuis l'automne 2005, Professionnels hypothécaires du Canada (et ses prédécesseurs) publie des études semestrielles des marchés de l'habitation et des prêts hypothécaires au Canada.

Les éditions antérieures des rapports ont été en grande partie fondées sur des sondages, ce qui nous a permis d'acquérir des données originales sur les choix des consommateurs dans les marchés de l'habitation et des prêts hypothécaires. Dans ces rapports, nous avons également donné nos points de vue sur l'évolution des conditions du marché du logement et les implications pour le marché hypothécaire. Les rapports commentaient les politiques gouvernementales qui affectent les prêts hypothécaires et qui, par conséquent, auront une incidence sur l'activité du logement et l'ensemble de l'économie. Plus particulièrement, nous avons été très critiques envers un changement qui a été apporté aux critères d'assurance prêt hypothécaire en juillet 2012 (l'élimination de l'assurance hypothécaire pour les prêts amortis sur plus de 25 ans).

Certaines voix s'élèvent actuellement pour réclamer d'autres changements à la « réglementation macro-prudentielle ». Les promoteurs veulent rendre le financement hypothécaire plus difficile à obtenir. Ce resserrement se traduira par une activité immobilière réduite et, par conséquent, ralentira la croissance de l'endettement hypothécaire.

Compte tenu de l'importance du marché de l'habitation dans l'économie nationale (d'autant plus grande que l'investissement dans des projets d'énergie n'est plus un moteur de croissance), nous espérons que toutes les modifications seront basées sur un examen minutieux de l'équilibre entre la prudence dans le marché hypothécaire et la croissance globale de l'économie. C'est l'espoir qu'exprime le titre du présent rapport.

Nous sommes encouragés par la déclaration du ministre fédéral des Finances : « Nous nous assurons de fouiller les données en profondeur pour que les éventuels changements soient justifiés par des preuves. »

Le présent rapport représente notre « fouille approfondie des données », et nous espérons sincèrement faire avancer les conversations en fournissant nos interprétations des principaux éléments de preuve.

Professionnels hypothécaires du Canada se réjouit de la poursuite des discussions avec le gouvernement et d'autres parties intéressées.

Les grandes sections du rapport sont les suivantes :

- Introduction et sommaire
- Les marchés de l'habitation au Canada
- Survol des marchés de la revente d'habitations des provinces
- Les investisseurs étrangers achètent-ils plus d'habitations canadiennes ?
- Y a-t-il une « bulle immobilière » au Canada ?
- L'État doit-il intervenir de nouveau ?

En plus de ce rapport, Professionnels hypothécaires du Canada a récemment publié une étude sur « La prochaine génération d'acheteurs », qui a examiné les opinions, les attentes et les caractéristiques des Canadiens qui s'attendent à devenir propriétaires.

Les marchés de l'habitation au Canada

L'activité du logement a généralement été moins robuste après la récession qu'avant celle-ci. Cet affaiblissement est cohérent avec l'état modifié de l'économie canadienne : la part des adultes canadiens qui ont un emploi est plus faible qu'avant la récession.

Toutefois, les taux d'intérêt hypothécaires exceptionnellement bas ont été une force positive, conduisant à une activité relativement forte du logement.

Plus récemment, les nouvelles baisses record des taux hypothécaires ont causé un regain d'activité dans la revente d'habitations : celle-ci a atteint un nouveau sommet historique.

Sur une base proportionnelle (en comparant les ventes à la population), la tendance est maintenant proche du niveau d'avant la récession (en dépit de la situation de l'emploi moins reluisante et grâce à l'effet des faibles taux d'intérêt).

Pendant longtemps, les marchés du logement canadiens ont été sous-approvisionnés (comme en témoignent les ratios entre les ventes et les nouvelles annonces qui dépassent leurs seuils « d'équilibre »). Le résultat a été une longue période de croissance rapide des prix. Au cours de la période post-récession, les degrés de sous-approvisionnement ont été moins graves qu'avant la récession et, par conséquent, les taux d'augmentation des prix ont été réduits (bien qu'encore très élevés). La récente flambée des ventes a, encore une fois, entraîné un ratio très élevé entre les ventes et les nouvelles inscriptions, et le taux de croissance des prix a accéléré.

La force récente des indicateurs du logement est largement centrée sur deux grands marchés : Vancouver, Toronto et leurs régions avoisinantes.

Survol des marchés de la revente d'habitations des provinces

Dans ce chapitre, chacune des dix provinces est profilée par l'intermédiaire de six tableaux et d'un très bref commentaire.

Les investisseurs étrangers achètent-ils plus d'habitations canadiennes ?

Nous n'avons pas de données fiables sur les achats d'habitations canadiennes par des investisseurs étrangers. À Vancouver, toutefois, on relève un grand volume d'informations anecdotiques très convaincantes : l'activité des investisseurs étrangers déforme le marché de l'habitation. Les observateurs commencent à se demander si un effet similaire se développe à Toronto.

Dans cette section du rapport, certaines preuves indirectes sont établies par la comparaison des données sur les augmentations de prix selon l'indice Teranet/Banque

avec des données de l'Association canadienne de l'immeuble (ACI) sur le prix de vente moyen. L'analyse conclut qu'à Vancouver et à Toronto, l'activité se déplace vers la partie supérieure du spectre du logement. Ceci est cohérent avec l'augmentation des achats par les investisseurs étrangers riches, bien que ce ne soit pas une preuve concluante. On ne voit pas d'effet similaire dans les neuf autres marchés couverts par les données de Teranet.

Compte tenu des données disponibles, il peut être impossible de mesurer l'achat par des investisseurs étrangers avec une précision raisonnable, et il serait encore plus difficile de mesurer les conséquences.

Pendant ce temps, les distorsions du marché du logement vont se poursuivre. Nous devons aller de l'avant, même en l'absence de données concluantes. On doit avoir une bonne discussion sur les mesures à prendre, s'il y en a. Nous devons recenser les meilleures pratiques à l'échelle internationale. S'il est convenu que l'action est nécessaire, alors on doit agir.

Toute politique générera des données administratives qui peuvent mieux soutenir la recherche sur les dimensions de la question et ses conséquences.

Y a-t-il une « bulle immobilière » au Canada ?

Depuis 2008, ou même avant, on entend périodiquement des commentaires voulant qu'il y ait une bulle immobilière au Canada. Ces commentaires ont généralement présumé que la croissance rapide des prix de l'immobilier (ou une hausse du ratio entre les prix de l'immobilier et les revenus ou entre les prix des habitations et les loyers) suffisait à démontrer l'existence d'une bulle. Au contraire, ces indicateurs prétendument forts ne représentent pas une preuve définitive. Ils peuvent effectivement représenter des résultats sains dans les conditions existantes.

Pour démontrer l'existence d'une bulle, on doit s'appuyer sur deux conditions :

1. Les attentes de hausse des prix peuvent être autoréalisatrices, c'est-à-dire que les attentes de hausse entraînent une intensification (et une exubérance) de l'activité, donc la croissance des prix
2. Les prix divergent sensiblement de ce qu'ils devraient être sur la base des facteurs économiques fondamentaux.

En ce qui concerne la première condition, la recherche statistique de l'auteur sur les marchés canadiens du logement suggère que la croissance des prix des maisons a très peu d'influence sur l'activité du marché et que, par conséquent, il n'y a aucune preuve de « mentalité spéculative ». On peut démontrer un effet modéré en Colombie-Britannique, mais même en Colombie-Britannique, l'effet est loin d'être aussi fort que celui observé aux États-Unis au cours de leur période de bulle.

En ce qui concerne la seconde condition, le facteur économique fondamental est que les taux d'intérêt très bas ont créé une « marge d'abordabilité » dans laquelle les prix des maisons pouvaient augmenter. Les augmentations réelles des marchés locaux ont varié en fonction des conditions locales. La constatation essentielle, ici, est que parmi les 11 principaux marchés de l'indice Teranet/Banque Nationale, aucun n'a totalement

consommé la marge d'abordabilité qui a résulté de faibles taux d'intérêt. C'est pourquoi nous pouvons conclure que les augmentations rapides des prix des logements sont compatibles avec les facteurs économiques fondamentaux.

Une autre façon d'interpréter les données (qui est, nous l'espérons, évidente selon nos tableaux) est que l'abordabilité du logement est actuellement très favorable presque partout au Canada. Cette abordabilité se traduit par une forte activité du marché de l'habitation et par un soutien à l'ensemble de l'économie. Ce soutien est de plus en plus précieux, étant donné que l'investissement dans des projets d'énergie n'est plus un moteur de croissance.

Le présent rapport conclut qu'il n'y a pas de bulles immobilières au Canada. Ces résultats expliquent pourquoi aucune des innombrables prédictions catastrophiques n'a été confirmée.

Cela dit, les facteurs économiques fondamentaux peuvent changer. En particulier, une augmentation non négligeable et soutenue des taux d'intérêt hypothécaires (ou une forte récession économique) pourrait faire baisser les prix.

Il existe un risque dans l'arène politique. Des changements dans les politiques des prêteurs ou des assureurs qui réduisent l'accès aux prêts hypothécaires se traduiraient par une modification importante des conditions fondamentales, conduisant à une baisse inutile de la demande et du prix des habitations, avec tous les dommages économiques qui en découlent.

L'évaluation des risques sur les marchés immobiliers et hypothécaires devrait accorder une attention considérable aux perspectives de taux d'intérêt et à la situation de l'emploi. Quelqu'un qui s'attend fortement à la dégradation des facteurs fondamentaux pourrait percevoir des risques très substantiels. En revanche, quelqu'un qui ne s'attend pas à une telle dégradation devrait percevoir des risques limités.

L'État doit-il intervenir de nouveau ?

Plusieurs voix se sont élevées pour réclamer un nouveau resserrement des conditions de crédit hypothécaire au Canada, en réponse à un risque jugé excessif. Un tel resserrement réduirait l'activité du marché de l'habitation et, par conséquent, ralentirait la croissance de l'endettement.

Sur la base des données disponibles, nous ne voyons aucune preuve d'une augmentation généralisée de la prise de risque par les emprunteurs ou les prêteurs.

- Les données de l'Association des banquiers canadiens montrent un très faible taux d'arriérés hypothécaires, soit 0,28 % ou un prêt sur 354.
- Nos données d'enquête continuent de montrer que les Canadiens sont très motivés pour rembourser leurs prêts hypothécaires aussi rapidement que possible.
- Aux taux d'intérêt actuels, les versements hypothécaires réguliers entraînent le remboursement accéléré du principal. À un taux d'intérêt typique de 2,5 %, 2,9 % du principal est déjà remboursé dans la première année.

- Notre examen des données du marché du logement nous convainc que les changements dans les prix des logements reflètent pleinement les taux d'intérêt (cela est illustré dans la section sur les bulles) et la capacité des emprunteurs à payer. En conséquence, la hausse des prix des habitations ne correspond pas automatiquement à un risque accru.

S'il y a avait la moindre preuve de prise de risque accrue, on la trouverait dans les dossiers des entreprises qui font des prêts hypothécaires. L'intérêt public serait bien servi si elles partageaient leurs données. Par exemple, leurs données montrent-elles des changements défavorables dans les ratios d'amortissement brut et total de la dette ?

En particulier, quelques cadres supérieurs dans le secteur des services financiers prétendent voir un risque accru et réclament des critères de prêt plus stricts. Nous aimerions voir les données à l'appui.

La plus grande opportunité de partage de l'information serait celle de la Société canadienne d'hypothèque et de logement (SCHL). Le partage des données de la SCHL soutiendrait mieux la recherche et la prise de décision tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du gouvernement.

Le marché de l'habitation a été l'une des locomotives de l'économie dans la période de reprise économique. Ce rôle est d'autant plus essentiel maintenant que l'on ne peut plus compter sur l'investissement dans les projets d'énergie. Il serait regrettable de nuire inutilement à ce moteur de l'économie.

De notre point de vue, le plus grand risque pour le marché du logement (et par conséquent pour l'économie en général) ne tient pas à l'imprudence des consommateurs ou des prêteurs, mais bien à des changements de politiques futils.

Professionnels hypothécaires du Canada

Professionnels hypothécaires du Canada (anciennement ACCHA) est une association nationale représentant plus de 11 000 intervenants de la filière du courtage hypothécaire.

Nous reconnaissons que les Canadiens ont besoin d'un meilleur service et qu'ils le méritent. Nous croyons à la concurrence, car elle produit de meilleures options et exige l'amélioration constante des produits et services. Nous croyons au choix, car il profite aux Canadiens et offre un environnement d'opportunité. Nous croyons au professionnalisme, car c'est un signe d'engagement, de loyauté et d'excellence.

Le courtage hypothécaire est une profession essentielle et précieuse. Il crée des possibilités, alimente l'économie et offre des choix aux Canadiens au moment de prendre l'une des décisions financières les plus importantes de leur vie.

L'auteur

Ce rapport a été préparé pour Professionnels hypothécaires du Canada par Will Dunning, économiste en chef de cette association. M. Dunning se spécialise depuis 1982 dans l'analyse et la prévision des marchés de l'habitation. En plus d'agir comme économiste en chef de Professionnels hypothécaires du Canada, il dirige la maison d'experts-conseils en analyse économique Will Dunning inc.

Avertissement

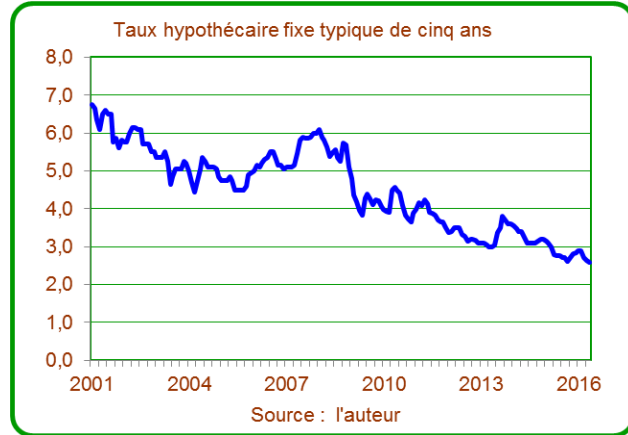
Ce rapport a été compilé en s'appuyant sur des données et des sources que l'on considère comme fiables. Ni Professionnels hypothécaires du Canada, ni Bond Brand Loyalty, ni Will Dunning, ni Will Dunning Inc. n'acceptent de responsabilité pour les données ou les conclusions que contient cette étude.

Les opinions et les conclusions qui figurent dans ce rapport sont celles de l'auteur et ne reflètent pas forcément celles de Professionnels hypothécaires du Canada ni celles de Bond Brand Loyalty.

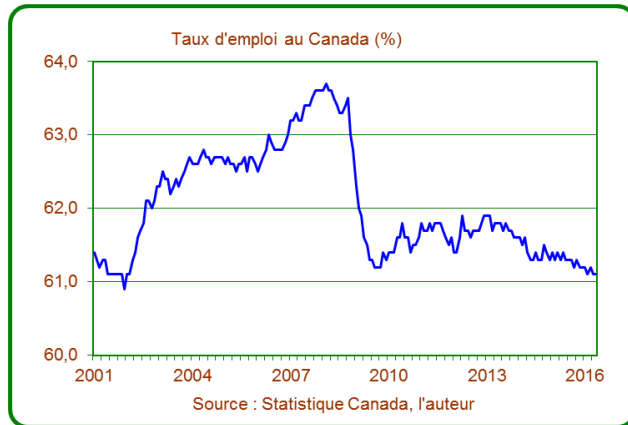
2.0 Les marchés de l'habitation au Canada

En ce moment, l'activité du marché de l'habitation au Canada est fortement stimulée par la conjugaison de taux d'intérêt extrêmement bas et d'une création d'emplois modérée.

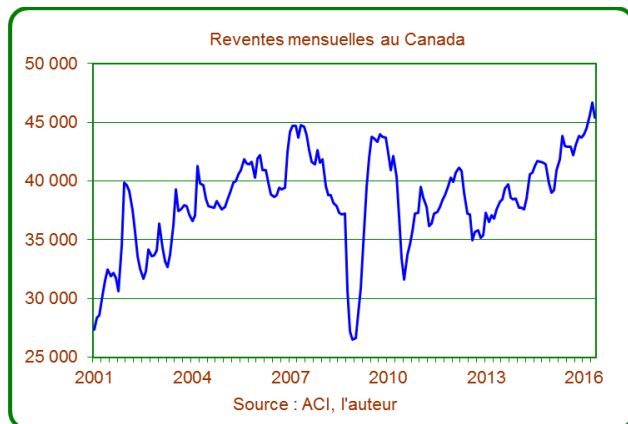
Comme on peut le voir dans le graphique ci-contre, les taux hypothécaires sont exceptionnellement bas au Canada. Le graphique montre les taux typiques offerts par les principaux prêteurs, selon les estimations de l'auteur. Au pays, l'essentiel du discours sur les hypothèques et l'abordabilité de l'habitation se fonde sur les données de la Banque du Canada concernant les taux « affichés ». Le taux affiché actuellement pour un prêt hypothécaire de cinq ans à taux fixe est de 4,64 %, alors que ce graphique indique 2,5 %. L'écart entre taux officiel et taux réel a pris beaucoup d'ampleur au fil du temps, ce qui remet en question la fiabilité des analyses fondées sur les taux affichés.



