



PROFESSIONNELS
HYPOTHÉCAIRES
DU CANADA

Le faux dilemme

**Le gouvernement doit recadrer ses discussions
au sujet des tests de résistance hypothécaire.**

Mai 2019

Préparé par

Will Dunning, économiste en chef

Introduction

Depuis la fin de 2016, tous les prêts hypothécaires assurés au Canada doivent être testés à un taux d'intérêt qui est essentiellement de deux points de pourcentage supérieur au taux réel. Depuis le début de 2018, les prêts hypothécaires non assurés émis par des prêteurs sous réglementation fédérale doivent également être soumis à un test de résistance (en vertu d'une ligne directrice intitulée « B-20 »). Cette combinaison de politiques signifie qu'une grande majorité de nouveaux prêts hypothécaires résidentiels (peut-être 80 %) doivent être soumis à un test de résistance.

Les représentants du gouvernement fédéral nous ont assuré à maintes reprises que les tests de résistance hypothécaire accomplissent exactement ce qu'ils sont censés faire, c'est-à-dire réduire les emprunts hypothécaires (en particulier les emprunts les plus risqués), et ils ont clairement et à maintes reprises indiqué qu'ils ne voyaient pas la nécessité de changements.

Certains intervenants à l'extérieur du gouvernement (surtout les gens d'affaires dans les domaines du crédit hypothécaire, de la vente de biens immobiliers, de la construction domiciliaire et leurs associations industrielles) ont dit que les tests de résistance sont trop rigoureux et que les répercussions sur le marché sont trop graves, ce qui empêche inutilement les Canadiens d'atteindre leurs objectifs d'accession à la propriété et nuit ainsi à leurs intérêts à long terme. Cette suppression induite de l'activité du logement, disent-ils, nuira à la santé de l'économie canadienne.

Les représentants du gouvernement essaient de présenter la situation comme un choix binaire, entre la poursuite de ces bonnes politiques et l'élimination des politiques pour revenir à un comportement irresponsable et à une escalade des risques connexes.

Contrairement à ce faux dilemme que le gouvernement tente de créer, aucune personne ou organisation sérieuse ne propose d'abandonner les tests de résistance. Elles proposent plutôt des modifications qui pourraient être apportées aux politiques afin de réduire les méfaits et les risques.

Le commentaire le plus important, c'est que les tests de résistance ne tiennent pas compte de la croissance du revenu, ce qui les rend trop contraignants. Ce commentaire a été formulé par quelques analystes et plusieurs associations (nationales, provinciales et locales) qui représentent les prêteurs hypothécaires, les agents immobiliers et les constructeurs d'habitations. Le gouvernement n'a pas répondu publiquement à ces commentaires.

Dans les commentaires des représentants du gouvernement, on a parfois l'impression que les gens qui formulent des opinions critiques représentent des intérêts particuliers et qu'il ne faut donc pas leur faire confiance. Par exemple, dans un article d'opinion publié dans le *Toronto Star* du 5 mars 2019, le PDG de la SCHL parle de « la fausse promesse de certaines personnes du secteur de l'immobilier, qui ne pensent qu'au prochain chèque de commission ».

Le présent document de recherche a trois objectifs principaux :

- Mettre en évidence les opinions des économistes au sujet du test de résistance, de leurs répercussions et de ce qui doit être fait. Aucune de ces opinions ne réclame l'élimination des tests de résistance.
- Deuxièmement, je réitère mes préoccupations au sujet des défauts de conception des tests de résistance. Mes commentaires font écho à une recommandation que j'ai faite : pour tenir compte de la croissance future des revenus des emprunteurs, les tests de résistance devraient être effectués à 0,75 point de pourcentage au-dessus des taux d'intérêt réellement négociés. D'autres voix, plus importantes, ont formulé des observations et des recommandations semblables, auxquelles le gouvernement n'a pas répondu publiquement de façon substantielle.
- Troisièmement, traiter des effets économiques négatifs qui commencent à peine à se faire sentir et qui, en fin de compte, pourraient être beaucoup plus importants que ce que le gouvernement s'attend à voir.

Le présent rapport porte principalement sur les répercussions des tests de résistance sur l'activité du logement et les conséquences économiques qui en découlent. Une brève section à la fin traite également des impacts d'une exigence de test de résistance sur les prêts hypothécaires qui sont transférés entre prêteurs.

En prétendant que les critiques portent sur un choix binaire (test de résistance ou pas de test de résistance), le gouvernement et ses représentants refusent de discuter des véritables préoccupations qui existent et, par conséquent, des problèmes réels (et toujours émergents) ne sont pas abordés.

Parlant « d'intérêts spéciaux » :

- Oui, les constructeurs, les professionnels de l'immobilier et les prêteurs ont un intérêt dans les résultats. Cela ne veut pas dire qu'ils ont automatiquement tort ou qu'on devrait automatiquement s'en méfier. Ils pourraient fournir des renseignements utiles et leurs commentaires pourraient être bien intentionnés.
- Les représentants du gouvernement ont eux aussi un « intérêt spécial », car ils ont de très grands intérêts personnels dans la façon dont leurs actions sont perçues et se répercutent sur leur carrière. Il arrive parfois que les gouvernements commettent des erreurs et, au lieu de changer les politiques (ce qui signifierait bien sûr qu'ils admettent avoir commis une erreur), ils se retranchent. C'est peut-être ce qui se passe maintenant dans le dossier du crédit hypothécaire et de l'immobilier.

Professionnels hypothécaires du Canada

Professionnels hypothécaires du Canada est l'association nationale des courtiers en hypothèques canadiens. Elle forme le plus grand réseau de conseillers hypothécaires au pays et le plus respecté. Ses membres proviennent de toutes les provinces et de tous les créneaux du secteur. Grâce à son vaste répertoire de membres, Professionnels hypothécaires du Canada aide les consommateurs à trouver les courtiers les plus respectés et les plus intègres d'un bout à l'autre du pays.

L'association assure l'efficacité du marché hypothécaire par les moyens suivants :

- Elle sensibilise les consommateurs aux avantages de traiter avec les courtiers hypothécaires ;
- Elle défend les intérêts des membres dans les dossiers législatifs et réglementaires ;
- Elle développe, contrôle et promeut les normes et la déontologie de son secteur ;
- Elle fournit de l'information récente et pertinente aux membres et aux emprunteurs.

L'auteur

Will Dunning est un économiste qui 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.

Dénégation de responsabilité

Ce rapport a été compilé en s'appuyant sur des données et des sources que l'on estime fiables. Ni Professionnels hypothécaires du Canada, 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.

