

## Une bulle immobilière guette-t-elle le Québec? Contrairement à certaines provinces, la récente hausse des prix n'est pas inquiétante

Même si le constat d'une bulle immobilière peut être écarté pour le moment au Canada<sup>1</sup>, il importe de poser un diagnostic pour le Québec. Alors que les prix ont à peine baissé dans la province à la suite de la récession qui a pris fin l'été dernier, la tendance à la hausse n'a pas tardé à se réinstaller. Comme le niveau des prix des propriétés est maintenant plus élevé que celui qui prévalait avant le repli économique déclenché par la crise financière, il y a lieu de s'interroger sur le bien-fondé de cette ascension. Les prix actuels sont-ils soutenables? D'autres augmentations sont-elles à prévoir? Y a-t-il un risque majeur de correction des prix de l'immobilier résidentiel au Québec? Ce *Point de vue économique* permettra de répondre à ces questions et de comparer la situation avec celle qui prévaut dans l'ensemble du pays ainsi que dans les autres provinces.

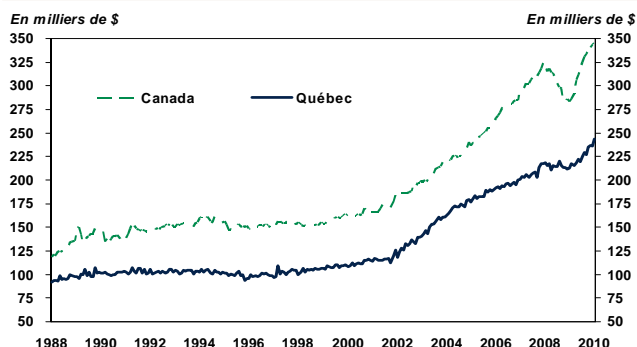
<sup>1</sup> Voir le *Point de vue économique* « La reprise de l'immobilier résidentiel au Canada surprend et inquiète – Il n'est cependant pas question de bulle pour le moment », 8 mars 2010, [http://www.desjardins.com/fr/a\\_propos/etudes\\_economiques/actualites/point\\_vue\\_economique/pv100310.pdf](http://www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv100310.pdf)

### LES HAUSSES DE PRIX SONT-ELLES JUSTIFIÉES?

À l'image de l'économie, les mouvements cycliques des prix des propriétés sont habituellement de moindre ampleur au Québec. La récente évolution du marché résidentiel témoigne une fois de plus de ce phénomène. Au Canada, le prix moyen des propriétés a baissé de 13 % du sommet de la fin de 2007 au creux du début de 2009. La rapidité avec laquelle le marché s'est par la suite remis sur pied a surpris la majorité des observateurs (graphique 1). Les prix moyens ont regagné tout le terrain perdu et ne cessent de franchir de nouveaux sommets

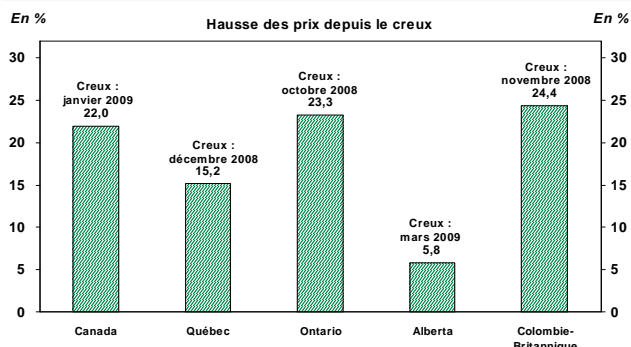
depuis. Ils excèdent d'au moins 20 %, en moyenne, le creux cyclique atteint au début de 2009 au pays. Les prix ont fortement rebondi en Ontario et en Colombie-Britannique alors que la remontée a été plus modeste au Québec (graphique 2). Comme l'ascension des prix qui a précédé la récession a été moins spectaculaire, les dégâts ont été également plus limités. Les prix, qui ont à peine reculé pendant la récession, ont toutefois repris leur trajectoire à la hausse (encadré 1 à la page 2).