La création d'emplois au Canada a ralenti pour adopter un rythme modéré. Au cours des trois dernières années, la croissance estimative de l'emploi atteignait en moyenne 0,7 % par année. C'est moins que le taux de croissance de la population adulte, qui est de 1,1 %. En conséquence, le pourcentage de la population adulte qui travaille (le « taux d'emploi ») glisse vers le bas depuis trois ans.



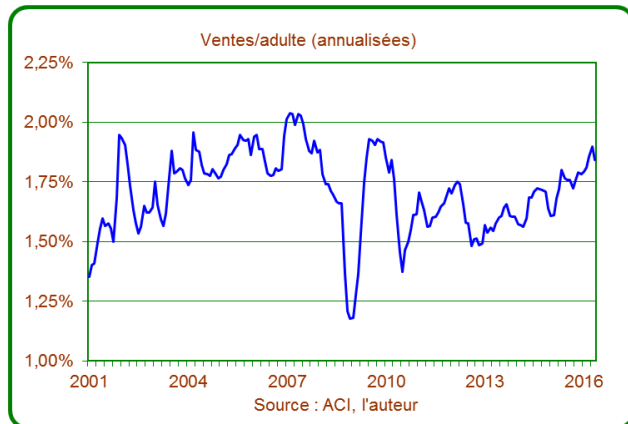
Sur le marché résidentiel de la revente, les effets positifs des taux d'intérêt très bas l'emportent sur les effets négatifs de l'affaiblissement de la création d'emplois. En effet, comme le montre le graphique ci-contre, l'activité de revente atteint un niveau record qui dépasse légèrement celui d'avant la récession de 2008-2009. Par le passé, en temps normal, la création d'emplois était le principal



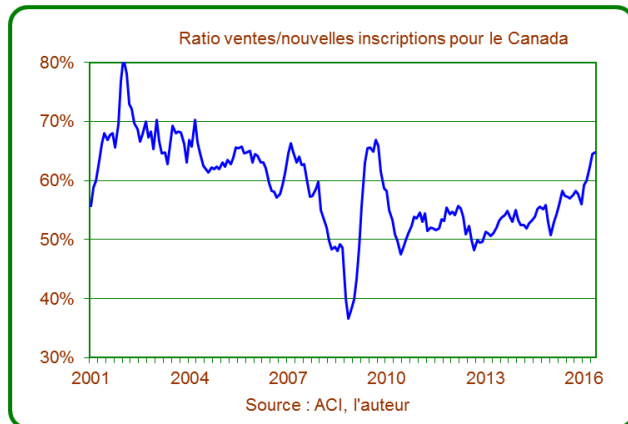
moteur de l'activité du marché de l'habitation, mais, en ce moment, cette activité est supérieure à ce qu'on s'attendrait de voir en tenant compte uniquement de l'emploi. Le creux historique des taux d'intérêt crée une situation inhabituelle où ces taux exercent

une influence accrue. Il y a de l'incertitude quant à l'évolution future du marché, en raison de ce couple que forment un facteur positif très fort et un facteur légèrement faible (la création d'emplois), même si, en réalité, l'avenir est toujours incertain.

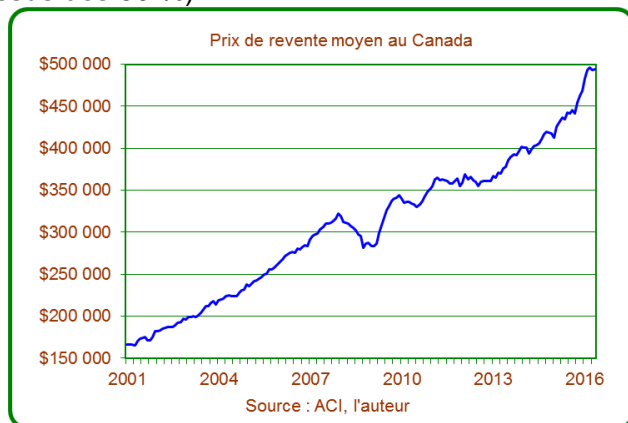
On peut s'attendre à une tendance à la hausse de l'activité sur le marché de la revente. L'approvisionnement en habitations va croissant, ce qui signifie que le bassin d'habitations disponibles à la revente s'élargit. Il y a aussi plus de gens susceptibles d'acheter ces habitations. C'est la situation que traduit ce graphique en illustrant le taux de ventes par adulte. Le taux de ventes est actuellement assez élevé, mais pas autant qu'au dernier pic, en 2007. C'est compréhensible, puisque la situation de l'emploi n'est pas aussi reluisante qu'avant la récession (si on se fie au taux d'emploi).



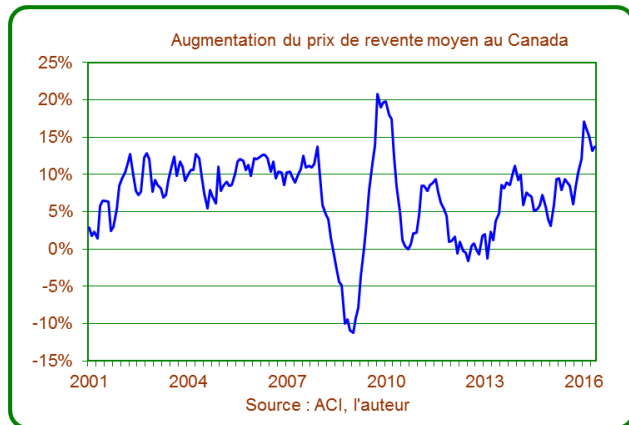
Si les ventes ont fait un bond, l'approvisionnement n'a pas suivi le même rythme (le nombre de « nouvelles inscriptions » sur le marché de la revente marque un léger recul). En présence d'une demande forte et d'un approvisionnement qui plafonne, le ratio ventes-nouvelles inscriptions grimpe. Bien qu'il n'atteigne pas les niveaux observés pendant une bonne partie de la décennie 2000, ce ratio identifie tout de même un « marché de vendeurs » (dans l'ensemble du Canada, le seuil de « marché équilibré » semble se situer juste au-dessus des 50 %).



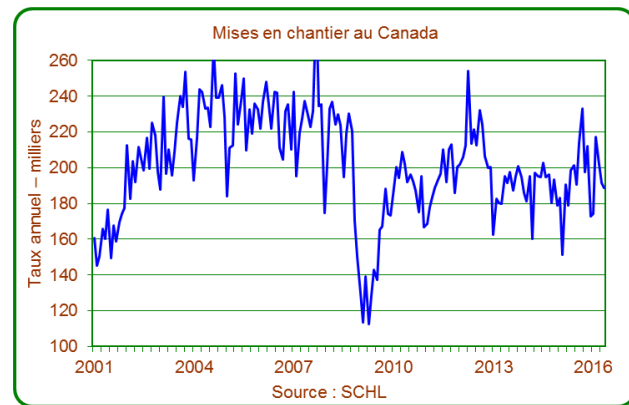
Le déséquilibre entre l'offre et la demande entraîne une croissance rapide des prix dans l'ensemble du pays (bien qu'on relève des variations significatives entre les marchés, comme on le verra plus loin). Au cours des cinq dernières années, le prix de revente moyen au Canada (tel que rapporté par l'ACI) a augmenté en moyenne de 6,4 % par an.



La croissance du prix des maisons demeure forte depuis un bon bout de temps. Elle avait ralenti légèrement après la récession, pour reprendre de la vitesse dernièrement. Lorsque nous explorerons les différences régionales plus loin, nous constaterons que cette reprise de vitesse se concentre sur deux grands marchés : Vancouver et Toronto. Dans la plupart des régions, la croissance des prix demeure plus lente qu'avant la récession.



Les mises en chantier au Canada sont très variables de mois en mois, mais la tendance est relativement stable depuis six ans. Le nombre de mises en chantier est inférieur à ce qu'il était avant la récession, ce qui correspond à la situation de l'emploi en ce moment. Si le nombre de mises en chantier est stable depuis quelque temps, sa composition se modifie. Auparavant, celle-ci était dominée par les maisons (individuelles, jumelées ou en rangée). Or, depuis 12 mois, ce segment représente 49 % des mises en chantier



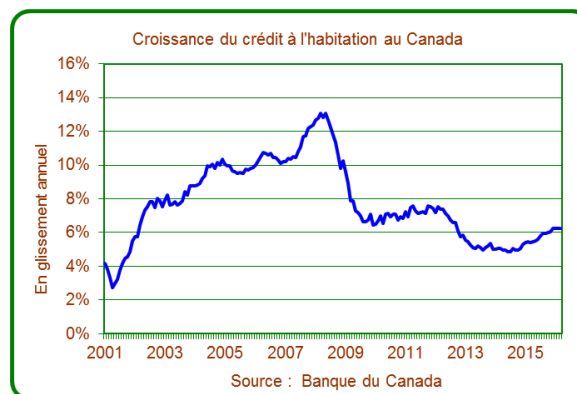
dans les zones urbaines, alors que les copropriétés accaparent 51 % de l'activité.

Pourtant, les acheteurs potentiels canadiens expriment une forte préférence pour les maisons. L'enquête effectuée par Professionnels hypothécaires du Canada au printemps 2016 conclut que seulement 18 % des acheteurs potentiels s'imaginent dans une copropriété. Les 58 % qui espèrent acheter une maison individuelle et les 21 % qui envisagent une maison jumelée ou en rangée font face à des défis croissants, particulièrement à Toronto et à Vancouver. Les attentes concernant le type de maison envisagé sont assez uniformes à l'échelle du pays (la part à la recherche de copropriétés est inférieure à la moyenne nationale dans les provinces de l'Atlantique et en Saskatchewan, et près de la moyenne nationale ailleurs).

Tableau 1					
Types d'habitations convoitées par les futurs acheteurs					
<i>Province</i>	<i>Maison individuelle</i>	<i>Maison jumelée ou en rangée</i>	<i>Copropriété</i>	<i>Autres</i>	<i>Total</i>
Terre-Neuve-et-Labrador	60 %	33 %	7 %	0 %	100 %
Île du Prince-Édouard	50 %	0 %	0 %	50 %	100 %
Nouvelle-Écosse	62 %	17 %	14 %	7 %	100 %
Nouveau-Brunswick	80 %	10 %	10 %	0 %	100 %
Québec	63 %	17 %	17 %	3 %	100 %
Ontario	56 %	23 %	19 %	2 %	100 %
Manitoba	65 %	4 %	26 %	4 %	100 %
Saskatchewan	68 %	23 %	9 %	0 %	100 %
Alberta	59 %	17 %	22 %	3 %	100 %
Colombie-Britannique	50 %	26 %	22 %	2 %	100 %
Total	58 %	21 %	18 %	3 %	100 %

Source : sondage réalisé par Bond Brand Loyalty pour Professionnels hypothécaires du Canada, printemps 2016 ; analyse de l'auteur.

L'évolution de l'activité du marché de l'habitation a eu un effet sur le taux de croissance du crédit hypothécaire. Au cours des cinq années précédant la récession, le crédit hypothécaire progressait très rapidement, soit de 10,6 % par an en moyenne, résultat d'un grand nombre de mises en chantier, d'un marché de la revente très actif et d'une croissance rapide du prix des maisons. Après la récession, le crédit hypothécaire a vu sa croissance ralentir, tout en demeurant rapide. Plus récemment, le taux de croissance s'est redressé en raison de l'activité du marché de la revente. Cela dit, on est encore loin du taux de croissance d'avant la récession.



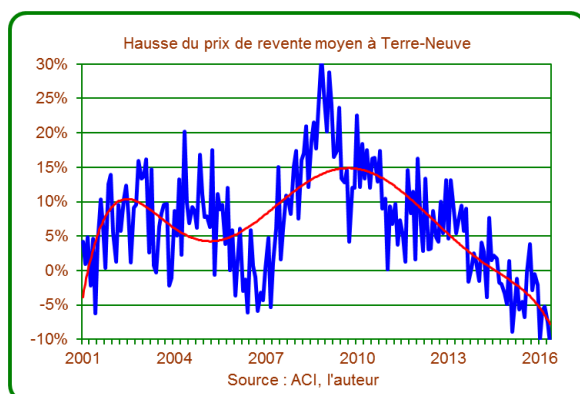
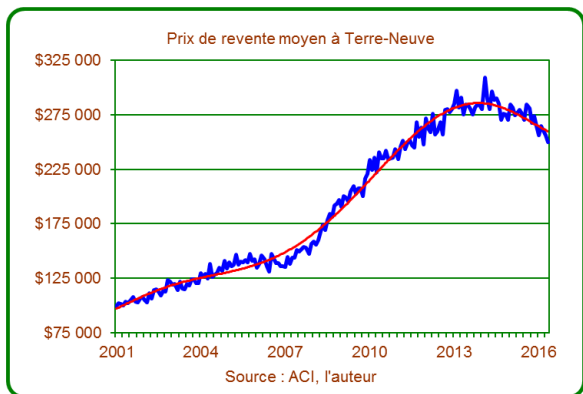
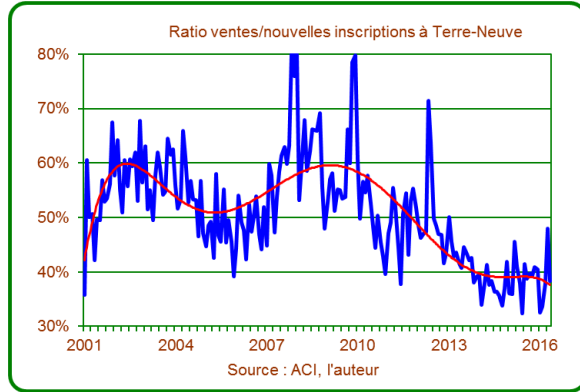
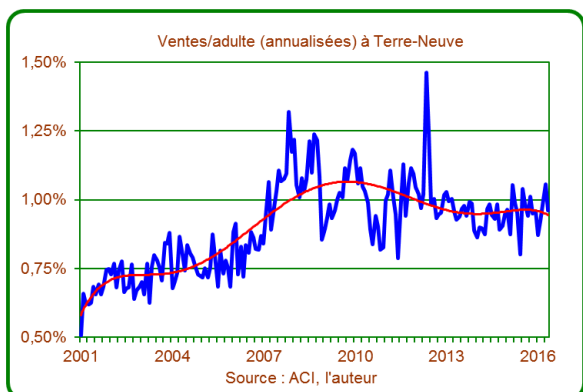
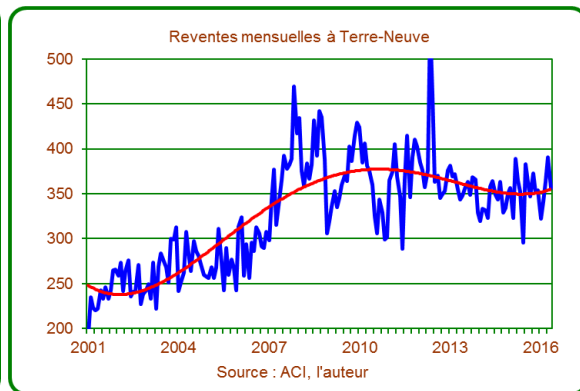
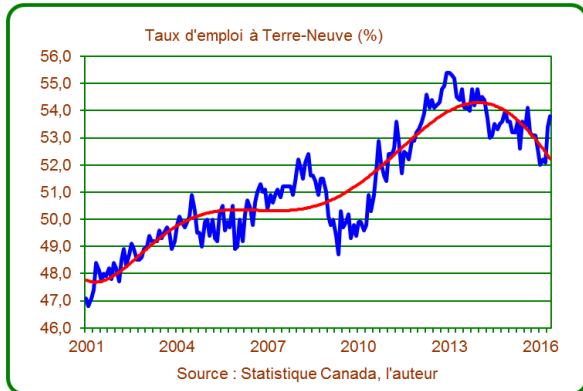
3.0 Survol des marchés provinciaux de la revente

Cette section passe brièvement en revue les tendances dans chacune des dix provinces. Six tableaux accompagnent chaque province ; ils décrivent l'évolution de la situation de l'emploi (à l'aide du ratio emploi-population qu'on appelle aussi « taux d'emploi »). Pour chaque province, cinq tableaux examinent les conditions du marché de la revente.