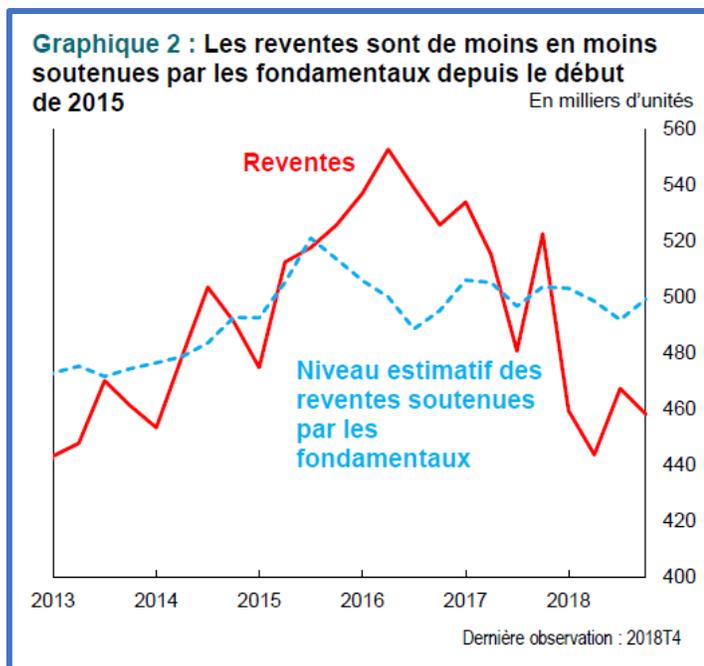
Les répercussions des tests de résistance sur l'activité du logement et sur l'économie en général

Banque du Canada

Une note analytique du personnel de la Banque du Canada constitue un excellent point de départ pour cette discussion.¹

Pour tenter de résumer cette recherche :

- L'activité de revente a été très forte en 2015 et en 2016, mais elle a ensuite chuté considérablement, et au premier trimestre de 2019, elle était inférieure de 20 % à son pic historique.
- Les facteurs fondamentaux qui ont influencé l'activité comprenaient un effet négatif provenant de la détérioration de l'abordabilité et un effet positif provenant de la situation de l'emploi. Ces deux facteurs s'annulent à peu près mutuellement. Comme le montre ce graphique (tiré du rapport de la BC), à la fin de 2018, le « niveau fondamental » des ventes était essentiellement le même qu'au début de 2015.
- Les auteurs ont tenté d'inclure les effets des tests de résistance dans l'analyse et ont estimé qu'à la fin de 2018, les tests avaient fait en sorte que le niveau fondamental des ventes était inférieur de 10 000 (à un taux annualisé) à ce qu'il aurait été autrement.
- Le rapport fait valoir que les fortes variations des ventes réelles (au-dessus, puis en dessous des niveaux fondamentaux) sont largement attribuables aux variations des attentes en matière de prix des maisons (principalement à Toronto, à Vancouver et dans les régions avoisinantes). Au départ, on s'attendait à ce que la croissance des prix soit très forte, mais il y a eu un ralentissement. Par conséquent, les « attentes extrapolatives » entraînaient une activité supérieure aux niveaux fondamentaux, puis inférieure. En combinant les deux périodes, les excès et les déficits s'annulent plus ou moins mutuellement.



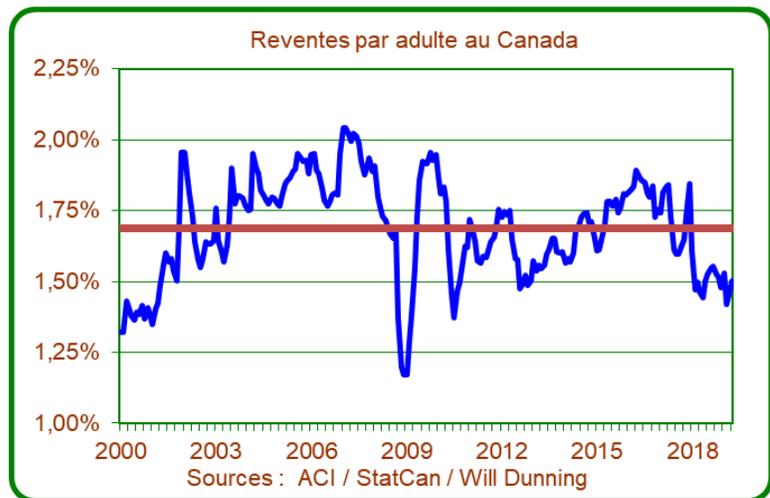
¹« Démêler les facteurs qui influencent les ventes de logements », que l'on peut trouver ici : <https://www.banqueducanada.ca/2019/04/note-analytique-personnel-2019-12/>

- La conclusion des auteurs est que la faible activité récente « peut être attribuée à la détérioration de l'abordabilité et à la dissipation de l'effervescence antérieure du marché » (ou à un « remboursement » des excès antérieurs). De plus, « l'impact direct des changements récents aux règles hypothécaires, en revanche, est estimé relativement faible ».
- À la lecture de ce rapport, l'incidence des tests de résistance (10 000 unités à la fin de 2018) est calculée par une voie indirecte par une analyse de l'abordabilité du logement, plutôt que par une analyse de l'activité réelle du marché. Les auteurs y voient un « premier pas pragmatique vers la distinction entre les effets des changements de règles et d'autres facteurs qui influent sur la revente au Canada ». Je suis d'accord.
- Ils s'attendent également à ce que les effets des changements aux règles soient « persistants ». Je suis d'accord, là aussi.

Le rapport de la Banque du Canada m'encourage à préciser certaines de mes propres analyses.

Nous devrions nous attendre à ce que la revente augmente avec le temps, parce que la population est en croissance (et qu'il y a plus d'acheteurs potentiels) et que le parc de logements existants est en expansion (ce qui signifie qu'il y a plus de maisons qui pourraient être vendues). Par conséquent, l'une de mes statistiques préférées sur le marché de l'habitation est le ratio des ventes par rapport à la population adulte.

Ce graphique montre les données de 2000 à aujourd'hui (et la ligne plate représente la moyenne pour toute la période). Comme dans l'étude de la Banque du Canada, ces données montrent qu'il y a eu une période de très forte activité entre 2015 et le début de 2017, qui a été suivie d'une activité toujours inférieure à la moyenne. En comparant ces deux périodes, les excès et les déficits se sont annulés mutuellement vers la fin de l'année dernière. Mais le déficit se poursuit, et pour les quatre premiers mois de cette année, le taux de vente a été de 13 % inférieur à la moyenne à long terme.



Au vu de ces données, je puis tirer une conclusion semblable à celle de la Banque, à savoir qu'au niveau national, le ralentissement est largement attribuable à l'évolution des attentes. Mais il y a des mises en garde importantes qui font que l'examen est loin d'être terminé :

- L'analyse de la Banque du Canada prend fin en 2018. Si la Banque a raison de dire que les facteurs fondamentaux ont été équilibrés à la fin de 2018, et que les excédents et les déficits antérieurs se sont plus ou moins annulés mutuellement, nous devrions nous

attendre à ce que l'activité de revente revienne à un niveau normal, mais ce n'est pas ce qu'on observe (du moins pas encore, et il n'y a aucun signe que cela se produit). Sur une base ajustée en fonction de la population, le niveau normal actuel pourrait être de l'ordre de 515 000 reventes par année (basé sur le taux moyen à long terme des ventes par adulte multiplié par la population actuelle). Pour les quatre premiers mois de cette année, le taux de vente n'a pas commencé à se rétablir. Le taux annualisé est d'environ 450 000 unités, soit 65 000 unités (13 %) de moins que le niveau prévu. Cette lacune peut être interprétée comme étant (dans une certaine mesure) la conséquence continue et importante des essais de résistance.