Graphique 1 – Les prix de l'immobilier résidentiel sont également à un sommet historique au Québec



Sources : Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – Au Québec, la hausse des prix depuis le creux atteint lors de la récession est généralement plus faible



Sources : Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**

Directeur et économiste en chef adjoint

**Hélène Bégin**

Économiste principale

**Benoît P. Durocher**

Économiste senior

**Jean-Michel Goulet**

Économiste

**Hendrix Vachon**

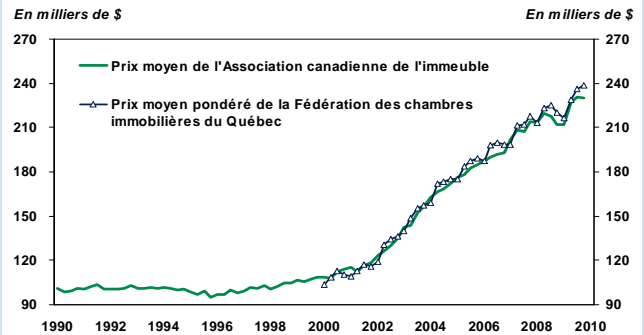
Économiste

418-835-2450 ou 1 866 835-8444, poste 2450  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Encadré 1**  
**Méthode de calcul des prix**

Deux méthodes différentes de calcul des prix ont été comparées, mais leur évolution est assez semblable (graphique 3). Les prix moyens publiés par l'Association canadienne de l'immeuble (ACI) ont le désavantage de ne pas tenir compte de la répartition géographique des transactions. Par exemple, une activité plus forte à Montréal peut biaiser à la hausse les prix moyens de la province. La compilation effectuée par la Fédération des chambres immobilières du Québec (FCIQ) s'avère sans contredit plus pertinente. Les prix sont pondérés à la fois pour la répartition géographique et pour le type de propriétés, ce qui élimine toute distorsion possible. L'évolution des prix moyens estimés par la FCIQ est toutefois comparable à celle des prix moyens de l'ACI, ce qui valide les conclusions de notre analyse.

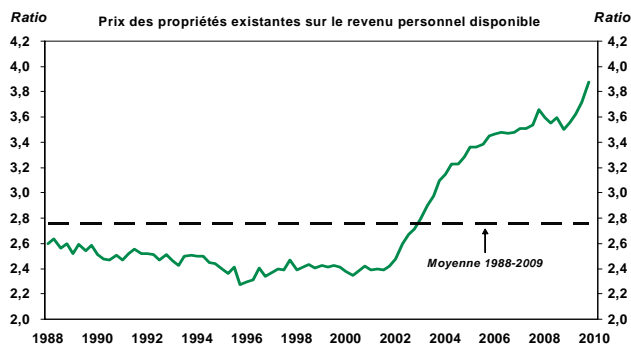
**Graphique 3 – Comparaison des prix résidentiels au Québec selon deux méthodes d'estimation différentes**



Sources : Association canadienne de l'immeuble, Fédération des chambres immobilières du Québec et Desjardins, Études économiques

Cette récente évolution des prix suscite des inquiétudes quant à la capacité du marché à poursuivre sa course. Le niveau élevé des prix pourrait-il compromettre la période d'expansion du secteur résidentiel? Chose certaine, la progression a été nettement plus rapide que celle des revenus (après impôts) depuis le début des années 2000. En dix ans, les prix des propriétés ont augmenté de 112 %, tandis que la croissance des revenus s'est limitée à 33 %. Le marché résidentiel est donc devenu excessivement cher au fil des ans, comme en témoigne le ratio du prix moyen des propriétés par rapport au revenu personnel disponible (graphique 4). La diminution des