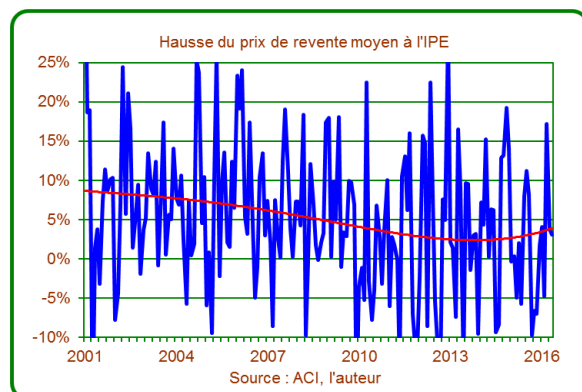
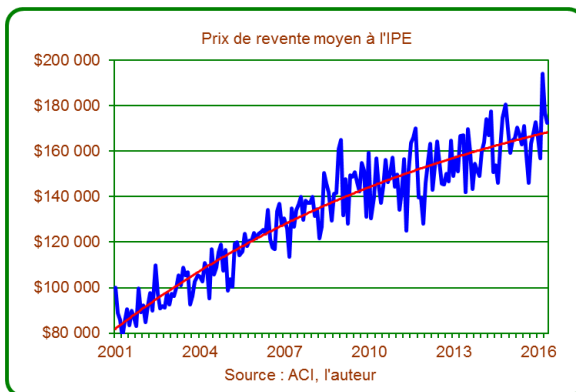
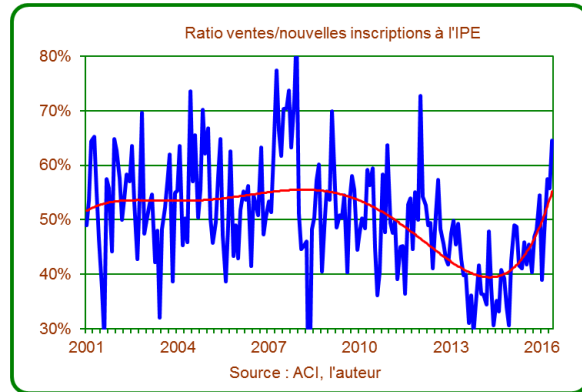
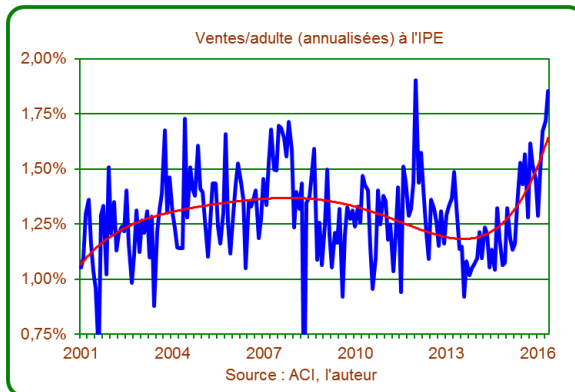
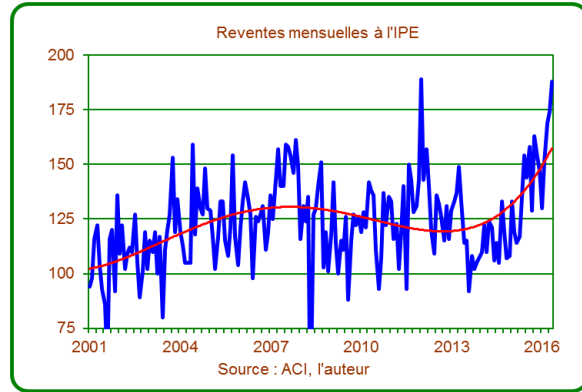
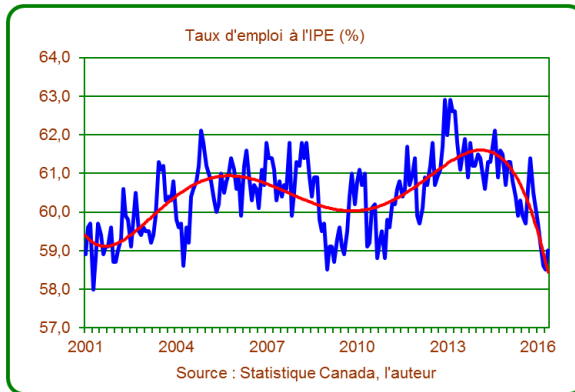
Comme les données peuvent varier fortement de mois en mois, nous avons ajouté des lignes de tendance (les lignes rouges unies).

Dans ce chapitre, nous parlons parfois « d'artéfacts » dans les données sur l'emploi. L'*Enquête sur la population active* de Statistique Canada est basée sur une enquête par sondage assortie d'une « marge d'erreur ». Autrement dit, il arrive que les données soient fausses. En raison de la conception de l'enquête, les estimations non représentatives ont tendance à persister dans les données pendant environ six mois. Ainsi, les données publiées peuvent donner une image trompeuse de l'une des conditions fondamentales qui alimentent le marché de l'habitation. Dans certains cas, notre analyse personnelle des données sur l'emploi nous porte à la conclusion qu'il faut utiliser celles-ci avec précaution.

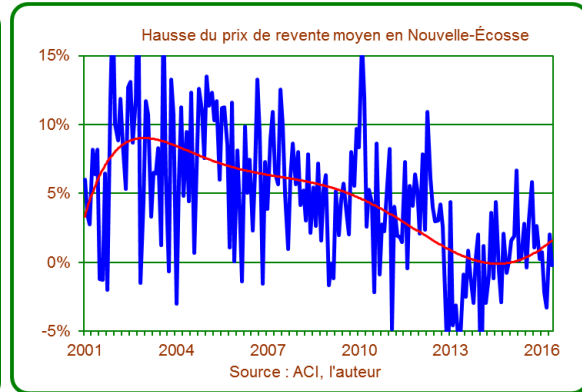
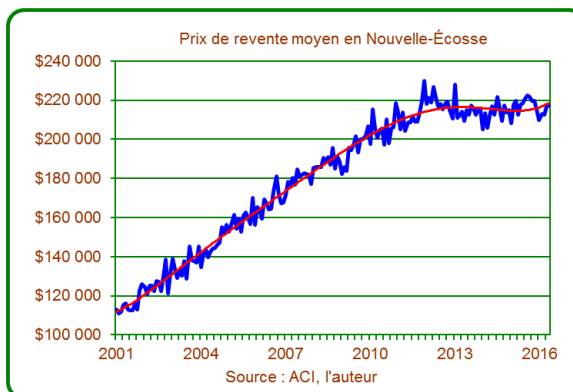
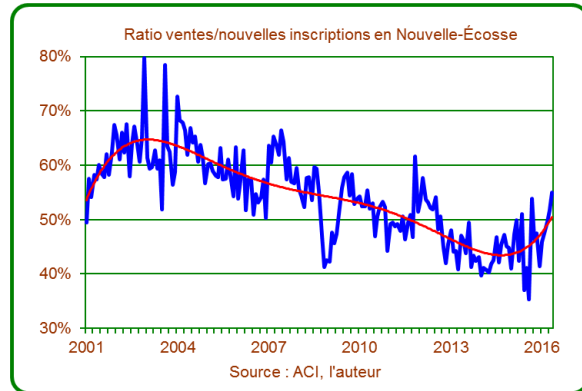
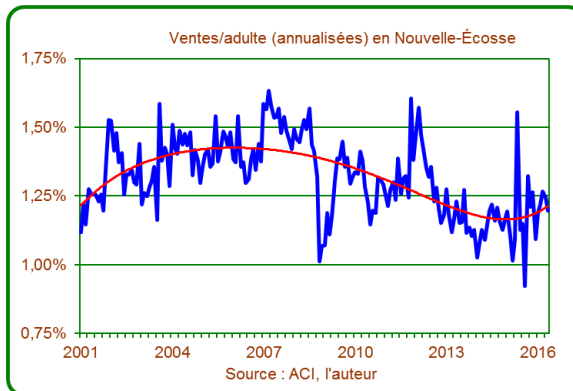
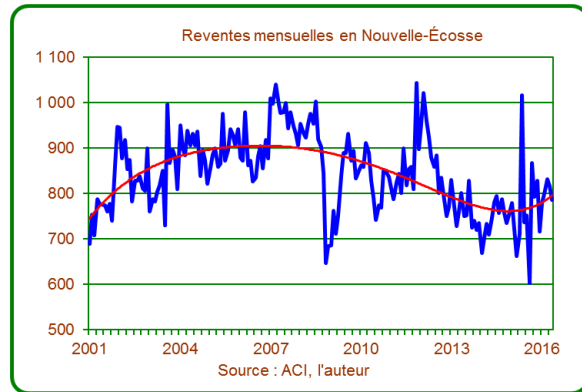
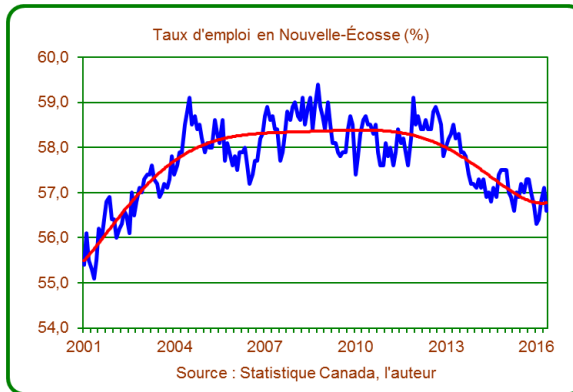
À *Terre-Neuve-et-Labrador*, les conditions d'emploi ont faibli, bien que le taux d'emploi demeure plus élevé qu'avant 2010 (le creux de l'hiver dernier pourrait être un « artéfact de données », puisque les plus récentes données montrent un retour à environ 54 %). L'activité de revente est proche du pic précédent, car les taux d'intérêt bas ont compensé l'effet de l'affaiblissement de l'économie. Le rapport ventes-nouvelles inscriptions est inférieur au seuil de marché équilibré (estimé à 42 %). Le prix de revente moyen est stable ou légèrement à la baisse : les quatre derniers points de données montrent des réductions plus importantes, mais il est trop tôt pour parler de tendance (cela pourrait résulter d'un changement de composition, avec plus de ventes dans une gamme de prix plus bas).



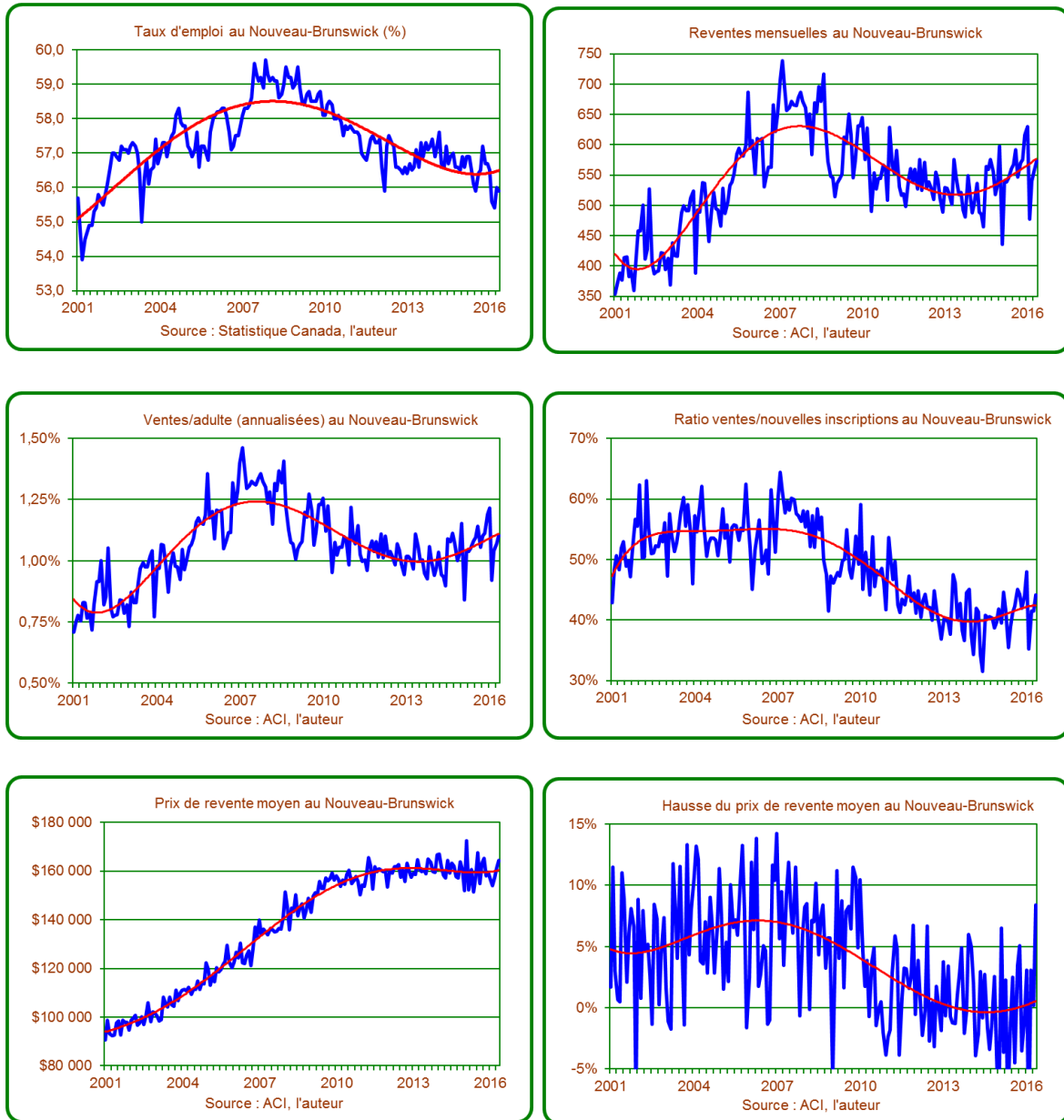
À l'Île-du-Prince-Édouard, les données très instables compliquent beaucoup la détermination des tendances pour l'un ou l'autre de nos indicateurs. Les conditions d'emploi ont semblé être favorables. La forte baisse récente du taux d'emploi ressemble à un « artéfact de données » (on pourrait bien constater un rebond dans les prochains mois). La tendance des ventes est exceptionnellement forte. L'activité récente compense en partie le ralentissement qui a suivi l'élimination de l'amortissement des prêts hypothécaires amortis sur 30 ans en juillet 2012. Il est impossible d'estimer un seuil de marché équilibré pour l'Î.-P.-É. Cela dit, la baisse des ventes après la récession de 2008-2009, puis après la mi-2012, a entraîné une modération de la croissance des prix (la tendance actuelle se situant dans les 3 à 4 %).



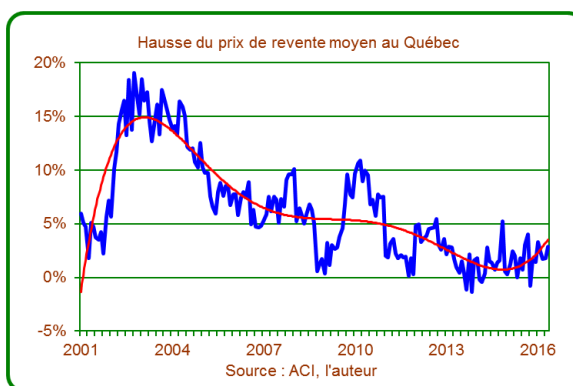
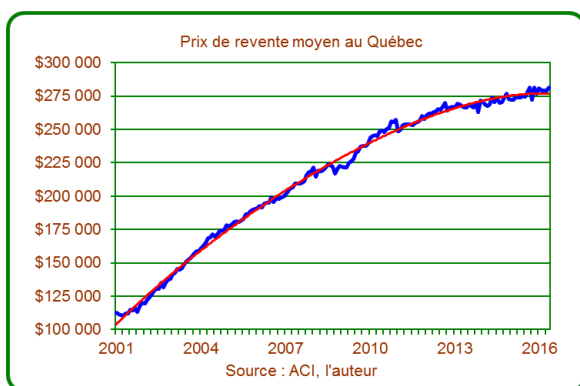
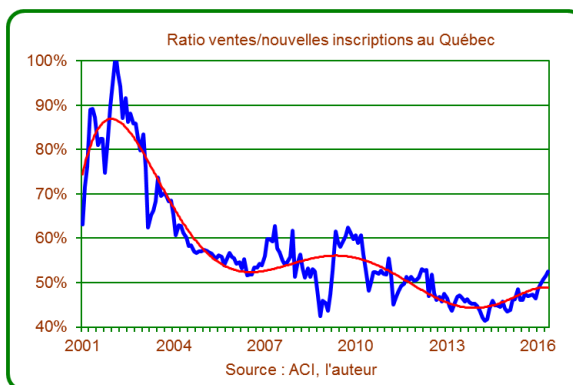
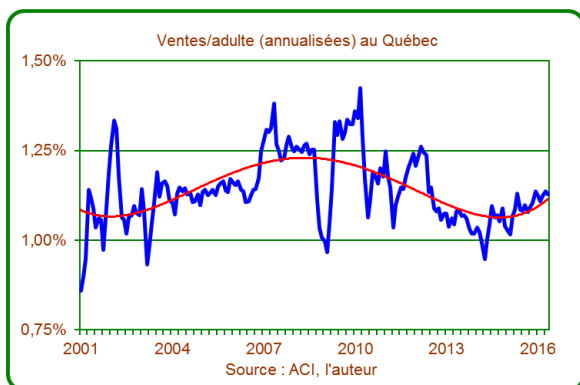
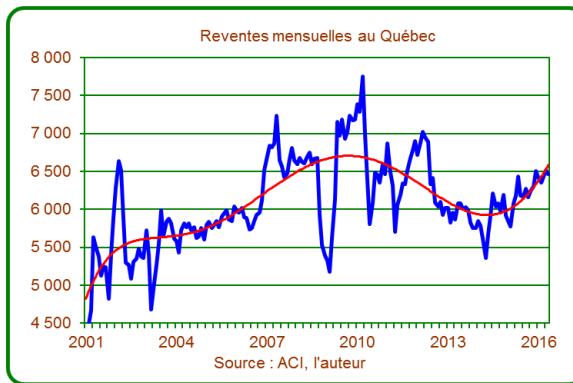
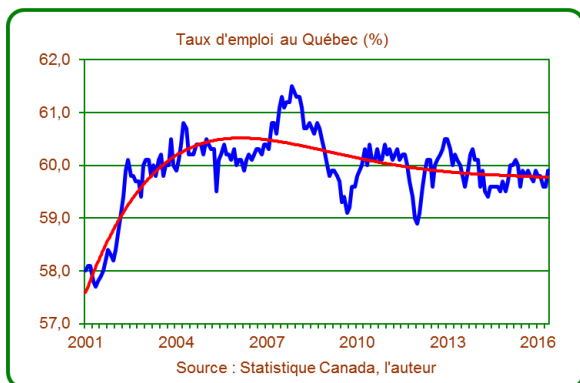
L'économie de la Nouvelle-Écosse a clairement ralenti à la suite d'importantes mises à pied. Le marché de l'habitation en subit les conséquences. Dans ce contexte, les récents taux d'intérêt hypothécaires exceptionnellement bas ont fourni uniquement un petit coup de pouce. La tendance du taux de vente se situe environ 15 % en dessous des niveaux antérieurs. Le rapport ventes-nouvelles inscriptions se situait récemment près du seuil de marché équilibré (estimé à 44 %). Corrélativement, la tendance des prix fait du sur-place. La récente légère amélioration des conditions du marché de la revente semble avoir donné lieu à une petite hausse des prix.