- Les variations régionales compliquent le tableau : certains secteurs, comme Ottawa et quelques régions du Québec, semblent actuellement afficher des excès. Cela signifie que de nombreux autres secteurs connaissent des lacunes très importantes qui sont masquées par les données nationales et, par conséquent, dans ces secteurs, B-20 pourrait avoir eu des effets négatifs importants l'an dernier (ce qui se poursuit).
- Les taux d'intérêt réels qui peuvent être négociés sur le marché hypothécaire ont fortement baissé cette année (bien que les « taux affichés » des prêteurs n'aient pas suivi). En décembre dernier, mon estimation du taux d'offre spéciale annoncé pour les prêts hypothécaires à taux fixe de cinq ans était de 3,75 % ; en avril dernier, elle était de 3,1 % ; en mai, des taux inférieurs à 3 % sont annoncés (des taux encore plus bas pourraient être négociés). Si l'on examine le cadre d'analyse de la Banque du Canada, l'amélioration de l'abordabilité qui en résulte devrait faire passer les « facteurs fondamentaux » de ce qui avait été une position neutre à la fin de 2018 à une situation plus positive à l'heure actuelle. Le taux de vente devrait augmenter rapidement. La réaction très modérée du marché jusqu'à présent indique qu'il y a encore un frein très important à la demande, ce qui comprend sûrement les effets de suppression des tests de tension hypothécaire (qui se produisent à un taux d'intérêt qui n'a pas changé). Si les ventes s'améliorent au cours des prochains mois, cela serait fort probablement attribuable à l'influence positive de l'amélioration de l'abordabilité, plutôt qu'à la diminution des effets des tests de résistance.
- Il y a une quatrième considération qui crée de l'incertitude : l'activité excédentaire observée plus tôt était attribuable à l'enthousiasme au sein (peut-être) de six catégories d'acheteurs. Ces groupes se chevauchent, et toute transaction pourrait appartenir à plus d'une catégorie : 1) les étrangers, 2) les spéculateurs (qui recherchent un gain en capital rapide), 3) les investisseurs à long terme, 4) les blanchisseurs d'argent (il y a actuellement beaucoup de discussions, mais il y a beaucoup d'incertitude quant à l'ampleur et aux conséquences de cette activité), 5) les constructeurs et les rénovateurs d'habitations qui ont l'intention d'ajouter de la valeur aux propriétés et de les vendre, et 6) la catégorie la plus importante, qui est celle des acheteurs canadiens qui occuperont eux-mêmes les logements. De même, pendant le ralentissement, il y a certainement eu des réductions pour certains (sinon tous) de ces groupes.
- Du point de vue de la compréhension des impacts des tests de résistance, il serait utile de savoir ce qui s'est passé dans la sixième catégorie (ainsi que dans la cinquième, puisque cette activité dépend de la capacité de vendre les propriétés rénovées). À quel point l'achat d'habitations était-il excessif ? Quelle a été l'ampleur de la baisse subséquente ? Quel est

le résultat combiné de ces deux périodes ? Et quelle est la tendance actuelle ? Nous ne le savons tout simplement pas, mais si c'était le cas, nous pourrions tirer des conclusions plus précises sur les répercussions des tests de résistance.

- Par exemple, il est possible qu'une part importante de l'excédent précédent ait été attribuable à l'activité accrue des quatre premiers groupes (étrangers, spéculateurs, investisseurs et blanchisseurs d'argent). Dans cette hypothèse, l'achat récent par ces groupes de non-proprétaires pourrait maintenant être revenu à un niveau à peu près normal. De plus, la période d'excédent aurait inclus moins d'augmentation de la part des propriétaires, et il n'aurait pas été nécessaire, ou très peu, de « rembourser » la demande subséquente des propriétaires-occupants. Dans ce scénario, l'activité actuelle totale devrait maintenant être proche d'un niveau normal, mais ce n'est pas le cas. Le faible volume actuel des ventes réelles pourrait signifier que l'achat par les propriétaires est maintenant beaucoup plus bas que ce à quoi nous devrions nous attendre. Cela indiquerait que l'effet dépressif des tests de résistance est plus important que les 10 000 unités estimées par le rapport de la Banque du Canada (comme nous le verrons ci-dessous, un rapport d'économistes de la Banque TD fait état d'une incidence de 40 000 ventes et un commentaire de la SCHL laisse entendre qu'il s'agit d'une incidence importante).
- Dans le même ordre d'idées, l'étude de la Banque du Canada indique que les investisseurs ont été très actifs dans la région de Toronto pendant la période d'excès, mais qu'elle est « revenue aux niveaux observés pour la dernière fois en 2014 ». Cette information fournit un appui provisoire au scénario susmentionné.
- Enfin, l'examen de la Banque porte uniquement sur l'activité du marché de la revente. Comme nous le verrons ci-dessous, des changements importants sont en train de se produire en ce qui concerne la construction de nouveaux logements et (peut-être) les rénovations, qui sont beaucoup plus importantes sur le plan économique.

Société canadienne d'hypothèques et de logement

Dans son article du 5 mars 2019 paru dans le *Toronto Star*, le PDG de la SCHL a déclaré ceci : « L'analyse de certains de mes collègues de la SCHL a conclu que le test de résistance a contribué à rendre les maisons plus abordables. En fait, nous concluons que les maisons au Canada sont aujourd'hui 3,4 % moins chères qu'elles ne l'auraient été sans le test. »

Afin d'établir l'estimation de l'incidence sur les prix, les analystes de la SCHL ont dû estimer combien de ventes avaient été réduites par le test de résistance. La recherche n'a pas été publiée et nous ne savons donc pas quelle est l'estimation de l'impact. Toutefois, une incidence supplémentaire de 3,4 points de pourcentage sur les prix dans un laps de temps relativement court est assez importante, et il est possible que l'estimation sous-jacente de la baisse des ventes soit également substantielle. (Dans le cadre de mon propre système de prévision, pour produire une réduction progressive de 3,4 points du prix des maisons au Canada d'ici un an, il faut une réduction des ventes d'environ 35 000 unités.)

Dans le même ordre d'idées, la SCHL a estimé que « l'Incitatif à l'achat d'une première propriété » (le programme de participation au capital proposé dans le récent budget fédéral) aura une incidence sur les prix qui ne dépassera pas « un maximum de 0,2 à 0,4 % ». Si l'on prend le point milieu de cette fourchette (0,3 %), la SCHL s'attend à ce que l'effet positif du nouveau programme ne représente que le dixième de l'effet négatif (-3,4 %) qui a découlé du test de résistance. Cette prévision appuie la suggestion selon laquelle les estimations internes de la SCHL montrent un effet négatif important sur les ventes découlant du test.