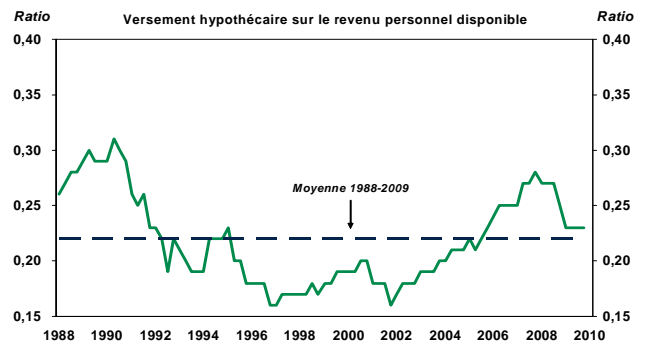
**Graphique 4 – Le marché immobilier est historiquement très cher au Québec**



Sources : Association canadienne de l'immeuble, Conference Board et Desjardins, Études économiques

taux d'intérêt a toutefois sauvé la mise. Le poids des versements hypothécaires se situe à un niveau respectable d'un point de vue historique (graphique 5) en dépit de la vive progression des prix. Par ailleurs, le choix d'acheter une maison plutôt que de demeurer à loyer est redevenu un peu plus attrayant récemment, comme le démontre la baisse du ratio du versement hypothécaire moyen sur le loyer moyen

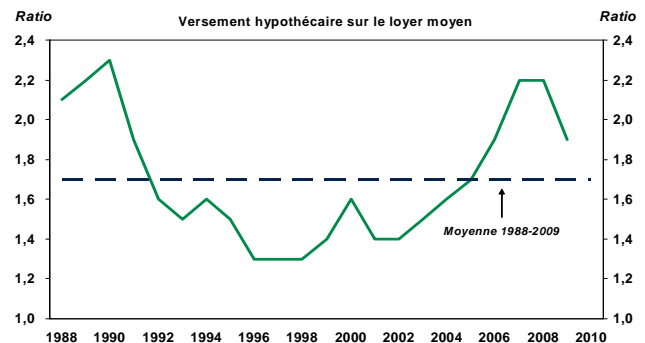
**Graphique 5 – Le poids des versements hypothécaires moyens se rapproche de la moyenne historique au Québec**



Sources : Association canadienne de l'immeuble, Statistique Canada, Conference Board et Desjardins, Études économiques

(graphique 6) vers sa moyenne historique. Malgré les fortes hausses de prix des propriétés, les paiements ne sont pas exorbitants comparativement à la location. En dépit des apparences, la situation du secteur résidentiel ne semble pas critique au Québec selon ces indicateurs.

**Graphique 6 – Le coût d'une hypothèque ne s'éloigne pas trop du loyer moyen au Québec**



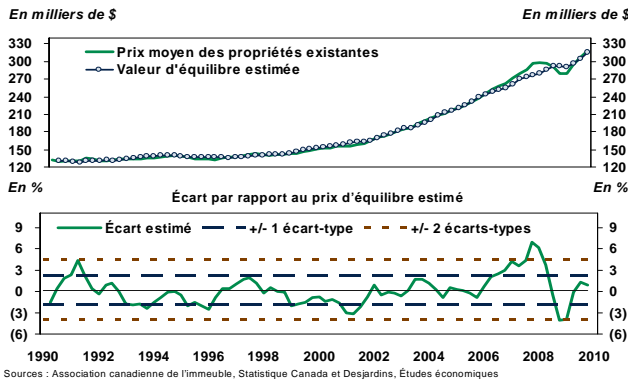
Sources : Association canadienne de l'immeuble, Statistique Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