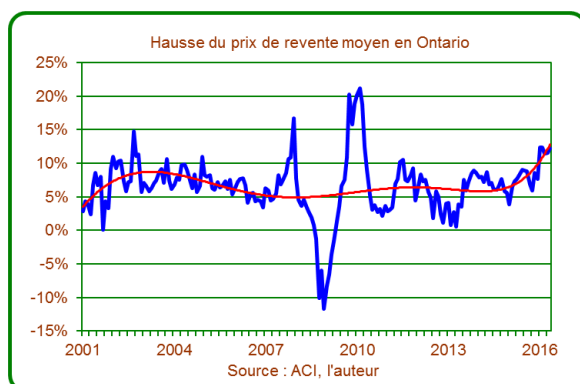
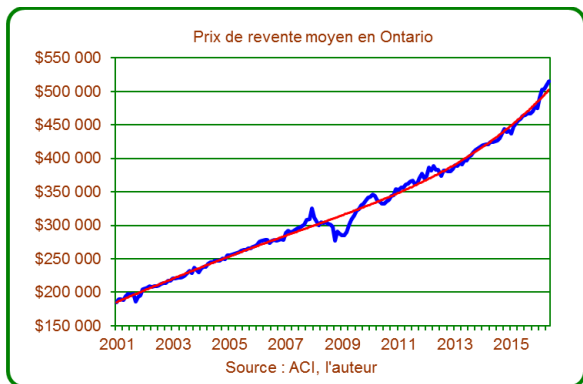
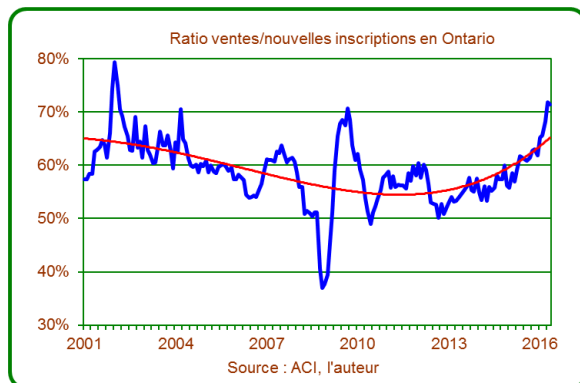
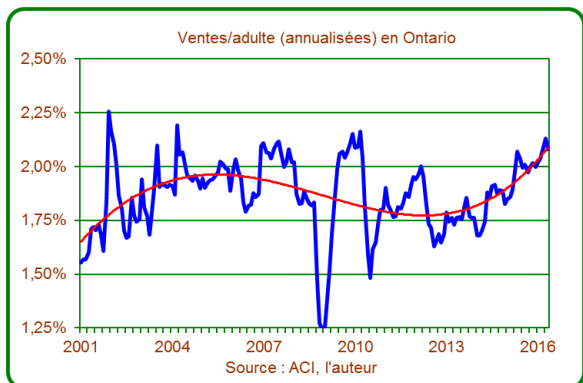
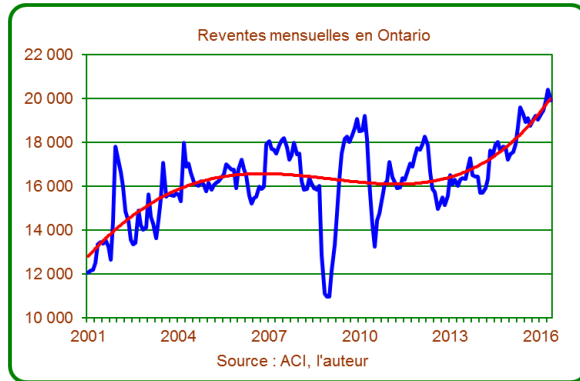
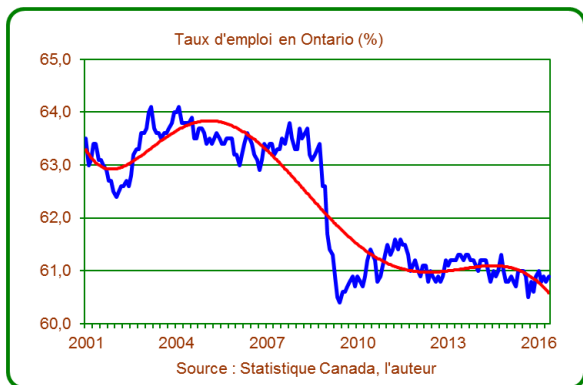
Au *Nouveau-Brunswick*, les données de l'emploi montrent un affaiblissement au cours des sept dernières années, bien que les fortes variations des données récentes laissent planer beaucoup d'incertitude sur le véritable état de la situation. Les données sur le marché de la revente traduisent les conséquences d'une faiblesse de l'emploi. Les taux d'intérêt très bas ces derniers temps ont fourni une impulsion modeste à l'activité ; le taux des ventes (par adulte) est d'environ 10 % inférieur au pic précédent. Le seuil de marché équilibré au Nouveau-Brunswick est estimé à un rapport ventes-nouvelles inscriptions de 43 %. Depuis le changement de politique en juillet 2012, le rapport réel est égal ou inférieur à ce seuil, ce qui entraîne un prix de revente moyen stable.



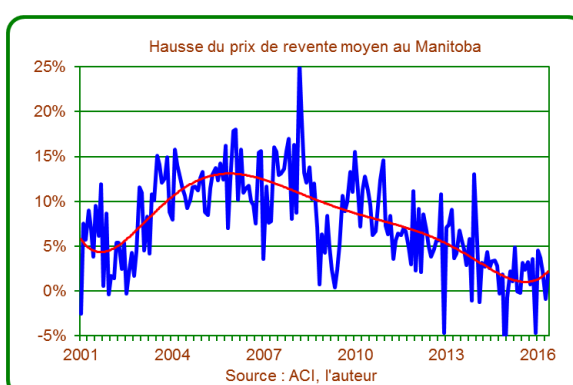
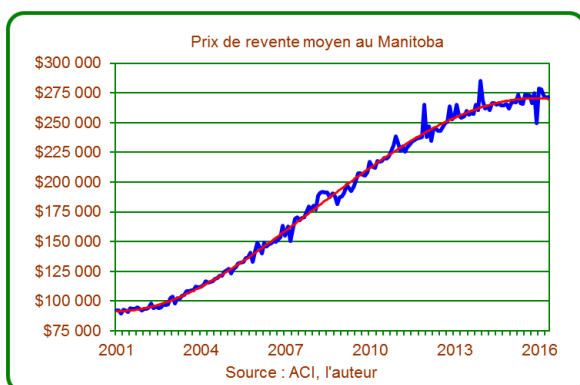
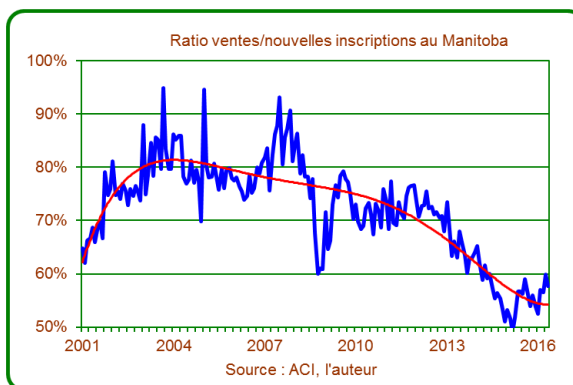
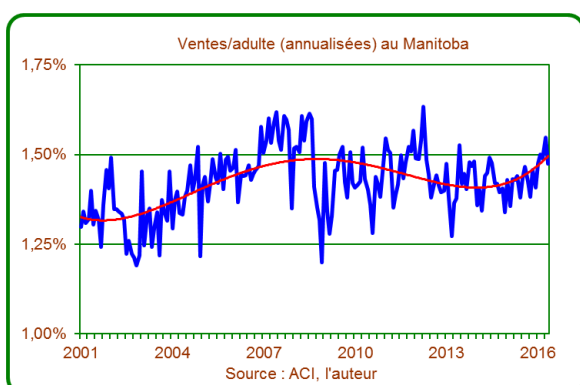
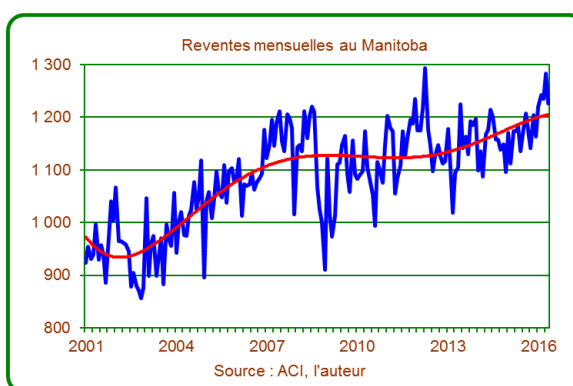
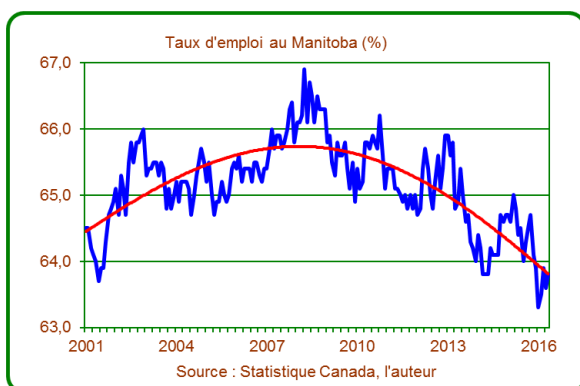
Au Québec, le taux d'emploi a connu une tendance légèrement à la baisse au cours de la dernière demi-décennie, à peu près au taux attendu en raison du vieillissement de la population (augmentation du nombre de départs à la retraite). L'activité de revente (en termes de ventes et, plus encore, en termes de taux de ventes par adulte) est nettement inférieure au niveau observé avant la récession et le changement de politique de 2012. Les taux hypothécaires très bas ont permis une certaine reprise. Malgré cela, la tendance du taux de vente est encore un dixième en dessous du pic antérieur. Le seuil de marché équilibré au Québec est estimé à un rapport ventes-nouvelles inscriptions de 39 %. Le taux réel a diminué, mais il reste au-dessus de ce seuil. Par conséquent, la croissance des prix se poursuit, mais lentement.



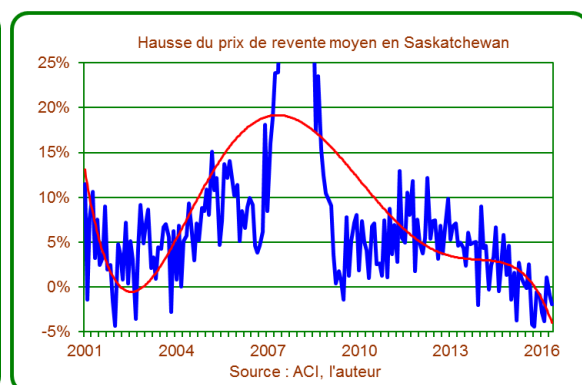
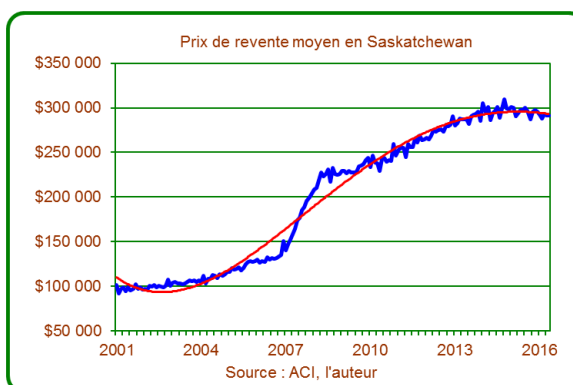
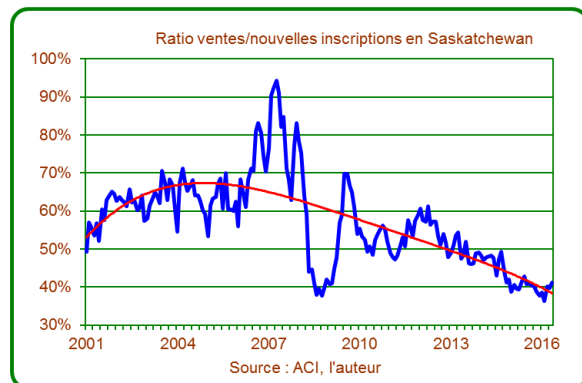
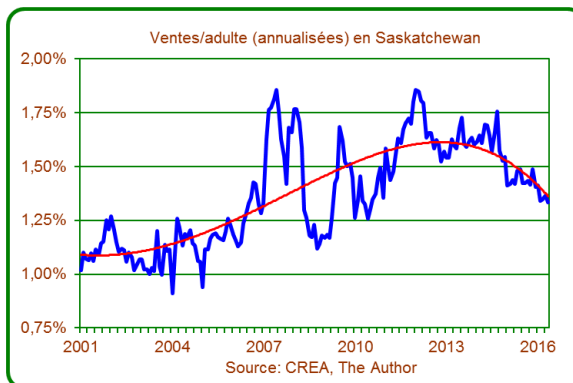
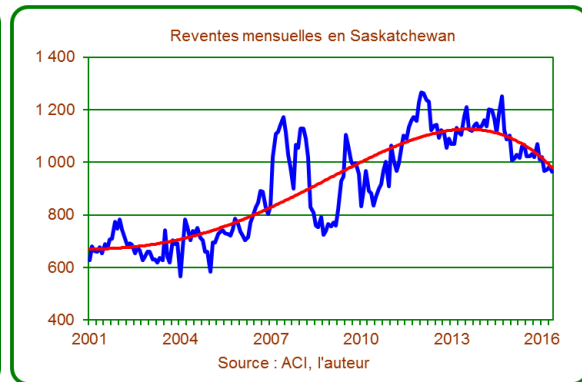
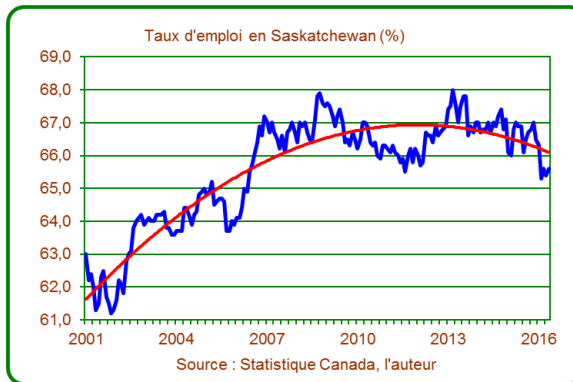
L'économie de l'*Ontario* a été durement touchée par la récession de 2008-2009. Une brève reprise a été interrompue ; depuis, le taux d'emploi connaît une tendance à la baisse. Dans le marché de la revente, la tendance des unités vendues est essentiellement stable depuis la fin de la récession, ce qui entraîne un glissement de la tendance dans les ventes par adulte. Au cours des deux dernières années, la faiblesse des taux d'intérêt a fortement poussé les ventes à la hausse. Le seuil de marché équilibré est estimé à un rapport ventes-nouvelles inscriptions de 50 %. Le rapport réel demeurant constamment au-dessus de ce seuil, le prix de vente moyen croît rapidement. Pour la dernière année, ce rapport dépasse les 60 %, ce qui a accéléré la croissance des prix. On peut attribuer ce déséquilibre principalement à une pénurie, depuis dix ans, de nouvelles constructions dans la région de Toronto.