La SCHL devrait contribuer aux discussions en cours en publiant ses recherches sur les effets des tests de résistance.

Ministère des Finances

Je m'attendrais à ce que le ministère des Finances surveille de près les répercussions des politiques, mais il ne semble pas avoir publié de recherches de fond. Il serait très utile que les résultats détaillés de ses évaluations soient rendus publics.

Banque TD

Dans un rapport daté du 30 avril 2019, les économistes de la Banque TD ont estimé que « B-20 a réduit les ventes de maisons canadiennes d'environ 40 000 unités entre le quatrième trimestre de 2017 et celui de 2018 ». Sur cette base, les tests de résistance seraient responsables de plus de la moitié du déficit de vente actuel (que j'ai estimé à 65 000 unités).

Le rapport note également que « si la ligne directrice B-20 était supprimée immédiatement, les ventes et les prix des maisons pourraient être de 8 % et 6 % plus élevés, respectivement, d'ici la fin de 2020, par rapport aux projections actuelles ». Cette déclaration ne préconise pas l'abrogation des tests de résistance ; l'intention semble plutôt être d'illustrer davantage l'ampleur des effets de la politique et la différence entre les deux options binaires.

Le rapport de la Banque TD ne contient aucune recommandation de politique, se contentant d'affirmer : « il est certainement possible de modifier légèrement les lignes directrices si les circonstances changent ou si les marchés de l'habitation ne répondent pas aux attentes ».

Dans un mémoire² présenté au Comité permanent des finances de la Chambre des communes, le PDG de la SCHL a faussement dépeint le rapport de la Banque TD en déclarant que « les économistes de la Banque TD ont soutenu que le test de résistance devrait être supprimé pour que le prix des maisons puisse augmenter de 32 000 \$ ». Au contraire, le rapport de la Banque TD

² 23 mai. La déclaration écrite est reproduite ici sur le site Web de la SCHL : <https://www.cmhc-schl.gc.ca/fr/media-newsroom/cmhc-statement-letter-standing-committee-finance-fina>

explore clairement une hypothèse, comme le montre le titre de la section du rapport : « Et si la ligne directrice B-20 était supprimée ? » Il est clair que le rapport ne plaide pas en faveur de la suppression de B-20. Il s'agit là d'une autre illustration claire du fait qu'un fonctionnaire fédéral n'a pas tenu compte des arguments qui lui sont présentés, et cela a été fait dans une déclaration officielle à la Chambre des communes du Canada.

RBC

Les commentaires économiques publiés par les économistes de la RBC ne semblent pas avoir traité spécifiquement des tests de résistance (et certainement pas en termes d'effets ou de solutions de rechange stratégiques).

Les commentaires sur le logement (p. ex., dans « Focus on Canada's Housing Market », 20 mars 2019) montrent que l'offre de logements est insuffisante et qu'il devrait y avoir une politique à ce sujet. Ils craignent que les mesures stratégiques qui font grimper la demande sans combler les écarts d'offre n'aient pour effet de gonfler les prix et l'endettement des consommateurs. Dans cette perspective, on peut supposer que les économistes de la RBC ne seraient pas favorables à l'assouplissement des tests de résistance à ce stade-ci, mais je tiens à souligner que cela n'a pas été dit explicitement.

Banque Scotia

Le commentaire récent (« Global Economics, The Week Ahead », 3 mai 2019) exprime des opinions très claires : « Je suis personnellement en désaccord avec le conseil d'abandonner ou de relâcher B-20. D'une part, j'ai comparé l'abandon du B-20 à la cessation prématurée d'un traitement aux antibiotiques au moment où le patient se stabilise et contrairement à l'ordonnance du médecin. Le marché de l'habitation et des prêts hypothécaires est en train d'être renforcé. » Quelques commentaires plus brefs et plus percutants traitent des conséquences négatives de la « suppression drastique de la ligne directrice B-20 ». Essentiellement, l'abandon des tests de résistance entraînerait la résurgence du « comportement de financement le plus risqué », les prix augmenteraient (ce qui réduirait l'abordabilité) et les taux d'intérêt seraient plus susceptibles d'augmenter.

CIBC

Le rapport « Economic Insights » du 18 avril 2019 a un titre qui exprime une opinion claire : « Le test de résistance hypothécaire : l'opération a été un succès, mais... » [comme dans, « le patient est décédé »]. L'article donne un aperçu très utile des changements de volume qui se sont produits pour les demandes de prêt hypothécaire (« La valeur des nouveaux prêts hypothécaires a diminué de 8 % (ou 25 G\$) au cours de l'année ») et il soutient que « B-20 a représenté de 50 %

à 60 % (ou de 13 G\$ à 15 G\$) de la baisse globale des demandes de prêt hypothécaire tout au long de 2018 ». Bien que l'article ne tire pas de conclusion sur l'effet des tests de résistance sur les ventes, le commentaire sur la réduction des demandes de prêt hypothécaire indique clairement un impact important.

L'auteur du rapport de la CIBC pose la question « Est-il temps de repenser B-20 ? » et « 200 points de base sont-ils le bon nombre ? ». Il dit aussi que « le revenu des emprunteurs est susceptible d'augmenter pendant la durée du prêt hypothécaire. Le revenu personnel moyen a augmenté de 12,5 % au cours des cinq dernières années—le test de tension ne tient pas compte de cette hausse. De plus, B-20 ne tient pas compte du fait qu'au cours de la durée du prêt hypothécaire, la valeur nette augmente en raison des paiements de principal. Une autre lacune est que le test de résistance ne tient pas compte de la durée du prêt hypothécaire et du risque décroissant de l'emprunteur avec des durées plus longues. Enfin, B-20 est en partie à l'origine de la forte augmentation des prêts alternatifs. »

Le rapport se termine par une recommandation : « Par conséquent, les organismes de réglementation devraient revoir B-20. Nous avons besoin d'un point de repère plus souple, éventuellement d'un écart plus étroit par rapport au taux réel lorsque les taux d'intérêt approchent du sommet cyclique, et peut-être d'établir un plancher raisonnable sous lequel le taux de référence ne descendra jamais. »

C'est peut-être le premier rapport publié par un économiste de banque qui plaide en faveur de modifications à la ligne directrice B-20.

Pour ma part

J'ai beaucoup écrit sur les tests de résistance hypothécaire, et ce dans plusieurs rapports (dont certains ont été publiés par Professionnels hypothécaires du Canada et d'autres que j'ai publiés personnellement). Je ne pense pas avoir jamais plaidé en faveur de l'abandon de la ligne directrice B-20.

Le défaut des tests de résistance

Les tests de résistance ne tiennent pas compte du fait qu'au moment du renouvellement de l'hypothèque (ce qui se produit habituellement dans cinq ans), les revenus auront augmenté et des montants importants de principal auront été remboursés. Par conséquent, les tests sous-estiment le montant que l'emprunteur sera en mesure de payer et surestiment l'augmentation possible des paiements.