**Encadré 2**  
**Les prix sont surévalués dans certaines provinces**

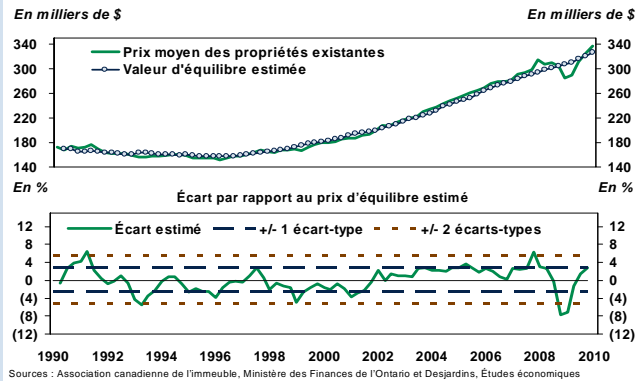
L'analyse du Canada a permis de déceler un écart légèrement positif entre le prix moyen des propriétés et la valeur d'équilibre estimée par le modèle (graphique 7). Le marché semble légèrement surévalué pour l'ensemble du pays et il mérite d'être surveillé étroitement afin de détecter la formation éventuelle d'une bulle immobilière. Comme les inquiétudes pour le Québec sont dissipées à cet égard, il importe de déterminer quelles parties du pays font dévier les prix nationaux de leur trajectoire fondamentale. D'après nos calculs, les prix actuels seraient surévalués en Colombie-Britannique et en Ontario (graphiques 8 et 9). Dans ces deux provinces, la différence entre le prix moyen observé et celui déterminé par les facteurs fondamentaux avoisine les 3 %, ce qui correspond à un écart-type pour la période estimée. Ces résultats ne sont pas étonnants étant donné que les prix y ont rebondi de près de 25 % depuis leurs creux respectifs.

De plus, les modifications qui seront appliquées à la taxe de vente dans ces deux provinces à compter du 1<sup>er</sup> juillet ont probablement amplifié l'effet de devancement des ventes de propriétés. Le marché de l'Alberta serait aussi surévalué puisque l'écart entre le prix moyen et la valeur d'équilibre approche les 10 %, soit un écart-type (graphique 10). Ailleurs au pays, les prix moyens tournent autour de la valeur d'équilibre (Atlantique, Manitoba et Québec), tandis que ceux de la Saskatchewan évoluent légèrement en deçà de ce niveau-clé. En somme, seules trois provinces se trouvent en situation de surchauffe, puisque la différence de prix entre ceux du marché et la valeur d'équilibre atteint déjà un écart-type. Pour détecter la formation possible d'une bulle immobilière, une déviation équivalant à au moins deux écarts-types devrait être observée. Cela a été le cas à la fin de 2007 au pays juste avant que la sévère correction ne survienne.

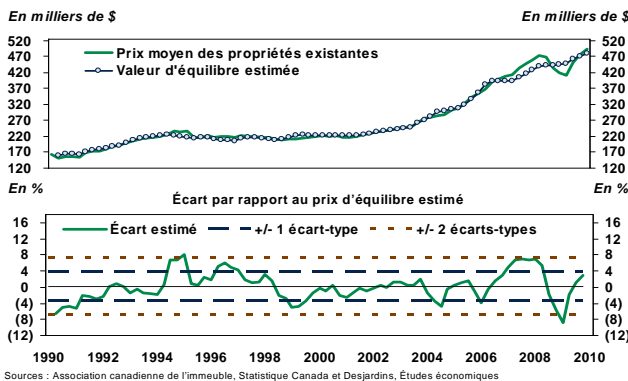
**Graphique 7 – Au Canada, la hausse des prix paraît trop rapide par rapport aux variables fondamentales**



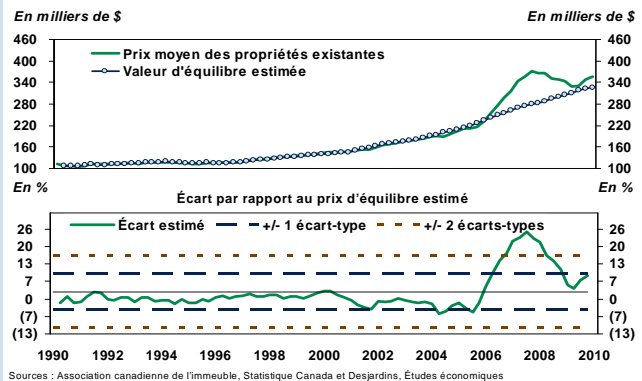
**Graphique 9 – Le marché est déjà surévalué en Ontario**