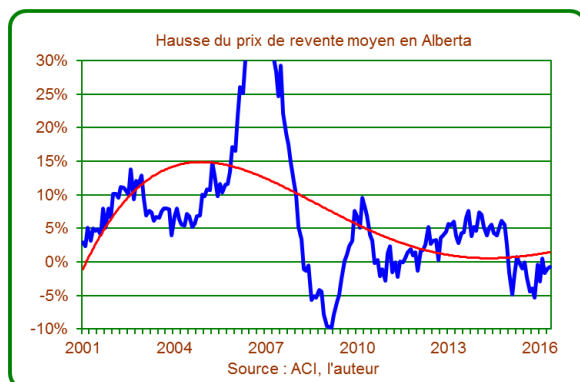
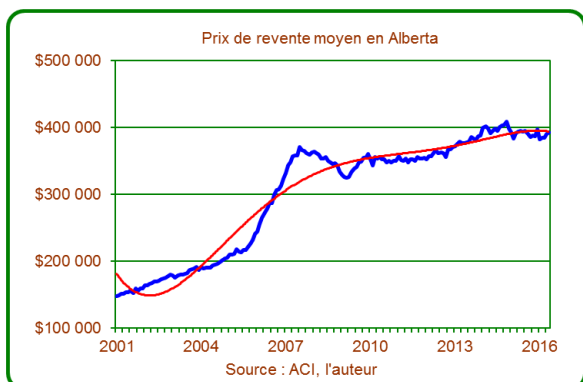
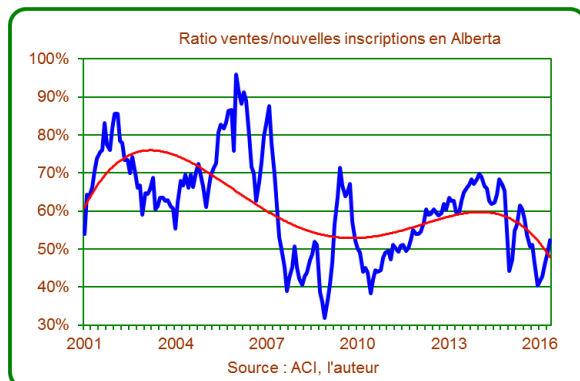
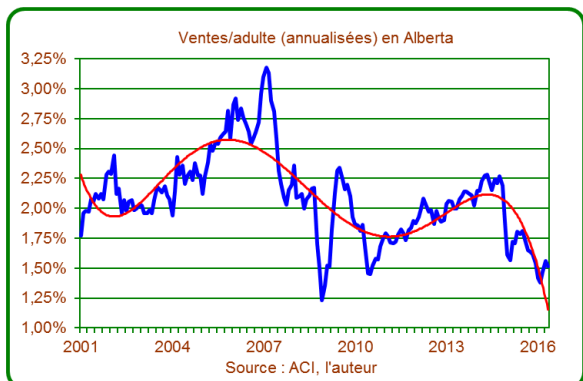
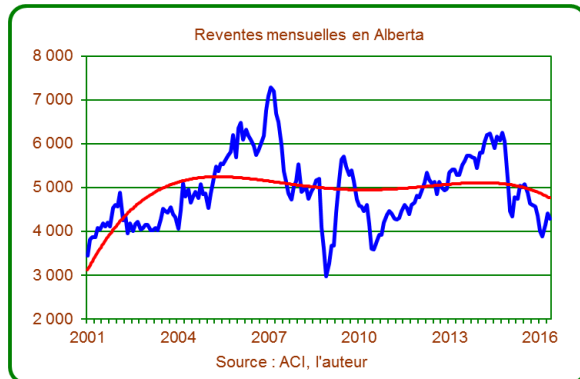
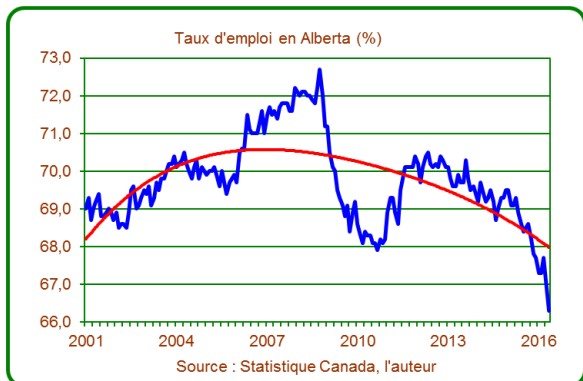
Au *Manitoba*, les conditions d'emploi ont atteint un sommet au début de 2008 ; depuis, elles s'affaiblissent progressivement. La forte volatilité des données rend leur interprétation difficile, mais il semble que cet affaiblissement ait été graduel, avant d'amorcer une chute plus marquée au début de 2013. Cet environnement économique plus faible a entraîné un affaiblissement de la revente (sur une base par adulte). Néanmoins, les bas taux d'intérêt bas ont récemment stimulé la revente. Le seuil de marché équilibré est estimé à un rapport ventes-nouvelles inscriptions de 58 %. Auparavant, un rapport réel très élevé avait entraîné une croissance très rapide des prix. Ce rapport est maintenant inférieur au seuil et la croissance des prix est minime.



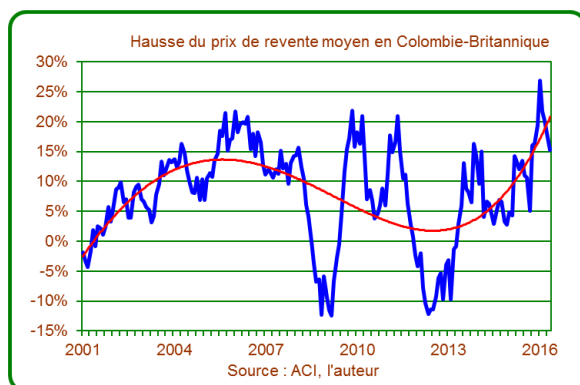
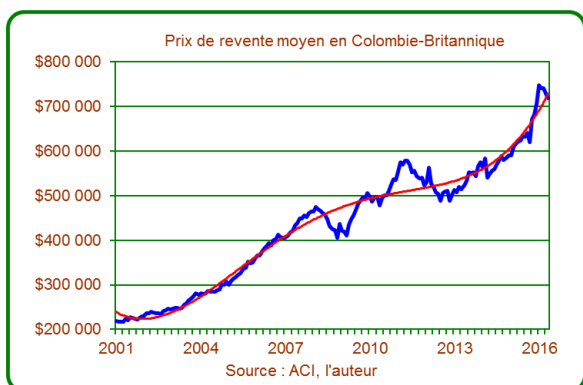
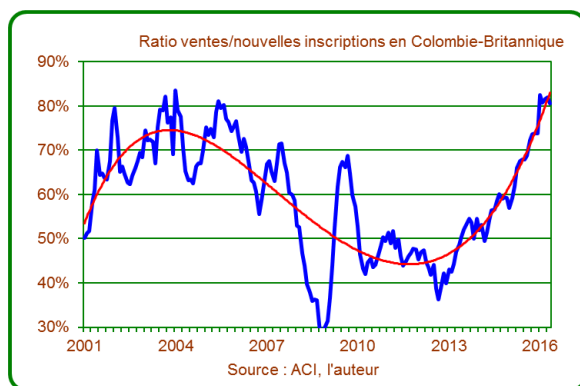
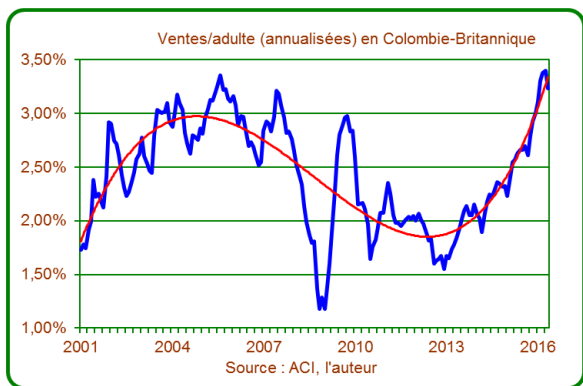
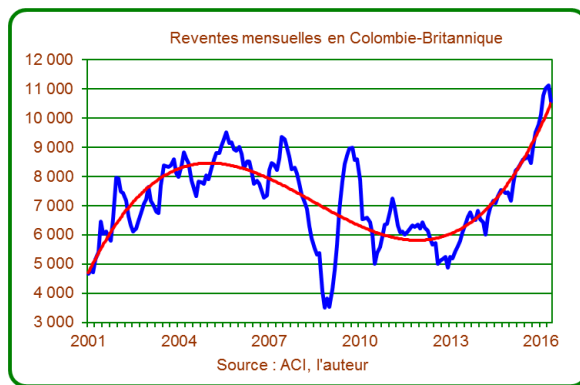
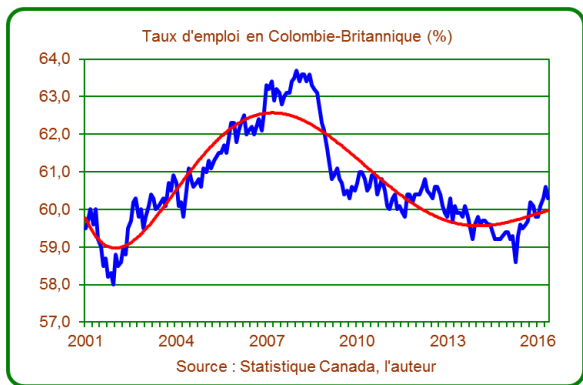
La volatilité des données sur l'emploi en Saskatchewan nous empêche de tracer une tendance ferme : la chute observée ces six derniers mois pourrait n'être qu'un « artéfact statistique », auquel cas le taux d'emploi « réel » serait presque stable. Pourtant, les données du marché de l'habitation suggèrent fortement la présence d'une faiblesse économique. Pour le taux de vente (par adulte), la tendance est en baisse d'environ 15 % par rapport à quelques années plus tôt. La volatilité des données concernant le rapport ventes-nouvelles inscriptions et la croissance des prix nous empêchent de calculer le seuil de marché équilibré. Cela dit, le marché est clairement surapprovisionné, le prix moyen des maisons étant stable ou en recul.



L'économie de l'Alberta faiblissait en 2013, mouvement accentué par la chute subséquente du prix du pétrole. (Par contre, la chute plus marquée en avril-mai ressemble à un « artéfact de données ».) En outre, la croissance de la population a fortement ralenti (d'environ un tiers, peut-être plus). La demande d'habitations a fortement diminué. Le nombre d'unités vendues se maintient en milieu de gamme, mais la province connaît une forte croissance de sa population, ce qui fait chuter fortement le taux de ventes par adulte. Le seuil de marché équilibré est estimé à un rapport ventes-nouvelles inscriptions de 56 %. Au cours des neuf derniers mois, le rapport réel tournait autour de 46,5 %, ce qui semble entraîner une légère réduction du prix (un taux annualisé d'environ 1 % par an, ce que prédirait l'analyse statistique).



Pour la *Colombie-Britannique*, les données sur l'emploi montrent une légère reprise au cours des derniers mois. En outre, le taux de croissance de la population a augmenté dans la dernière année (d'environ un quart, voire plus). Les indicateurs du marché de la revente montrent une surchauffe. Cela peut s'expliquer en partie par un rattrapage subséquent à une période faible de 2010 à 2013. Le seuil de marché équilibré est estimé à un rapport ventes-nouvelles inscriptions de 47 %. De 2010 à 2013, le rapport avoisinait ce seuil, entraînant un ralentissement de la croissance des prix. Plus récemment, le rapport stratosphérique est associé à une croissance des prix stratosphérique. La croissance rapide et prolongée du prix provincial moyen a entraîné une pénurie de mises en chantier de maisons dans la région de Vancouver. Ce sous-approvisionnement est aggravé par l'augmentation des achats par des intérêts étrangers.



4.0 Les investisseurs étrangers achètent-ils plus d'habitations canadiennes ?

Il est largement admis que les investisseurs étrangers sont très actifs sur le marché de l'habitation de Vancouver, dans la mesure où les prix augmentent encore plus rapidement qu'attendu (compte tenu de la pénurie prolongée). Plus récemment, les observateurs commencent à se demander si le marché torontois ne connaîtrait pas la même situation.

Puisque nous ne disposons pas de données qui mesurent l'ampleur des achats étrangers au Canada, nous ne savons pas à quel point cette activité vient fausser les volumes ou contribuer à la hausse des prix.

À plusieurs reprises, la SCHL a tenté d'estimer l'ampleur des achats de l'étranger dans des segments de marchés canadiens. Plus récemment, le gouvernement a demandé à Statistique Canada de faire un essai.

Il se peut qu'on soit dans l'impossibilité d'estimer l'importance des achats étrangers assez rapidement pour permettre aux gouvernements de réagir.

Pourtant, il existe des preuves anecdotiques suffisantes : nous devrions accepter que l'achat étranger est très important à Vancouver, ce qui déforme gravement le marché de l'habitation dans cette ville.

À Toronto, nous n'avons pas le même nombre de preuves anecdotiques, mais la grande force du marché et l'accélération de la croissance des prix observés récemment laissent croire qu'un ensemble similaire d'effets serait en développement.

Dans ce chapitre, nous utilisons les données provenant de onze grands marchés canadiens (couverts par l'Indice de prix de maison Teranet de la Banque Nationale). Notre objectif consiste à tenter de réunir des preuves susceptibles d'être attribuées à l'effet de l'activité des acheteurs étrangers sur le marché.

Les onze graphiques comparent les taux de croissance de deux ensembles de données sur le prix des maisons : les prix moyens déclarés par l'ACI et l'Indice des prix des maisons Teranet de la Banque Nationale.

Les chiffres de l'ACI peuvent être influencés par la « composition » du marché, ce qui n'est pas le cas des données Teranet. De par sa conception, Teranet cherche à estimer les changements dans le « prix pur ». Donc, là où on constate de grands écarts entre ces deux ensembles de données, on est plus susceptible d'être en présence d'un changement dans la composition du marché. Lorsque les données de l'ACI montrent de plus fortes augmentations que Teranet, il est probable que l'activité a migré vers les hautes sphères du marché. À l'inverse, si les données de l'ACI indiquent une hausse inférieure à celle relevée par Teranet, il y a possibilité d'une composition qui migre vers des propriétés plus économiques.

Depuis un certain temps, les données de Vancouver montrent des ondes distinctes de distorsion (de longues périodes au cours desquelles l'un des deux ensembles de données affiche une plus forte augmentation que l'autre). Ces écarts sont fort

probablement dus à un changement de composition. À Toronto, en revanche, on constate presque constamment des écarts entre les deux ensembles, mais ces écarts ne sont pas aussi importants qu'à Vancouver. Toronto est en train de changer : nous relevons un gros écart, la plupart du temps, pour les 15 derniers mois, les données de l'ACI variant considérablement plus que celles de Teranet. Nous y voyons le signe d'un changement important de la composition du marché torontois, avec une hausse considérable de l'activité dans le segment luxueux.

Il faut aussi considérer que, à Vancouver comme à Toronto, le niveau des ventes est extrêmement élevé.

Dans ces deux villes, la demande locale est forte pour l'ensemble du spectre, en raison d'une bonne création d'emploi et de l'abordabilité (nous reviendrons sur ce dernier point au chapitre suivant). En plus de cette force généralisée, il existe des preuves d'activité élevée dans le marché de l'habitation de luxe. Nous proposons comme interprétation que l'activité additionnelle des acheteurs étrangers vient amplifier l'activité totale (et fausser le prix moyen) dans ces marchés à approvisionnement limité. Ceci vient accélérer le taux de croissance réel des prix. La rapidité de vente et la pression sur les prix dans les segments supérieurs de ces marchés forcent certains acheteurs intéressés par les segments supérieurs à se tourner vers des segments inférieurs, ce qui pousse ces pressions vers les segments plus bas du spectre de prix.

Notamment, d'autres données fournies par l'ACI (par l'entremise de son Indice du prix des maisons) montrent que, à Vancouver et à Toronto, le taux d'augmentation des prix est beaucoup plus élevé pour les maisons individuelles que pour les maisons en rangée et les copropriétés à bas prix. Nous ne constatons pas une situation similaire dans les autres centres urbains couverts par l'indice de l'ACI.