- Si le revenu augmente de 2 % par année (ce qui est inférieur à la moyenne à long terme³), les effets combinés d'un revenu plus élevé et d'une réduction du capital, avec une hausse de 2 points du taux d'intérêt dans cinq ans, pourraient être évalués aujourd'hui en établissant le test de tension à 0,75 point au-dessus du taux d'intérêt réel.
- Les tests de résistance supposent une combinaison de deux événements qui sont très peu susceptibles de se produire ensemble, à savoir que les taux d'intérêt augmentent considérablement (ce qui serait fort probablement le résultat de conditions économiques favorables) et que, même dans ce contexte économique solide, les revenus n'augmenteront pas (malgré une longue histoire de croissance des salaires au Canada).
- En conséquence de l'omission de ces facteurs qui influenceront sur les situations de renouvellement à l'avenir, l'accès à la propriété est réduit de plus en plus.
- Plusieurs associations sectorielles font valoir des arguments apparentés.

Conséquences économiques émergentes

Cette réduction excessive de l'achat de maisons aura des conséquences économiques qui n'ont pas été pleinement prévues.

Dans la mesure où il y a eu des commentaires sur les conséquences économiques, on a mis l'accent sur l'incidence de la réduction de l'activité sur le marché de la revente. La Banque du Canada a montré qu'il s'agit d'une baisse relativement faible du PIB (bien que la Banque reconnaisse que les effets réels ont été plus importants et plus durables que prévu). Dans le Rapport sur la politique monétaire de la Banque (publié en avril 2019), on estime que le logement a contribué à une réduction de -0,2 % du PIB en 2018 et qu'il aurait un effet de -0,3 % cette année (mais que le logement ajouterait 0,2 % en 2020 et 2021).

Ces estimations suggèrent que, dans l'ensemble, l'impact économique direct de la diminution de l'activité sur le marché de la revente est assez faible.

Dans le même ordre d'idées, selon les estimations de l'Association canadienne de l'immeuble (ACI), chaque maison vendue représente environ le tiers d'une année-personne d'emploi. Sur cette base, la baisse réelle qui s'est produite (60 000 ou 70 000 ventes par année sous le niveau auquel nous nous attendrions autrement) pourrait réduire l'emploi d'environ 20 000 années-personnes, ce qui serait négligeable par rapport à l'emploi total au Canada (près de 19 millions).

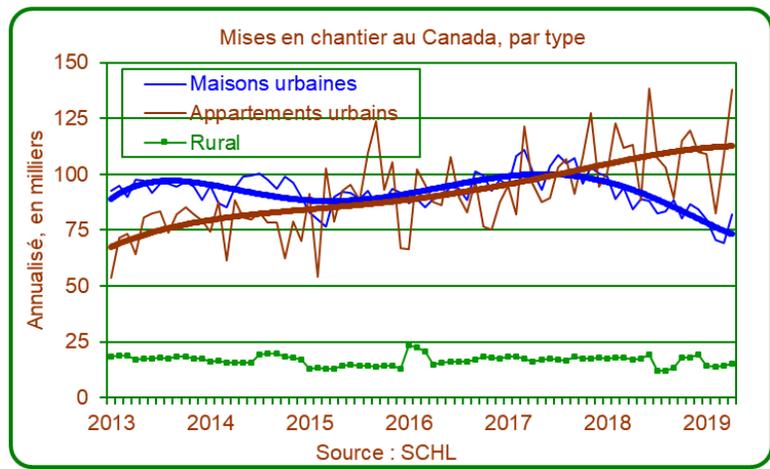
La construction domiciliaire a des conséquences économiques beaucoup plus importantes. Dans les recherches menées pour le compte de l'Association canadienne des constructeurs d'habitations, à l'aide de diverses données de Statistique Canada, j'ai estimé que chaque nouvelle maison unifamiliale crée environ quatre années-personnes d'emploi, soit plus de 10 fois plus que

³L'Enquête sur la population active de Statistique Canada a commencé à recueillir des données sur les salaires en 1997. Le salaire hebdomadaire moyen a augmenté chaque année, en moyenne de 2,6 % par année, ou de 13,7 % par période de cinq ans.

chaque revente. Cette estimation est logique, car la construction d'une nouvelle maison exige beaucoup plus de travail que la vente d'une maison existante (il y a plus de main-d'œuvre sur place, l'utilisation de plus de matériaux et la participation de divers fournisseurs de services).

Les autres types de logements (maisons unifamiliales, maisons de ville et appartements) sont moins coûteux à construire et ont donc des répercussions économiques moins importantes (environ 2,5 emplois par maison jumelée et en rangée et 2 emplois par appartement). Ces répercussions économiques sont encore importantes.

Il faut du temps pour que les mises en chantier réagissent à l'évolution des conditions, car les maisons neuves sont habituellement vendues avant même d'être construites. De plus, les effets économiques se font sentir pendant la période de construction des maisons. Comme le montre ce graphique, nous observons déjà des réductions marquées du nombre de mises en chantier de maisons (individuelles, jumelées et en rangée). Au cours des quatre premiers mois de cette année, le rythme moyen des mises en chantier dans les tours d'habitation en milieu urbain a été de 75 500, ce qui est 20 % inférieur à la moyenne de 94 600 observée de 2013 à 2017. Si l'on applique les facteurs liés à l'emploi, on peut s'attendre à une baisse d'environ 75 000 années-personnes d'emploi (par année), une fois que les répercussions se seront pleinement concrétisées.



Pour les régions rurales (qui représentent une faible proportion des mises en chantier totales), l'activité enregistrée depuis le début de l'année est inférieure de 15 % à la moyenne observée de 2013 à 2017. L'impact sur l'emploi pourrait être de l'ordre de 7 500 à 10 000 années-personnes.

Ces impacts négatifs ont à peine commencé, parce que les maisons qui ont été mises en chantier plus tôt sont encore en construction — les conséquences négatives se développeront graduellement pendant le reste de cette année et jusqu'en 2020.

Pour les appartements, les processus de préproduction sont plus longs. La tendance des mises en chantier d'appartements continue de refléter les ventes réalisées avant la construction en 2017 et même en 2016. Jusqu'à présent cette année, le rythme des mises en chantier d'appartements (109 600) est de 27 % supérieur à la moyenne de 2013-2017. Le nombre d'appartements en construction n'a jamais été aussi élevé au cours des trois dernières décennies. À l'heure actuelle, le secteur des appartements est une force positive pour l'emploi. Toutefois, des données éparpillées donnent à penser qu'il y a eu une forte réduction des ventes d'appartements avant la construction

(les données pour la région de Toronto, recueillies par le groupe Altus, montrent que, au cours des 12 derniers mois, le rythme des ventes a été de 28 % inférieur à la moyenne observée entre 2010 et 2017, et de 36 % inférieur à la moyenne de 2014 à 2017. Les anecdotes du marché de Vancouver suggèrent des réductions encore plus marquées). Il est fort probable que les mises en chantier d'appartements connaîtront une baisse au cours de l'année, et que d'autres réductions auront lieu l'année prochaine.