**Graphique 8 – Le marché serait en surchauffe en Colombie-Britannique**

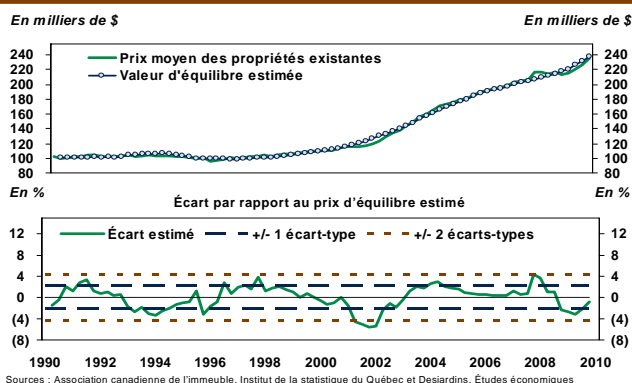


**Graphique 10 – En Alberta, la hausse des prix paraît trop élevée par rapport à la valeur d'équilibre**



Afin de déterminer si les augmentations de prix sont soutenables, il importe de considérer différents facteurs. Lorsqu'on tient compte à la fois des taux d'intérêt hypothécaires et des revenus des ménages, il est possible de déterminer un certain prix d'équilibre du marché immobilier. Au Québec, les prix observés avoisinent la valeur d'équilibre estimée (graphique 11). En effet, selon notre modèle d'estimation, les prix avoisinent la valeur associée aux facteurs fondamentaux. La situation est donc relativement plus saine qu'au Canada et que dans certaines provinces (encadré 2 à la page 3). En dépit de l'ascension quasi ininterrompue des prix depuis le début des années 2000, la situation est donc peu préoccupante au Québec. Il faut dire que, contrairement aux autres récessions, les revenus des particuliers n'ont pas baissé. Si les revenus des ménages avaient chuté, le diagnostic aurait été fort différent. Étant donné que la situation de l'emploi se redresse depuis six mois, la progression des revenus qui en résulte permet d'absorber plus facilement les hausses de prix. Chose certaine, le modèle d'estimation ne permet pas de déceler l'existence d'une bulle immobilière au Québec ou même l'émergence possible d'un tel phénomène à court terme.

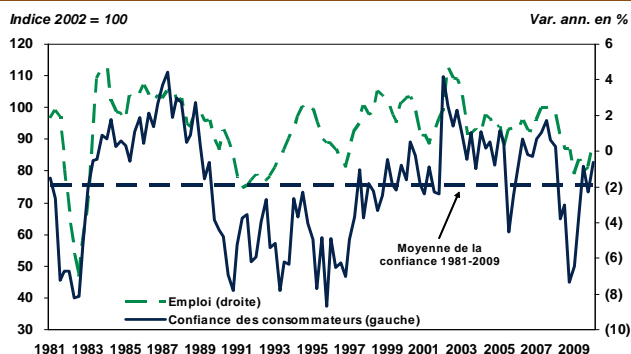
**Graphique 11 – L'augmentation des prix au Québec paraît compatible avec l'amélioration des facteurs fondamentaux**



Sources : Association canadienne de l'immobilier, Institut de la statistique du Québec et Desjardins, Études économiques

La vigueur du secteur résidentiel est actuellement soutenue par la faiblesse des taux d'intérêt, conjuguée aux effets positifs de la reprise économique sur la confiance des ménages et le marché du travail (graphique 12). Un effet de devancement