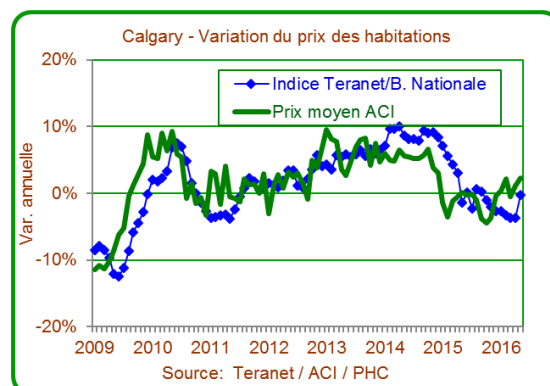
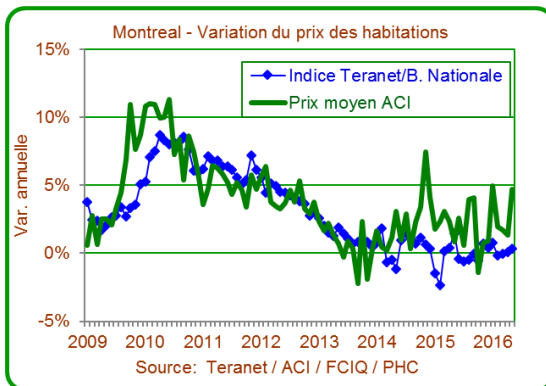
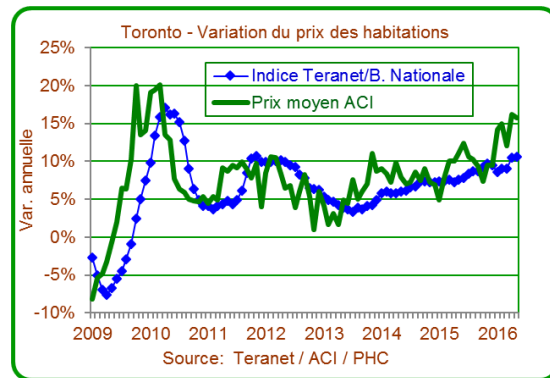
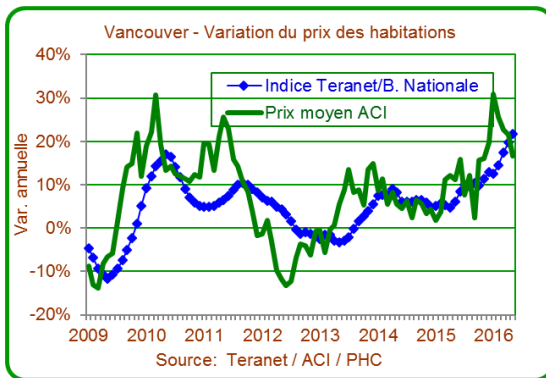
Les données de Vancouver et de Toronto correspondent parfaitement à ce à quoi on s'attendrait en ajoutant les achats étrangers à la demande locale : les riches investisseurs étrangers ciblent les sites prestigieux à prix élevé. Les données ne prouvent pas de façon concluante que des achats étrangers alimentent l'activité de ces marchés, mais elles sont cohérentes avec cette hypothèse.

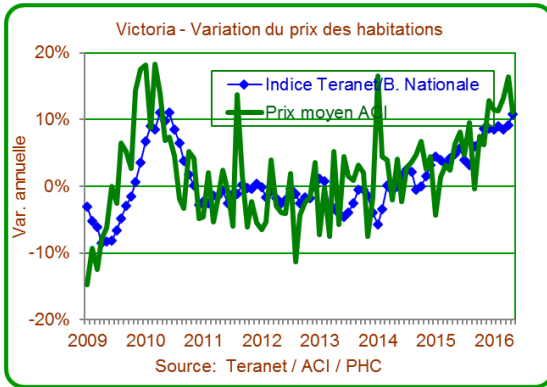
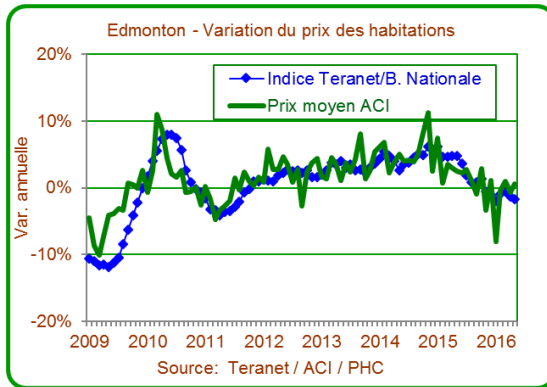
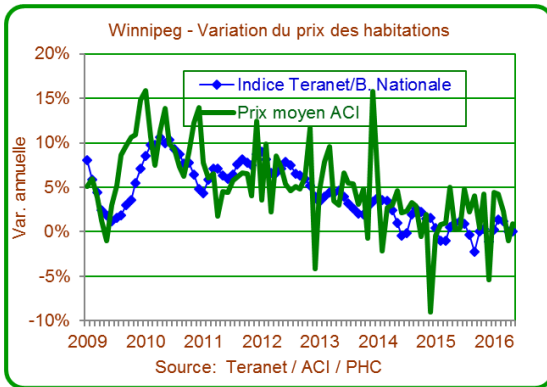
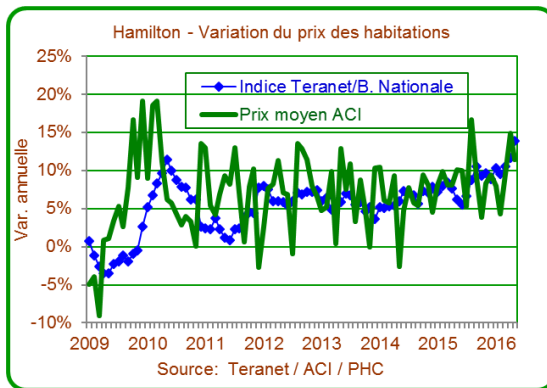
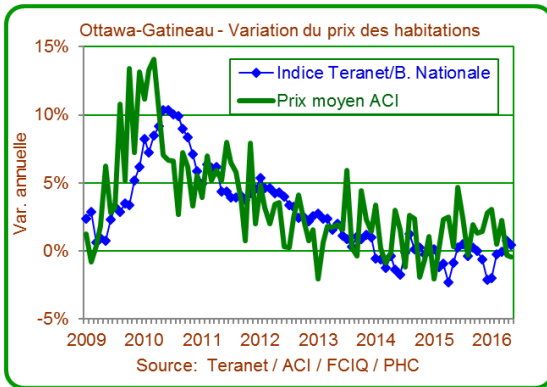
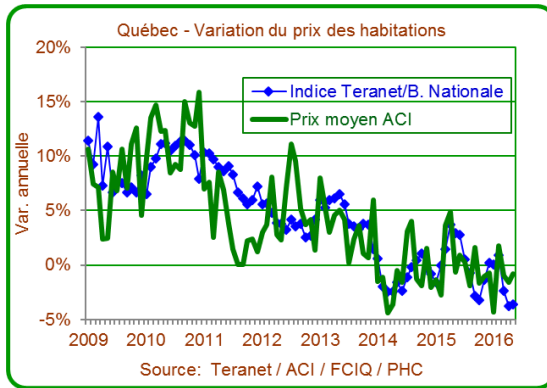
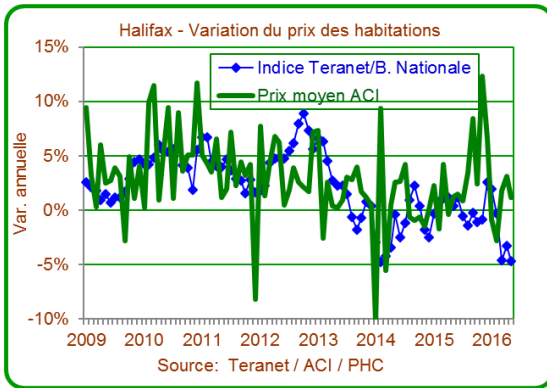
Voici ce que nous pouvons dire à propos des neuf autres marchés (sur onze) couverts par Teranet :

- À Montréal, dans les 18 derniers mois, on constate des hausses supérieures dans les données de l'ACI que dans celles de Teranet, mais la différence n'est pas très grande. En outre, l'activité y est beaucoup moins frénétique qu'à Vancouver et à Toronto, et la hausse des prix y semble sous contrôle. En conséquence, si les investisseurs étrangers jouent un rôle à Montréal, ce rôle est mineur. Il est plus probable que le changement dans la composition soit dû à une capacité accrue des acheteurs locaux à acheter des propriétés plus luxueuses, grâce à la faiblesse combinée des taux d'intérêt et des prix (résultat d'une croissance des prix modérée depuis trois ans).
- À Calgary, on a connu une période d'un an (début 2014 à début 2015) pendant laquelle le prix moyen de l'ACI augmentait moins que l'indice de Teranet, signe d'un déplacement des ventes vers des propriétés plus modiques. Cela n'a probablement rien à voir avec l'investissement étranger. Nous soupçonnons plutôt un afflux de primoaccédants.

- Dans sept centres urbains (Halifax, Québec, Ottawa-Gatineau, Hamilton, Winnipeg, Edmonton et Victoria), les données de l'ACI sur l'évolution du prix moyen sont très volatiles. Conséquemment, nous constatons souvent d'importants écarts entre les deux estimations, mais ceux-ci sont aléatoires et désordonnés. Pour ces sept centres urbains, les variations de prix illustrées par les données de l'ACI sont cohérentes, dans l'ensemble, avec les données de Teranet. Il n'y a aucune preuve détectable de distorsion des prix de l'ACI par des changements soutenus dans la composition du marché. Ces données suggèrent que l'investissement étranger n'a pas d'effet significatif dans ces régions.

Soulignons encore, à propos des graphiques pour Vancouver et Toronto, que, dans les données de Vancouver, l'écart s'est comblé dans les derniers mois, même que, en mai, le taux de croissance de l'ACI était inférieur à celui de Teranet. Bien qu'il soit trop tôt pour conclure à une inversion de tendance, on peut dire qu'en ce moment, l'activité ne se déplace pas vers des propriétés plus luxueuses. Il pourrait s'agir d'une stabilisation des investissements étrangers (possiblement à une forte part de l'ensemble du marché). D'autre part, à Toronto, l'écart semble s'accroître, ce qui laisse croire à un déplacement accentué vers les hautes sphères du marché ; il semblerait que les acheteurs étrangers sont plus actifs en ce moment.





En ce qui concerne les acheteurs étrangers, ça ne sert à rien d'attendre de meilleures preuves de leur rôle (on ne risque pas d'en trouver de sitôt). Selon les données anecdotiques, conjuguées aux conséquences que nous pouvons tirer des données, nous pouvons affirmer avec confiance que l'investissement étranger est un important facteur d'accroissement qui entraîne une surchauffe certaine à Vancouver (et depuis longtemps) et possible à Toronto.

À ce stade, plutôt que d'attendre des preuves concluantes sur les investissements étrangers, nous devrions commencer à débattre de la nécessité et de la nature d'une réponse politique à ce phénomène. Nous n'avancerons pas d'opinion à ce sujet dans le cadre du présent rapport. Cela dit, certains ont suggéré que cette situation a des répercussions sur la perception de l'impôt au Canada, ce sur quoi il faudrait se pencher.

Qui plus est, bien qu'il soit peut-être impossible d'estimer l'investissement étranger avec fiabilité à partir des données existantes, on pourrait modifier les politiques de manière à créer les données nécessaires, par le biais de procédures administratives (comme les données sur l'impôt ou les déclarations que doivent faire les acheteurs au moment de la transaction).

Autrement dit, en apportant des modifications raisonnables à la réglementation, on pourrait, en plus de combler les lacunes politiques immédiates, générer des données qui serviront plus tard à réexaminer et à peaufiner la réglementation.

Pendant le débat sur les objectifs, le fédéral pourrait recueillir rapidement des informations utiles sur les pratiques recommandées à l'échelle internationale. Les pratiques les plus prometteuses pourraient être mises en œuvre au Canada dans des délais restreints. Évidemment, ces politiques seront appelées à évoluer avec le temps, à mesure qu'augmentera la qualité des données.

5.0 Y a-t-il une « bulle immobilière » au Canada ?

Depuis l'automne 2008 (la pire période de l'implosion des bulles immobilières aux États-Unis), on a assisté à des vagues d'inquiétude au Canada à propos de la possibilité d'événements similaires chez nous. Nous vivons actuellement une autre vague de telles inquiétudes :

- un rapport de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) appelant à de nouveaux changements macro-prudentiels pour ralentir l'accession à la propriété et la croissance du crédit hypothécaire ;¹
- la Banque du Canada a également pesé dans la balance dans le cadre de sa Revue semestrielle du système financier.² Cet examen pointe les cas de Vancouver et de Toronto, où on constate une croissance des prêts hypothécaires à fort multiple du revenu des emprunteurs. C'est ce que la Banque qualifie de « vulnérabilité 1 ». « Les déséquilibres dans le marché de l'habitation au Canada » (notamment la croissance rapide des prix à Vancouver et à Toronto et « la possibilité que les prix soient également soutenus par des attentes autoréalisatrices par rapport aux prix ») constituent la « vulnérabilité 2 » ;
- des commentateurs qui ne se gênent pas pour utiliser le mot « bulle » dans les médias. Ces gens se donnent rarement la peine d'expliquer ce qu'est, exactement, une bulle. La plupart de leurs commentaires établissent une équivalence entre bulle et croissance rapide des prix.³

L'économiste américain Joseph Stiglitz a proposé une excellente définition de la bulle⁴ :

- Si le prix est élevé aujourd'hui uniquement parce que les investisseurs croient que le prix de vente sera élevé demain, sans que les facteurs « fondamentaux » semblent justifier ce prix, on est en présence d'une bulle.

Si on lit attentivement cette définition, force est de constater qu'une hausse rapide du prix des maisons ne démontre pas l'existence d'une bulle. Il y a deux autres critères à satisfaire :

- Premièrement, la croissance des prix doit être alimentée par l'attente d'une croissance future des prix.
- Deuxièmement, les prix doivent s'écarter des facteurs « fondamentaux ».

La Banque du Canada parle de la première condition lorsqu'elle s'inquiète de la présence « d'attentes autoréalisatrices à l'égard des prix ». Il se peut que cette première

¹ Publié le 13 juin :: www.oecd.org/eco/surveys/Canada-overview-OECD-economic-survey-2016.pdf.

² Publié le 9 juin : www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/06/fsr-june2016.pdf.

³ En mars 2014, nous avons publié un document de recherche non subventionné intitulé « Comment disséquer une bulle immobilière ». Ce dossier calculait les « taux d'actualisation » des habitations occupées par leur propriétaire, pour arriver à la conclusion qu'il restait encore beaucoup de place pour une croissance du prix des maisons. En ce sens, on pourrait considérer l'habitation au Canada comme étant sous-évaluée, contrairement au consensus voulant qu'elle soit grandement surévaluée (avec tout ce que cela implique de néfaste). Ce consensus tient compte d'estimations extrêmes de l'OCDE qui s'appuient sur des données inadéquates qui auraient dû être exclues. Plus de deux ans plus tard, ce document de recherche vieillit de mieux en mieux.

⁴ « Symposium on Bubbles », *Journal of Economic Perspectives*, volume 4, numéro 2, printemps 1990, pages 13-18.

condition soit en cours de développement à Toronto et à Vancouver, mais on en serait encore au tout début de ce processus.

Avant de pouvoir parler de bulle, il faut aussi s'assurer du respect de la seconde condition. C'est ce que nous allons vérifier dans l'analyse qui suit. Nous en venons à la conclusion que la croissance du prix des maisons au Canada, même à Vancouver et à Toronto, demeure conforme aux facteurs économiques fondamentaux que sont les taux d'intérêt et l'abordabilité (conjugués à un autre facteur économique fondamental : une création d'emplois modérée). Il est donc trop tôt pour parler d'une bulle immobilière pour l'ensemble du Canada ou pour une ville en particulier.

Cela dit, si on constate vraiment des « attentes autoréalisatrices à l'égard du prix » à certains endroits, il se pourrait que des bulles localisées se développent, à condition que les prix viennent à s'écarter des facteurs économiques fondamentaux. Par ailleurs, on pourrait se retrouver dans une situation où les taux d'intérêt se mettraient à grimper tellement que les prix ne concorderaient plus avec ce facteur économique fondamental. Autre cas d'espèce, si une grave récession économique s'abattait sur le pays, entraînant des pertes d'emploi massives, ce changement fondamental ferait chuter la demande d'habitations, ce qui modifierait le niveau de prix attendu en fonction des facteurs fondamentaux.

Voici quelques réflexions supplémentaires à propos de la première condition :

- Avons-nous la preuve de l'existence d'une mentalité spéculative qui fait gonfler artificiellement la demande d'habitations et qui, par conséquent, gonfle artificiellement les prix ?
- En soi, une croissance rapide des prix ne constitue pas la preuve de l'existence d'une mentalité spéculative. Cette croissance pourrait très bien trouver son explication dans les facteurs économiques ou d'autres conditions localisées. La croissance des prix peut être due à ces conditions plutôt qu'à la spéculation.
- Le « motif d'investissement » (la décision d'acheter étant motivée par l'espoir que le prix augmente dans le futur) exerce toujours une pression sur le marché de l'habitation. Les Canadiens savent que le prix des maisons augmente. Dans une certaine mesure, ils perçoivent leur maison comme un investissement, en plus d'un lieu de vie. Dans les éditions antérieures de ce rapport semestriel, nous avons découvert que les propriétaires d'habitations perçoivent leur demeure, en moyenne, comme un lieu de vie à 70 % et un investissement à 30 %. Ce point de vue est raisonnablement uniforme dans tout le pays. C'est un point de vue qui nous paraît raisonnable et qui peut avoir un effet léger sur les prix.
- La question de savoir si le motif d'investissement devient excessif au point de se transformer en mentalité spéculative n'est pas facile à trancher directement. Un grand nombre de facteurs peuvent influencer le marché de l'habitation et le taux de croissance des prix. Il est probablement impossible de démêler ces éléments suffisamment pour tirer une conclusion sur l'influence d'un facteur pris isolément.
- Nous avons bâti un système prévisionnel complexe pour les marchés de l'habitation. Ce système tient compte des divers facteurs qui influencent la demande d'habitations. Parmi ces facteurs se trouve l'importance de la relation entre revente et croissance des prix (pour essayer de quantifier le motif d'investissement). Les impacts estimés sont généralement faibles au Canada (pourcentages à un chiffre), sauf en Colombie-Britannique, où l'impact est élevé.