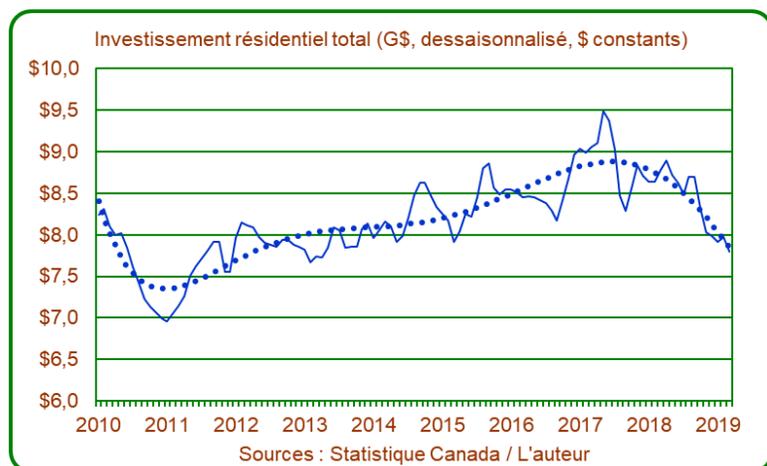
Les impacts sur l'emploi seront encore plus loin derrière (en raison des longues périodes de construction d'appartements), et ces impacts se développeront assez graduellement. D'ici le milieu de 2021 et au-delà, il y aura probablement des réductions importantes de l'emploi associé à la construction d'appartements. Cela s'ajoutera à l'importante réduction liée à la construction de maisons et à l'incidence plus faible de la réduction de l'activité de revente.

Quelques estimations préliminaires des répercussions économiques émergentes

Statistique Canada élabore de nouvelles données sur l'investissement dans la construction résidentielle. À l'heure actuelle, il y a beaucoup de nouvelles données qui sont présentées en dollars réels. Ces données sont difficiles à interpréter, car l'interprétation exige que nous ayons des estimations qui sont rajustées en fonction de l'inflation (et il serait également utile d'avoir des données désaisonnalisées). Statistique Canada ne publie des données désaisonnalisées qu'à un niveau très général (pour les maisons unifamiliales par rapport aux autres types de logements, et seulement pour l'activité totale, et ne sépare pas les types d'activité - c.-à-d. les nouvelles constructions par rapport aux rénovations).

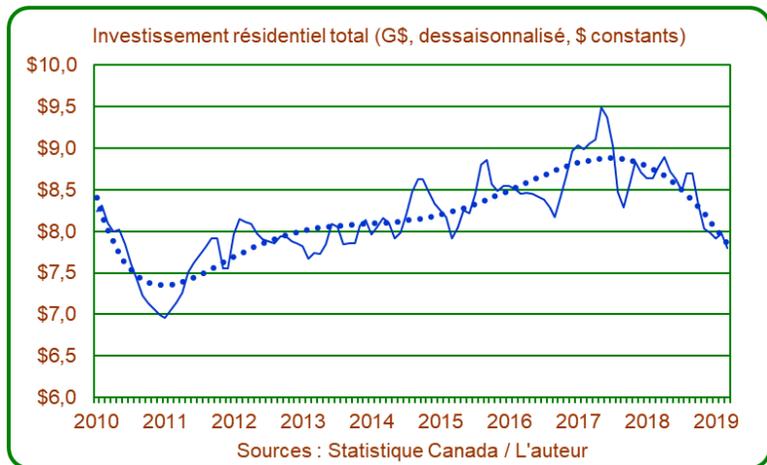
Les données disponibles indiquent que, pour les trois premiers mois de cette année, l'investissement résidentiel total (après ajustement pour tenir compte de l'inflation et désaisonnalisé) était inférieur de 8 % à la moyenne observée de 2015 à 2017.

Étant donné que les tendances évoluent probablement de façon très différente dans les composantes détaillées de l'investissement résidentiel, notre capacité de tirer des conclusions est limitée.



En réponse, dans les deux tableaux suivants, j'ai utilisé les données disponibles de Statistique Canada, dans des calculs sommaires pour essayer d'examiner des sous-ensembles importants des données.

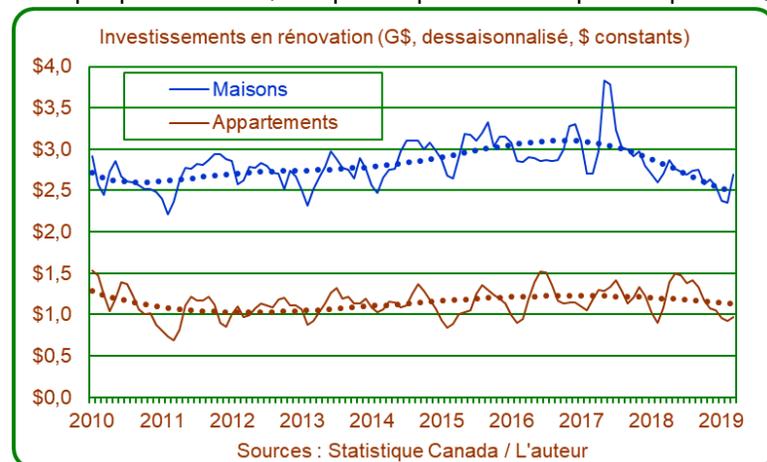
Le premier graphique indique que l'investissement dans la construction de nouvelles maisons a fortement diminué pour les maisons (individuelles, jumelées et en rangée). Bien qu'il s'agisse de données préliminaires et non officielles, elles suggèrent que l'investissement dans les nouvelles maisons a diminué d'environ un quart et se situe maintenant, de loin, au plus bas niveau de la dernière décennie. Et la ligne de tendance continue de pointer vers le bas. Ces données montrent des estimations mensuelles. La baisse (qui dépasse maintenant 600 millions de dollars par mois, comparativement à 2015 et 2017) indique un impact annuel de l'ordre de 7 à 8 milliards de dollars (et, encore une fois, la tendance est en baisse). Cela se produit à un moment où l'économie se porte bien et où la croissance démographique est la plus rapide depuis une génération. Comme on l'a déjà dit, la construction devrait maintenant prendre de l'expansion, et non se contracter.



Pour les appartements, par contre, l'activité d'investissement est extrêmement forte. Cela reflète les volumes élevés de ventes avant construction qui ont eu lieu il y a plus d'un an et demi et pour lesquels la construction est toujours en cours. Comme on l'a dit, les mises en chantier d'appartements risquent fort de décliner pendant le reste de l'année, et une baisse des investissements se produira l'année prochaine. Au deuxième semestre de 2021, la tendance à l'investissement dans les appartements a peut-être diminué autant que pour les maisons (de l'ordre de 7 à 8 milliards de dollars à un taux annualisé).