**Graphique 12 – La confiance des ménages québécois devrait augmenter au fur et à mesure que l'emploi se redresse**



Sources : Conference Board, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

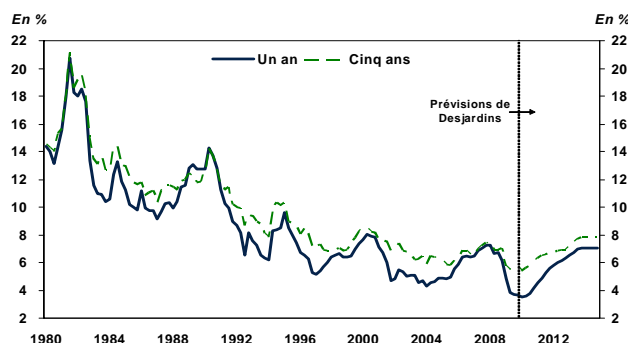
fait également tourner la roue. Plusieurs ménages qui songeaient à acquérir une propriété d'ici un an ou deux le font maintenant avant que les taux d'intérêt amorcent leur remontée. Pendant ce temps, ceux qui avaient mis leur projet en veilleuse pendant la récession passent à l'action. Comme le marché du travail devrait continuer de s'améliorer en 2010, le relèvement anticipé des taux d'intérêt (d'ici la fin de l'été ou à l'automne) ne fera que ralentir la demande d'habitations et, par le fait même, la progression des prix. Bref, le contexte économique propice à l'achat d'une propriété stimule le marché immobilier, ce qui atténue les risques de correction de prix.

Même si le secteur résidentiel ne semble pas surévalué au Québec, il y a lieu de s'interroger sur la capacité financière des ménages à soutenir les prix actuels. C'est ce que permet de déterminer l'Indice d'abordabilité Desjardins (IAD). Celui-ci tient compte à la fois du revenu des ménages, des taux d'intérêt hypothécaires, du prix des propriétés et de certains frais de possession tels que les taxes foncières et les coûts de chauffage. L'IAD est calculé en faisant le ratio entre le revenu moyen des ménages et celui qui est nécessaire afin d'obtenir un prêt hypothécaire pour une résidence au prix moyen. Plus le ratio est élevé, plus le marché résidentiel est abordable pour les ménages. Lorsque l'activité immobilière est appuyée par des facteurs économiques favorables, le risque d'un effondrement soudain des prix est extrêmement faible. Actuellement, l'IAD n'est que légèrement sous sa moyenne historique, ce qui témoigne d'une assez bonne capacité financière des ménages à faire l'achat d'une propriété.

**LA CLÉ : L'ÉVOLUTION À VENIR DES TAUX D'INTÉRÊT**

Le risque associé à une remontée importante des taux d'intérêt mérite toutefois d'être considéré. En effet, si la situation actuelle ne soulève pas d'inquiétude au Québec, les projections effectuées avec nos anticipations à l'égard des taux d'intérêt sont assez préoccupantes. L'augmentation du coût d'emprunt qui surviendra d'ici la fin de 2010 et qui se poursuivra par la suite (graphique 13) va progressivement réduire la capacité financière des ménages à acquérir une propriété. Dans

**Graphique 13 – Les taux d'intérêt hypothécaires sont au plus bas en 30 ans au Canada**

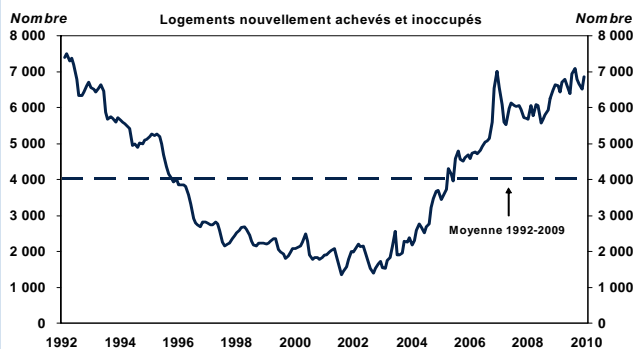


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Encadré 3 Les stocks sont faibles malgré les apparences

Les stocks de logements neufs récemment achevés qui n'ont pas trouvé preneur sont élevés d'un point de vue historique (graphique 14). La vigueur de la demande permet néanmoins d'écouler assez rapidement ces nouveaux logements. Au-delà du niveau des stocks, le nombre de mois nécessaires pour écouler les unités inoccupées constitue un meilleur indicateur, car il tient compte à la fois de l'offre et de la demande d'habitations. Par exemple, le nombre de copropriétés neuves invendues avoisine les 1 500 unités à Montréal selon la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL). Le délai de ventes des stocks de copropriétés neuves inoccupées tourne cependant autour de sept mois, une situation loin d'être préoccupante. À Québec, la