Dans cette province, une hausse de 5 % des prix pourrait provoquer une hausse d'environ 10 % dans la revente.

- Selon les données historiques utilisées dans le système prévisionnel, la première condition n'est pas satisfaite au Canada. Néanmoins, cela pourrait être un facteur en ce moment ou dans le futur.

Intéressons-nous maintenant aux facteurs économiques fondamentaux que sont le taux d'intérêt et l'abordabilité.

La présente analyse utilise les données de l'Indice des prix de maison Teranet de la Banque Nationale. Pour chacun des onze marchés couverts par les données de Teranet, l'analyse combine les indices des prix aux taux hypothécaires et aux salaires moyens⁵. Nous obtenons un indice d'abordabilité. L'indice de chacun des onze marchés ne nous dit pas si le logement est abordable en termes absolus ; il s'intéresse à l'évolution de l'abordabilité au fil du temps.

Les calculs utilisent les taux d'intérêt réels du marché à la place des taux affichés publiés par la Banque du Canada. Le taux actuel utilisé dans la présente analyse est de 2,5 % pour un prêt hypothécaire de cinq ans à taux fixe, et non le taux de 4,64 % de la Banque du Canada. Cette décision d'utiliser les taux réels du marché a de fortes répercussions sur les résultats de l'analyse.

Pour chacun des onze marchés, nous présentons deux graphiques. Le premier se penche sur l'évolution de l'abordabilité du versement hypothécaire total⁶ (paiement des intérêts et remboursement du principal). Le deuxième s'intéresse uniquement à la partie intérêts du versement.

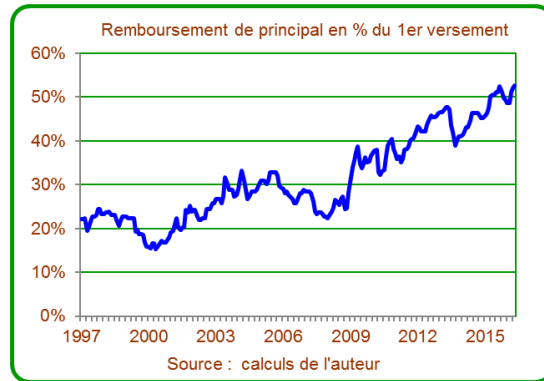
- La plupart des emprunteurs hypothécaires sont conscients du fait qu'ils sont en train de rembourser leur prêt hypothécaire. L'enquête menée par Professionnels du Canada au printemps 2016 posait la question suivante aux acheteurs potentiels : « Le versement hypothécaire se compose du paiement des intérêts et du remboursement du principal. En remboursant son principal, on finit par accroître son avoir propre. Aviez-vous déjà réfléchi à cela ? » Parmi les répondants qui envisagent d'acheter d'ici un an, 75 % ont répondu par l'affirmative.
- Puis, ils devaient répondre à la question suivante : « À quel point comprenez-vous bien ce concept ? » Parmi les répondants qui ont l'intention d'acheter d'ici un an, 53 % ont dit comprendre ce concept « parfaitement » ou « bien », 36 % ont dit le comprendre « en partie » et seulement 10 % ont admis le comprendre « mal » ou « pas du tout ».

Même si la deuxième composante du versement hypothécaire (le remboursement du principal) coûte cher à l'emprunteur, il s'agit en fait d'une forme d'épargne, puisque celui-ci accumule de l'avoir propre. Nous pouvons parler d'épargne forcée.

⁵ Pour chaque province, nous utilisons les données sur les employés à plein temps provenant de l'Enquête sur la population active de Statistique Canada.

⁶L'indice se fonde sur le versement du premier mois, en fonction des données de chaque mois (taux d'intérêt, valeur de l'indice du prix des maisons et salaire moyen). Nous supposons toujours une période d'amortissement de 25 ans.

Au taux hypothécaire typique d'aujourd'hui (2,5 %) et en supposant une période d'amortissement de 25 ans, on obtient un premier versement constitué pour plus de la moitié (53 %) d'un remboursement du principal ou d'épargne forcée. Les intérêts représentent moins de la moitié du versement (47 %). Le graphique de droite illustre que la part d'épargne forcée a augmenté à mesure que les taux d'intérêt ont baissé.



Pour l'emprunteur hypothécaire, le « coût effectif » ou « coût net » du prêt hypothécaire se limite à sa composante d'intérêt (puisque le coût du remboursement du capital est compensé par la réduction de la dette). Certaines personnes considèrent ce point (la différence entre le coût mensuel et le coût effectif ou net) explicitement lorsqu'elles décident d'acheter une maison ou de contracter un prêt hypothécaire. Il est donc pertinent d'envisager l'abordabilité de l'habitation sur une base nette qui se limite à la composante intérêt. Pour chaque région, le deuxième graphique donne l'indice du coût net.

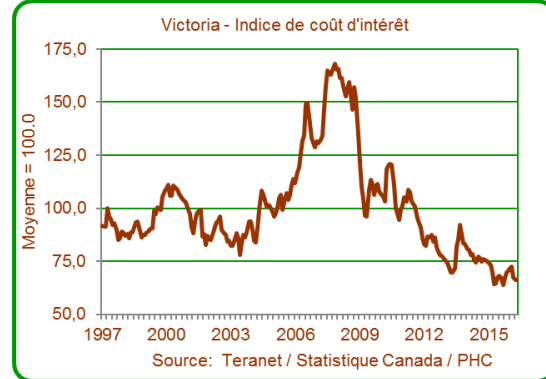
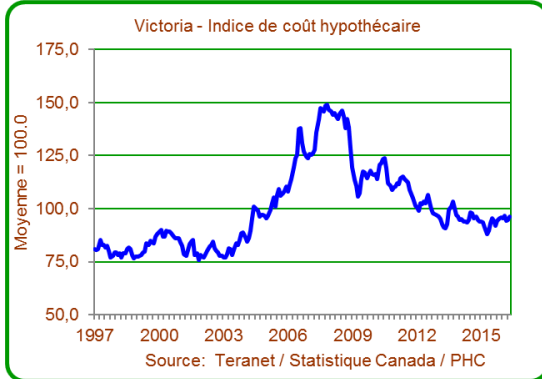
En théorie, les consommateurs devraient baser leurs décisions hypothécaires sur le coût d'emprunt effectif; le remboursement du principal ne devrait pas avoir d'importance, puisqu'il est compensé à 100 % par un avantage. En réalité, cependant, les emprunteurs doivent pouvoir se permettre de payer les deux composantes du versement. En conséquence, leurs décisions se fondent à la fois sur le versement total et la composante intéresse du versement.⁷

Dans la plupart de ces graphiques, on peut voir clairement que l'abordabilité est relativement bonne en ce moment en ce qui a trait au versement total (les graphiques à gauche) et exceptionnelle selon le coût net (les graphiques à droite). On peut aussi y observer une période antérieure où les indices de coût étaient nettement au-dessus de la normale : de 2006 à 2008, le prix des habitations augmentait alors que les taux hypothécaires étaient en hausse. Cela a entraîné une déconnexion entre prix et taux d'intérêt. Avant cette crête, le taux typique oscillait entre 4,5 % et 5,0 %. À la fin de 2007, le taux réel du marché était typiquement de 6,0 %. Si ces graphiques dessinent une période problématique, c'est bien celle de 2006-2008, et non la période actuelle. Ces résultats sont à prendre avec une certaine réserve. Si nous devons vivre une hausse significative des taux d'intérêt (disons à 3,5 % ou plus, alors qu'ils sont actuellement de 2,5 % ou moins) qui perdurerait pendant plus de quelques mois, les indices du coût hypothécaire dépasseraient alors le niveau normal et l'activité du marché de l'habitation s'en ressentirait fortement. Si cette situation se produit, il se pourrait que les prix actuels deviennent intenable dans certains marchés. Les opinions varient quant à la possibilité d'une telle hausse du coût d'emprunt.

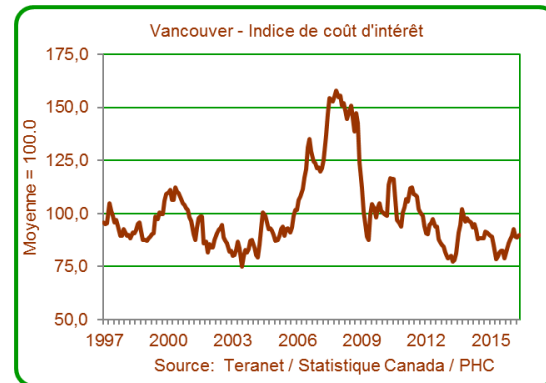
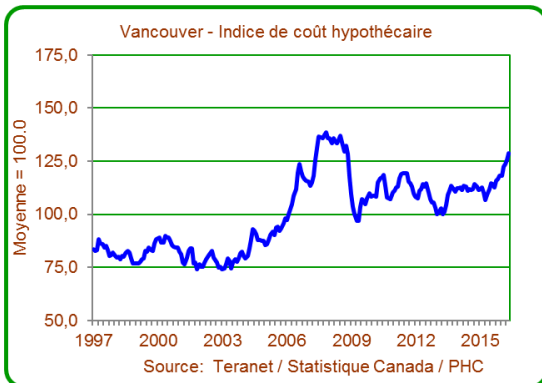
À Victoria, le coût hypothécaire actuel est légèrement (3,9 %) en dessous du niveau moyen. Le coût net est actuellement 34 % en dessous de sa moyenne. En termes nets,

⁷ Nous avons personnellement acheté une maison ce printemps (à Toronto, un marché « chaud ») et nous avons suivi le même processus de réflexion (quoiqu'un peu plus complexe que pour la plupart des acheteurs, nos calculs ayant inclus le « coût de renonciation » de la mise de fonds et d'autres éléments).

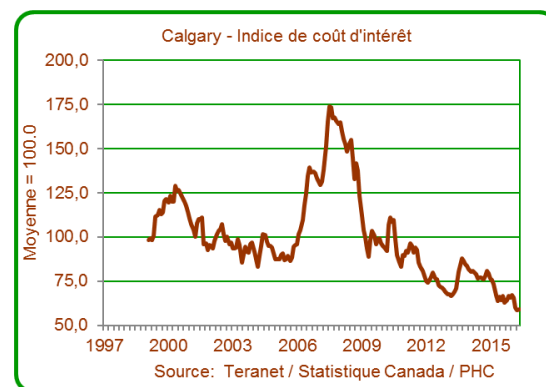
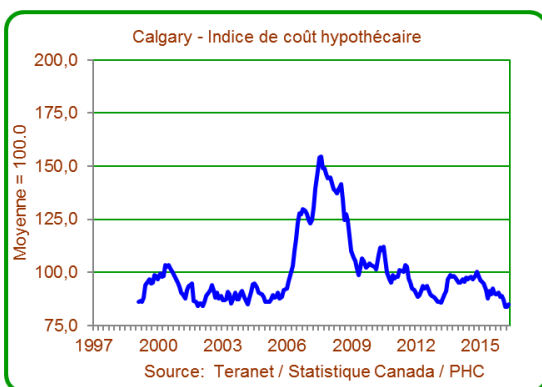
l'abordabilité à Victoria est à son meilleur niveau de toute la période couverte par cet ensemble de données.



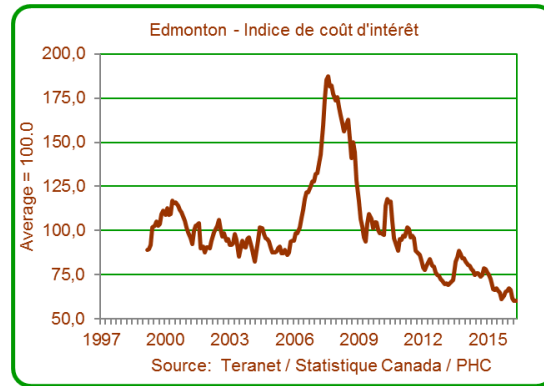
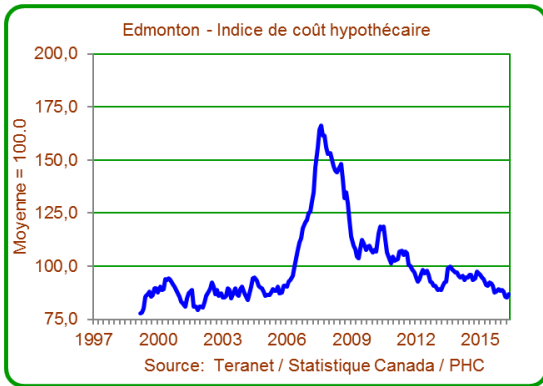
À Vancouver, le coût hypothécaire actuel est nettement au-dessus du niveau moyen (de 29 %). Par contre, le coût net est 10 % en dessous de sa moyenne. Dans la mesure où les emprunteurs considèrent le coût net, l'abordabilité à Vancouver est actuellement supérieure à la moyenne et près des meilleurs niveaux observés précédemment.



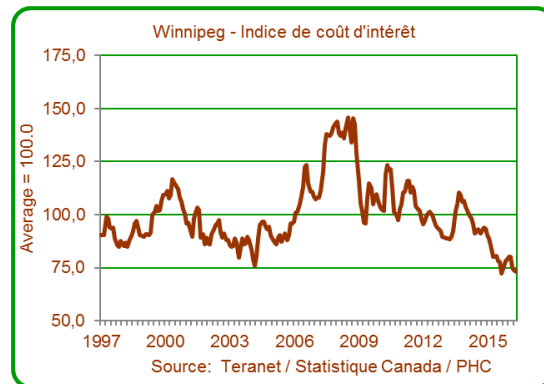
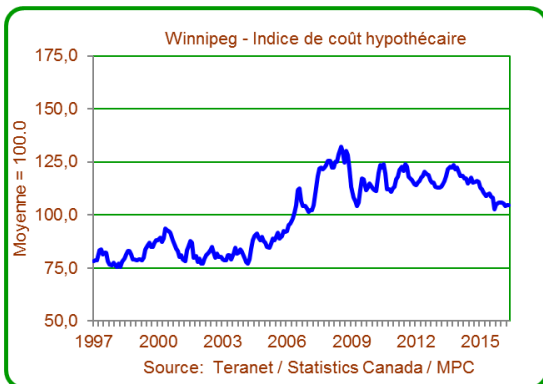
À Calgary, l'indice du coût hypothécaire actuel est bien en dessous du niveau moyen (15 %) et similaire aux bas niveaux observés au cours de la première moitié des années 2000. Le coût net est actuellement 41 % en dessous de sa moyenne. En termes nets, l'abordabilité à Calgary est à son meilleur niveau de toute la période couverte par cet ensemble de données.



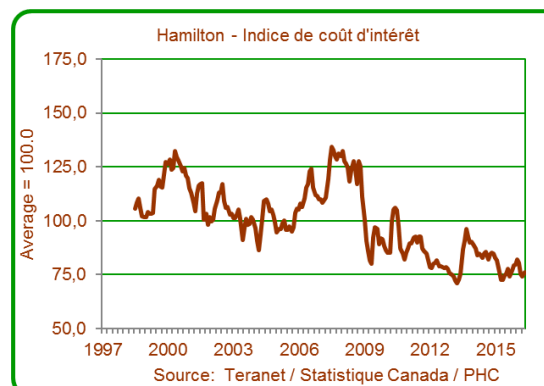
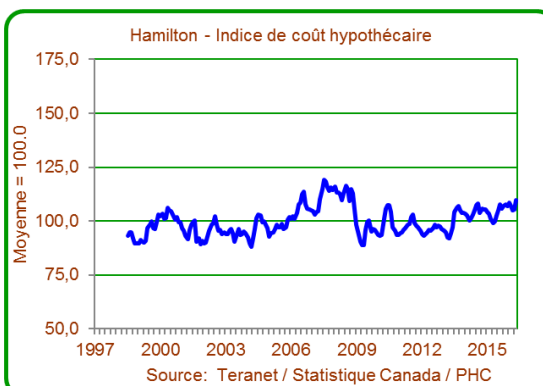
À Edmonton, le coût hypothécaire actuel est 13 % en dessous du niveau moyen. Le coût net est actuellement 40 % en dessous de sa moyenne. En termes nets, l'abordabilité à Edmonton est à son meilleur niveau de toute la période couverte par cet ensemble de données.



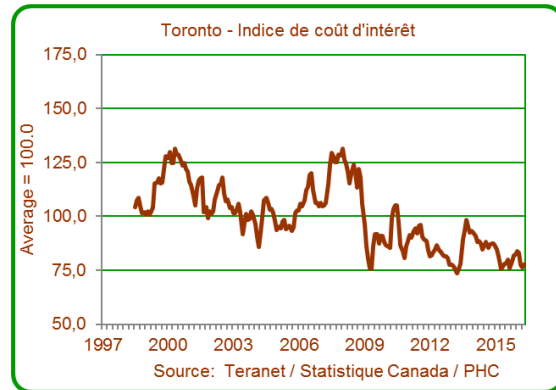
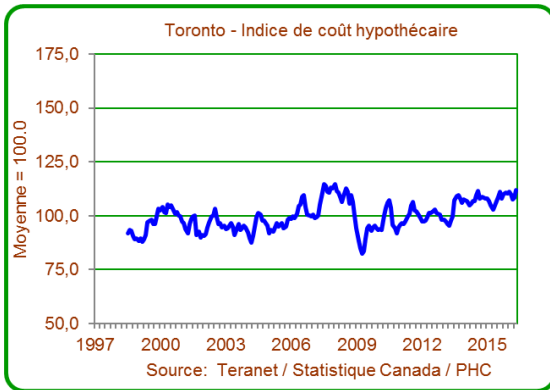
À Winnipeg, le coût hypothécaire actuel est légèrement au-dessus du niveau moyen (4,6 %), en raison d'une croissance très rapide des prix (de 6,1 % par année en moyenne depuis dix ans). Le coût net est actuellement 27 % en dessous de sa moyenne. En termes nets, l'abordabilité à Winnipeg est à son meilleur niveau de toute la période couverte par cet ensemble de données, meilleur même (légèrement) qu'au creux précédent, en 2004.