Il semble que l'activité de rénovation ralentisse également. Historiquement, les dépenses de rénovation sont liées aux tendances de la revente. Cela est logique, car les principaux facteurs de la rénovation domiciliaire sont les améliorations apportées par les vendeurs avant l'inscription, les améliorations apportées par les nouveaux propriétaires et, ce qui est peut-être le plus important, les achats effectués par les constructeurs d'habitations qui rénovent substantiellement en vue d'une vente subséquente.

Dans ce graphique, la tendance à la baisse de la rénovation des tours d'habitation est maintenant d'environ 600 millions de dollars par mois (20 %) par rapport au sommet observé de 2015 à 2017. Il est



maintenant inférieur à ce qu'il était en 2010-2011, et il continue de diminuer. Rappelant que la population du Canada est en croissance et que l'inventaire des logements est en expansion, nous pouvons nous attendre à ce que cette activité de rénovation (après correction pour tenir compte de l'inflation) soit d'au moins 10 % supérieure à ce qu'elle était en 2010-2011. Le faible niveau de rénovation dans les maisons est la preuve d'un événement économique négatif. Comme il a été mentionné pour les nouvelles constructions, il s'agit d'estimations mensuelles. L'évolution de la baisse des travaux de rénovation dans les maisons indique actuellement une réduction annualisée de 7 à 8 milliards de dollars.

Pour les appartements, la ligne de tendance indique une légère réduction, mais la volatilité de ces estimations préliminaires crée de l'incertitude au sujet de la tendance réelle.

En combinant ces évolutions (baisse des investissements dans la construction de nouvelles habitations et rénovation de maisons), d'ici 2021, l'impact négatif total sur le PIB pourrait être de l'ordre de 20 à 25 milliards de dollars. Par conséquent, le nombre total d'emplois au Canada pourrait être inférieur de 200 000 (ou plus) à ce qu'il serait autrement.

Les répercussions sur l'emploi qui se sont produites jusqu'à maintenant ne représentent peut-être qu'un dixième du total éventuel. Les ajustements économiques sont à peine commencés, et ils prendront beaucoup de temps.

Ces conclusions pourraient encourager certaines discussions. À l'appui de ces discussions, il serait vraiment utile que Statistique Canada publie plus de détails sur les investissements résidentiels désaisonnalisés et corrigés des coûts au Canada.

Répercussions à long terme sur l'offre de logements

La réduction de l'activité du logement aura des conséquences négatives à long terme pour les consommateurs.

Le taux de croissance de la population au Canada a augmenté et maintenant (à 1,37 % par année au cours des deux dernières années) est bien au-dessus de la moyenne à long terme (1,09 % par année au cours des 30 années précédentes). Par conséquent, les mises en chantier au Canada devraient maintenant prendre de l'expansion et non se contracter.

Au cours de la dernière décennie, les indicateurs de l'habitation ont montré une aggravation des déséquilibres entre l'offre et la demande, soit une croissance rapide des loyers et des prix, des taux d'inoccupation bas et à la baisse dans le secteur locatif, et des ratios de ventes par rapport aux inscriptions élevés sur le marché de la revente (mis à part la récente perturbation). La contraction des mises en chantier aggravera davantage ces déséquilibres à long terme. Les effets ne se feront pas sentir seulement chez les acheteurs. La réduction du nombre de logements neufs achevés, face à la croissance rapide de la population, se traduira par une baisse du nombre

de logements vacants et une croissance des loyers supérieure à la croissance des revenus (parce qu'il y aura moins de transferts de locataires des logements locatifs vers la propriété). Ce processus a à peine commencé, parce que les logements achevés sont encore solides, et ils ne refuseront pas de façon décisive avant la fin de l'année prochaine ou même jusqu'en 2021.

Risques économiques graves liés aux baisses de prix

La chute du prix des maisons est l'un des phénomènes les plus dangereux pouvant perturber une économie moderne. Cet argument est très bien développé dans un livre bien connu à Ottawa⁴. La conclusion clé est très succinctement exprimée à la page 133, à savoir que « la perte dramatique de richesse des propriétaires endettés est le principal moteur des graves récessions ». La SCHL a fait remarquer que les tests de tension ont fait baisser le prix des maisons au Canada de 3,4 % par rapport à ce qu'il serait autrement. Dans certains endroits, cette baisse a entraîné un ralentissement de la croissance des prix ; dans d'autres, où les conditions du marché étaient déjà faibles, nous assistons maintenant à une réduction pure et simple du prix des maisons. Les indices des prix des maisons, estimés par l'Association canadienne de l'immeuble, ont diminué au cours de la dernière année dans la plupart des marchés clés de l'Ouest canadien, en avril, de 7,1 % dans le Lower Mainland de la Colombie-Britannique, de 8,5 % dans le Grand Vancouver, de 4,6 % dans la vallée du Fraser, de 4,6 % à Calgary, de 4,0 % à Edmonton, de 4,3 % à Regina et de 1,7 % à Saskatoon (des augmentations sont indiquées pour Victoria [0,7 %], l'île de Vancouver [6,2 %] et la vallée de l'Okanagan [1,0 %] ; l'ACI ne publie pas d'indice des prix pour Winnipeg).

Une certaine érosion des prix peut être tolérée sans créer de risques économiques importants. Cependant, plus les baisses durent longtemps, et plus la baisse totale est importante, plus les risques de « graves récessions » peuvent s'aggraver. On peut atteindre un point de basculement où la chute des prix des maisons commence à miner considérablement la confiance des consommateurs dans la mesure où une récession en résulte. Dans le pire des cas, l'interaction entre la baisse des prix et la baisse de l'emploi peut entraîner une spirale à la baisse (comme cela s'est produit aux États-Unis en 2007-2009 et dans la région du Grand Toronto en 1990). Les tests de résistance contribuent à l'érosion des prix et à l'escalade des risques économiques qui se développent maintenant dans l'Ouest canadien. Ailleurs au Canada, les tendances des prix sont plus positives et les risques d'une récession induite par les politiques publiques sont plus faibles. Mais, même dans ces domaines, le ralentissement induit de la croissance du prix des maisons fera en sorte que la confiance des consommateurs sera moins positive qu'elle ne le serait, et par conséquent, la croissance économique sera inférieure à ce qu'elle pourrait être. L'affaiblissement des prix des maisons nuira à la création d'emplois au Canada. Cela s'ajoute aux déficiences qui résulteront de la réduction des reventes, des mises en chantier et des rénovations domiciliaires.

Conclusion sur les répercussions touchant le marché de l'habitation

⁴« House of Debt », par Atif Mian et Amir Sufi. The University of Chicago Press. 2014

L'activité de revente est actuellement d'environ 65 000 unités (13 %) inférieure à ce à quoi nous pourrions nous attendre; le taux annualisé est actuellement d'environ 450 000 unités, comparativement à un taux moyen à long terme de 515 000 qui peut être calculé en fonction de la population. Comme l'a souligné la recherche de la Banque du Canada, la réduction évolutive de l'activité du logement a de multiples causes. Une partie du manque à gagner est le résultat direct des tests de résistance. Les quelques chercheurs qui ont tenté de quantifier les répercussions des tests en sont arrivés à des conclusions divergentes, à savoir que l'estimation de la Banque TD est plus élevée que celle de la Banque du Canada. Comme on l'a expliqué, il semble que la SCHL estime que l'impact sera considérable, mais ses recherches n'ont pas été publiées. Le commentaire de la CIBC sur les demandes de prêt hypothécaire correspond à une forte réduction des ventes.

Aucun de ces autres commentateurs n'a parlé des ralentissements qui se dessinent pour les nouvelles constructions et les rénovations résidentielles, mais les données émergentes donnent à penser que des événements négatifs importants sont en train de se produire.

Nous ne pouvons pas dire avec certitude dans quelle mesure le ralentissement du marché de l'habitation et ses répercussions négatives en évolution (une lente érosion de l'emploi au cours des deux prochaines années — et au-delà — et une aggravation des pénuries à long terme pour l'accession à la propriété et le logement locatif) seront attribuables aux tests de résistance, mais nous pouvons dire qu'en raison des tests de tension, ces événements futurs seront pires qu'ils pourraient l'être autrement.

L'impact des tests de résistance sur les renouvellements de prêts hypothécaires

Avant d'accepter le transfert d'un prêt hypothécaire existant (non assuré), un prêteur sous réglementation fédérale doit soumettre le prêt au test de résistance B-20. Mais le prêteur actuel peut renouveler un prêt hypothécaire sans subir de test de résistance. Ce qui est préoccupant, c'est que, puisque cela pourrait empêcher certains emprunteurs en renouvellement de changer de prêteur. Ils pourraient être pris au piège de leurs prêteurs actuels, et les prêteurs pourraient exploiter la situation et leur imposer un taux d'intérêt plus élevé que celui qui serait disponible autrement. Ou encore, l'emprunteur pourrait échapper à la situation en passant à un prêteur qui n'est pas réglementé par le gouvernement fédéral, ce qui pourrait aussi entraîner un taux d'intérêt plus élevé.

On a demandé à maintes reprises que cette politique soit modifiée en raison du risque que cela crée pour les emprunteurs.

Dans un discours prononcé le 6 mai 2019⁵, M. Stephen Poloz, gouverneur de la Banque du Canada, a très brièvement discuté de certaines recherches connexes, « Le personnel de la Banque surveille également l'impact des nouvelles lignes directrices sur les prêts hypothécaires et des taux d'intérêt plus élevés sur les flux de trésorerie à mesure que les ménages renouvellent leurs prêts. D'après notre examen initial des données sur les prêts individuels en 2019, nous constatons que les paiements hypothécaires n'ont pas augmenté pour la plupart des emprunteurs qui ont récemment renouvelé un prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans. »

Cependant, cette recherche, telle qu'elle est décrite, ne répond pas à la question pertinente, qui devrait être la suivante : « Pour les emprunteurs hypothécaires qui échoueraient au test de résistance, comment les taux d'intérêt obtenus se comparent-ils aux taux des emprunteurs qui passent le test, mais qui sont autrement similaires (c.-à-d. qu'ils ont pris le même type de prêt hypothécaire et la même échéance ; ils ont le même statut assuré/non assuré ; ils ont des ratios de prêt-valeur semblables ; ils ont des antécédents de crédit semblables ; et ils ont des caractéristiques démographiques semblables) ? » D'après la description de la recherche de la Banque, il semble que les données aient regroupé les emprunteurs, qu'ils réussissent ou non le test de résistance, et par conséquent les données ne fournissent pas la comparaison nécessaire des emprunteurs qui réussissent ou échouent le test.

Je m'attends à ce que, dans le groupe d'emprunteurs qui a été analysé par la Banque (ceux qui choisissent des prêts hypothécaires à taux fixe de cinq ans), une très forte majorité ait passé le test de résistance et, par conséquent, ils n'étaient pas à risque d'être représentés :

- Au moment où ils ont contracté le prêt hypothécaire, la plupart auraient emprunté moins que ce à quoi ils étaient admissibles, par exemple, les données de la SCHL montrent que pour 2016 — l'année avant l'entrée en vigueur de son test de résistance hypothécaire révisé — le ratio d'ABD moyen pour les prêts hypothécaires assurés « transactionnels » était de 26,1 %, ce qui est bien en deçà du maximum admissible. En l'absence d'autres changements, on pourrait s'attendre à ce que la plupart des emprunteurs qui renouvellent leur prêt réussissent le test de résistance.
- Il y a eu d'autres événements qui augmentent encore les probabilités de réussir le test.
- Depuis l'obtention initiale du prêt hypothécaire, les emprunteurs auraient remboursé un montant substantiel de principal (la majorité de ces emprunteurs auront complété une période initiale de cinq ans et auront généralement remboursé près de 15 % du principal initial, en se basant uniquement sur les paiements requis, et encore plus s'ils ont fait des efforts pour payer plus que le montant minimum requis).
- De plus, leurs revenus auront augmenté.

De plus, le fait de comparer les taux d'intérêt actuels des emprunteurs à leurs taux antérieurs au renouvellement ne nous dit pas si les taux qu'ils ont reçus sont concurrentiels sur le marché actuel.

⁵ Le texte se trouve ici : <https://www.banqueducanada.ca/2019/05/partage-risques-flexibilite-avenir-prets-hypothecaires/>

D'après mon sondage informel sur les taux d'offre spéciale annoncés par les prêteurs, j'estime qu'il y a cinq ans (les quatre premiers mois de 2014), le taux moyen des prêts hypothécaires à taux fixe de cinq ans était de 3,48 %; or pour les quatre premiers mois de cette année, ce chiffre est légèrement inférieur, à 3,46 %.

Compte tenu de ces facteurs (le faible pourcentage d'emprunteurs renouvelant leurs prêts qui échoueraient à un test de résistance et les taux d'intérêt habituels du marché qui n'ont pas changé), il n'est pas surprenant que les plus récents emprunteurs ayant renouvelé n'aient pas vu leur paiement hypothécaire augmenter.

Par conséquent, ces données de la Banque du Canada ne nous disent rien sur les résultats du renouvellement des emprunteurs qui échouent au test de résistance. La conclusion implicite de M. Poloz (selon laquelle le test de résistance n'a pas influé sur les résultats du renouvellement) n'est pas appuyée par les données qu'il a fournies.

Il pourrait être impossible de mener des recherches qui nous éclaireront avec précision sur les renouvellements des emprunteurs qui échouent au test de résistance. Si quelqu'un peut le faire, c'est bien la Banque du Canada.

La fin (pour l'instant)

L'un des plus grands risques pour l'économie canadienne est une erreur de politique qui ferait chuter les prix des maisons et qui, par conséquent (et de façon tout à fait inutile), causerait une récession qui fait beaucoup de tort à des centaines de milliers de Canadiens. Je m'en inquiète.