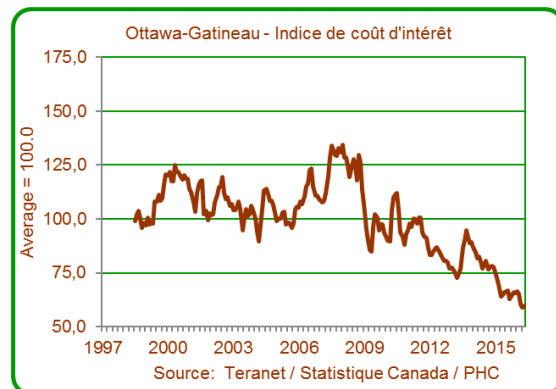
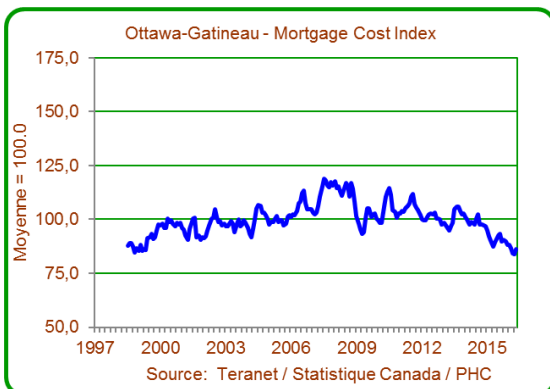
À Hamilton, le coût hypothécaire actuel est 9,6 % au-dessus du niveau moyen (bien qu'il soit inférieur à la période 2007-2008). Le coût net est actuellement 24 % en dessous de sa moyenne. En termes nets, l'abordabilité à Hamilton se rapproche du meilleur niveau enregistré (en 2013).



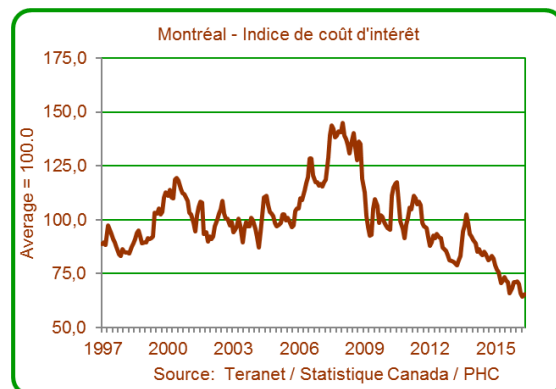
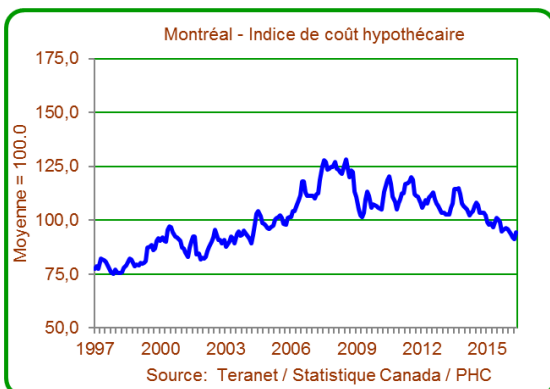
À Toronto, le coût hypothécaire actuel est considérablement au-dessus du niveau moyen (12 %). Le coût net est 22 % en dessous de sa moyenne, ce qui le met proche du plus bas niveau enregistré (en 2013).



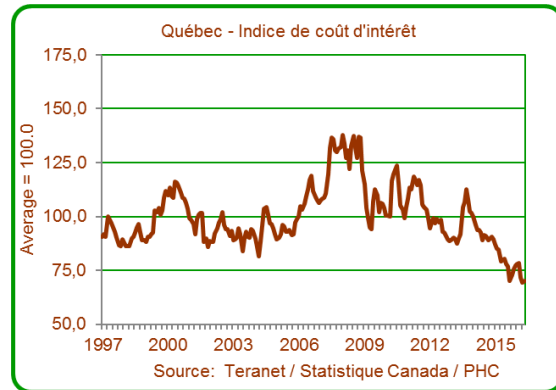
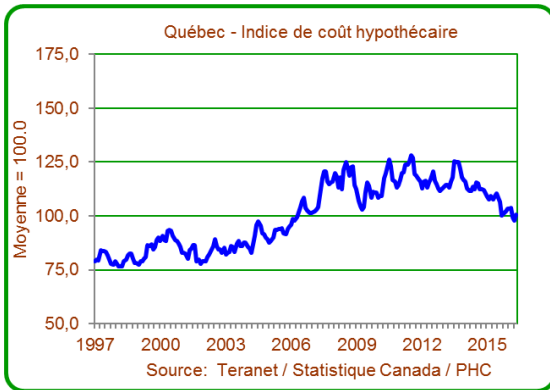
À Ottawa, le coût hypothécaire actuel est considérablement en dessous du niveau moyen (14 %). Le coût net est actuellement 40 % en dessous de sa moyenne. En termes nets, l'abordabilité à Ottawa est à son meilleur niveau de toute la période couverte par cet ensemble de données.



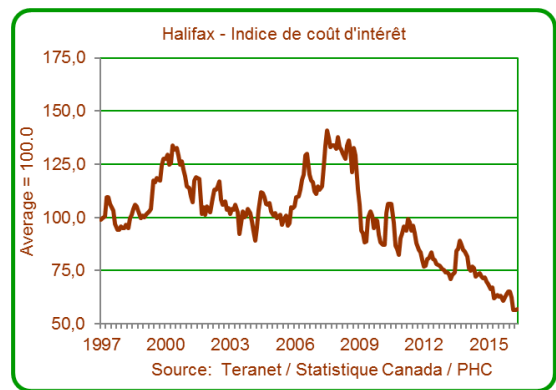
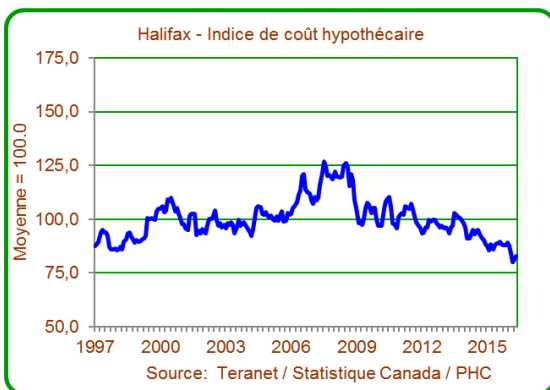
À Montréal, le coût hypothécaire actuel est 5,5 % en dessous du niveau moyen. Le coût net est actuellement 35 % en dessous de sa moyenne. En termes nets, l'abordabilité à Montréal est à son meilleur niveau de toute la période couverte par cet ensemble de données.



À Québec, le coût hypothécaire actuel est très légèrement au-dessus du niveau moyen (0,4 %). Le coût net est actuellement 30 % en dessous de sa moyenne. En termes nets, l'abordabilité à Québec est à son meilleur niveau de toute la période couverte par cet ensemble de données.



À Halifax, le coût hypothécaire actuel est bien en dessous du niveau moyen (17 %). Le coût net est actuellement 43 % en dessous de sa moyenne. En termes nets, l'abordabilité à Halifax est à son meilleur niveau de toute la période couverte par cet ensemble de données.



La faiblesse exceptionnelle des taux d'intérêt a créé une « marge d'abordabilité » qui pourrait permettre au prix des maisons de grimper fortement sans réel problème. Dans chaque région, les résultats concrets dépendent des conditions du marché. Au lieu d'illustrer l'existence de bulles immobilières, les données nous montrent que les marchés de l'habitation du Canada réussissent à merveille à intégrer les conditions économiques fondamentales, ainsi que d'autres conditions localisées.

En outre, le fait que le montant « d'épargne forcée » augmente a imposé une limite aux sommes empruntables, ce qui freine la croissance des prix.

Les indices du coût net illustrent la mesure dans laquelle les prix ont augmenté pour consommer la marge d'abordabilité.

- Toronto et Vancouver sont en situation de grave sous-appvisionnement, résultat d'un nombre insuffisant de mises en chantiers dans le segment des maisons (unifamiliales, jumelées et en rangée) depuis plusieurs années. À Toronto, ce déficit d'approvisionnement atteint 10 000 habitations par année

depuis plus de dix ans. Il manque donc, à Toronto, en ce moment, 100 000 maisons pour satisfaire la demande.

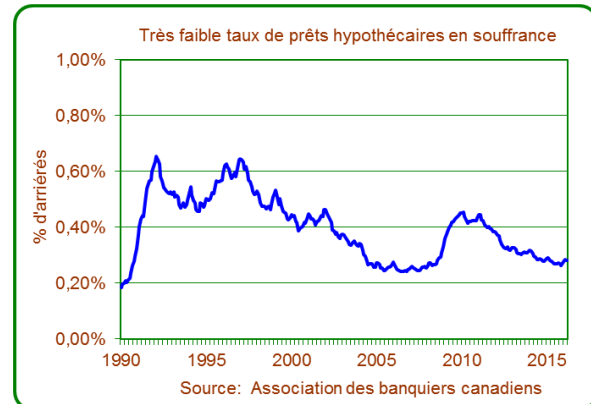
- À Toronto et à Vancouver, la marge d'abordabilité est consommée en partie, mais en partie seulement. L'abordabilité demeurerait intéressante, en termes historiques, même si les prix augmentent encore.
- Ailleurs au Canada, où l'approvisionnement en habitations est adéquat, la marge d'abordabilité a été beaucoup moins mise à contribution.
- Dans la plupart des régions, le prix des maisons a une bonne capacité à absorber une hausse des taux d'intérêt. Cette capacité est moindre à Vancouver et à Toronto, mais elle existe néanmoins.
- Pour perturber les marchés canadiens de l'habitation, il faudrait que les taux hypothécaires augmentent substantiellement, pour une période prolongée. Quiconque croit qu'une telle hausse s'en vient est en droit de craindre pour le marché de l'habitation. Les gens qui croient plutôt que les taux vont demeurer bas ont moins de raisons de s'en faire.

En fait, le marché de l'habitation aurait plus à craindre de changements aux politiques des assureurs et des prêteurs hypothécaires qui viendraient resserrer l'accès au financement hypothécaire. De telles erreurs pourraient provoquer un rajustement dramatique des prix vers le bas.

6.0 L'État doit-il intervenir de nouveau ?

De toutes les directions proviennent des voix (comme l'OCDE et les dirigeants des grandes sociétés canadiennes de prêt hypothécaire) qui réclament un resserrement des critères d'accès au prêt hypothécaire (« une réglementation macro-prudentielle ») afin de réduire la demande d'habitations et de ralentir la croissance de l'endettement hypothécaire.

Pourtant, rien ne démontre qu'un grand nombre de Canadiens prennent des risques déraisonnables sur le marché de l'habitation. Les données provenant de l'Association des banquiers canadiens montrent que le taux d'arriérés hypothécaires (0,28 % en mars) avoisine son niveau le plus bas de l'histoire (0,24 % en 2006). Évidemment, le taux d'arriérés englobe l'ensemble des prêts hypothécaires. Il ne dit rien sur les risques que prennent les nouveaux emprunteurs.



Les prêteurs hypothécaires qui s'inquiètent de la prise de risque en ce moment pourraient très facilement alimenter le débat en publiant les données de leurs propres entreprises, particulièrement les chiffres concernant les ratios d'amortissement brut et total de la dette.

- Dans quelle mesure ces ratios varient-ils d'une région à l'autre ? Prend-on plus de risques dans certaines villes ?
- Dans quelle mesure ces ratios ont-ils changé au fil du temps ? Sont-ils plus élevés aujourd'hui que dans le passé ?

Cependant, l'analyse ne doit pas s'arrêter uniquement aux moyennes. Il vaudrait mieux regarder les distributions (quelles sont les tendances chez les emprunteurs présentant des ratios risqués ?).

Les cadres qui font des déclarations publiques au sujet de l'augmentation du risque et de la nécessité d'un changement de politique devraient nous dire ce que leurs propres données laissent voir. Qu'ils ouvrent leurs livres.

Encore mieux : le plus grand dépôt de données sur les prêts hypothécaires au Canada appartient à une agence du gouvernement du Canada, la SCHL. La SCHL possède d'excellentes données qui peuvent aider le gouvernement à étudier en profondeur le marché de l'habitation et le marché hypothécaire.

Au nom de la transparence et de la prise de décision appuyée sur des preuves, la SCHL devrait permettre aux citoyens intéressés d'accéder à ses données et à ses analyses. Elle devrait permettre à des organismes non gouvernementaux (comme Professionnels hypothécaires du Canada) et à des individus (comme des chercheurs et des consultants) d'apporter leur contribution à l'interprétation des données et au débat sur les options politiques.

La SCHL pourrait aller encore plus loin et fournir aux chercheurs qualifiés des microfichiers (de vrais dossiers de prêts dont les données d'identification ont été retirées), comme Statistique Canada le fait à partir de ses enquêtes.

Un vaste partage de l'information permettrait indubitablement de prendre de meilleures décisions, dans un dossier qui revêt une importance critique pour le bien-être économique du pays.

Nous soupçonnons, tout en attendant la preuve, qu'une analyse complète permettrait de conclure que les Canadiens (emprunteurs et prêteurs) ne prennent pas de risques indus.

Nous pensons également qu'une telle analyse produira des résultats analogues aux conclusions du chapitre précédent. La conclusion finale pourrait bien être que, si la faiblesse des taux hypothécaires a entraîné une croissance de l'endettement, le poids de cette dette n'est pas trop lourd.

D'une manière plus conceptuelle :

- Les banques centrales du Canada et d'ailleurs ont encouragé la faiblesse des taux d'intérêt afin de stimuler la croissance économique.
- Or, cela fonctionne uniquement si elles encouragent aussi l'emprunt.
- Les impacts de la faiblesse des taux (et la croissance de l'endettement qui les accompagne) seront plus importants dans les grands segments de l'économie qui sont plus sensibles aux taux d'intérêt. Et, au Canada comme ailleurs, le segment le plus sensible au taux d'intérêt est... le marché de l'habitation.
- On n'a pas le droit de s'étonner que la faiblesse des taux fasse augmenter l'emprunt hypothécaire.
- La question est de savoir si cet emprunt est viable. Dans les conditions actuelles (aux taux d'intérêt et aux taux de création d'emplois actuels), la dette semble très viable (bien qu'il est important de le vérifier à l'aide des données sur les prêts hypothécaires actuels, comme il en a été question précédemment).
- À partir de là, ce n'est plus le niveau d'endettement qui est le plus gros élément d'incertitude et le plus grand facteur de risque, mais bien la capacité des facteurs économiques fondamentaux à demeurer suffisamment stables.
- En conclusion, quand une banque centrale encourage la faiblesse des taux d'intérêt pour stimuler l'économie, puis qu'elle s'inquiète de l'emprunt qui en résulte, elle fait preuve d'illogisme.

Le Canada impose des critères raisonnables, de longue date, au crédit hypothécaire. La faiblesse du taux d'arriérés (à peine 0,28 %) en fait foi. Qui plus est, comme l'ont démontré à maintes reprises les rapports semestriels de Professionnels hypothécaires du Canada, les Canadiens sont très motivés à rembourser leur prêt hypothécaire. En fait, la plupart des prêts sont remboursés beaucoup plus tôt que le prévoyait la période d'amortissement originale.

Dans un chapitre précédent, on avançait que des pressions de l'extérieur du Canada influençaient significativement deux marchés urbains. En modifiant les critères d'emprunt hypothécaire en réaction à ces pressions, on punirait inutilement les Canadiens qui sont en droit d'espérer devenir propriétaires. De plus, ces changements

de politique pourraient compromettre inutilement les marchés de l'habitation, ce qui aurait des conséquences économiques.

Les rapports antérieurs de Professionnels hypothécaires du Canada (et de ses prédécesseurs) ont discuté en long et en large du changement apporté aux critères de l'assurance hypothécaire en juillet 2012. Ce changement (l'élimination des périodes d'amortissement de plus de 25 ans) a gravement nui à l'activité du marché de l'habitation et ses effets se font sentir encore. Il est démontré que le changement de juillet 2012 continue de ralentir l'activité du marché de l'habitation, ce qui nuit aussi à la création d'emplois au pays.

Professionnels Hypothécaires du Canada

2005 Sheppard Ave. E., Suite 401, Toronto, ON M2J 5B4

Tél. : 416-385-2333/888-442-4625 • info@MortgageProsCan.ca



PROFESSIONNELS
HYPOTHÉCAIRES
DU CANADA