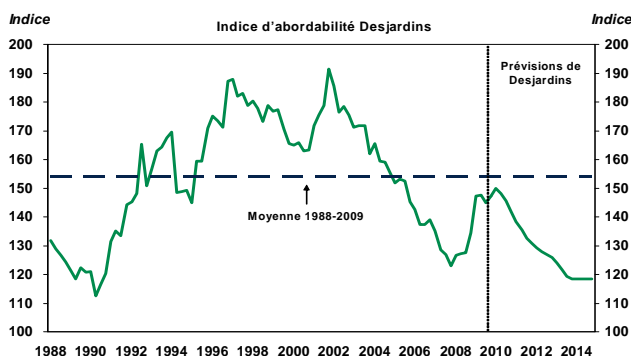
**Graphique 14 – Les stocks de logements neufs sont élevés au Québec\*, mais les délais d'écoulement sont respectables**



\* Dans les six régions métropolitaines de recensement du Québec.  
Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

moins de cinq ans, le niveau d'abordabilité pourrait s'approcher du creux observé pendant la récession du début des années 1990 (graphique 15). Mentionnons toutefois que l'hypothèse selon laquelle les prix augmenteront au même rythme que les revenus a été retenue dans le cadre de cette simulation.

**Graphique 15 – La hausse prévue des taux hypothécaires diminuera l'abordabilité au Québec**



Source : Desjardins, Études économiques

durée de l'offre dans ce segment de marché n'est que de six mois, ce qui est très respectable. Rappelons qu'au début des années 1990, il fallait plus d'un an, en moyenne, avant que l'excédent de copropriétés neuves soit vendu. La situation actuelle est donc loin d'être comparable avec ce cauchemar du passé. En dépit du niveau historiquement élevé des stocks, le délai de vente relativement court contribue à dissiper les inquiétudes concernant la construction excédentaire de copropriétés. Reste à voir dans quelle mesure les nombreux projets qui seront achevés en cours d'année seront absorbés par le marché. Si le nombre d'unités à écouler devenait largement supérieur à la demande et que la durée de l'écoulement s'allongeait de plusieurs mois, les risques de baisses de prix augmenteraient significativement.

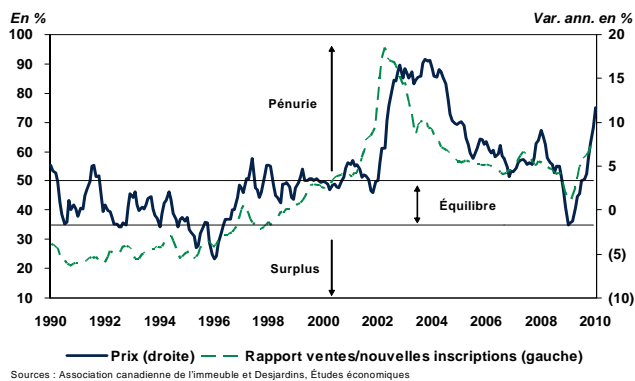
Par ailleurs, mentionnons que les stocks de logements locatifs traditionnels nouvellement construits sont presque inexistantes. Le faible taux d'inoccupation des appartements et la difficulté de rentabiliser les nouveaux projets (à l'exception du haut de gamme) contribuent à maintenir les stocks à un faible niveau. Le segment des résidences pour personnes âgées affiche une part importante d'appartements inoccupés et gonfle ainsi les stocks de logements neufs. Le nombre limité de nouveaux chantiers depuis l'an passé devrait permettre de résorber graduellement la construction excédentaire. En somme, même si les stocks de logements multiples sont élevés, la situation n'a rien d'inquiétant dans les copropriétés et les appartements locatifs traditionnels, ce qui tempère les risques de construction excédentaire. La menace d'une offre trop abondante d'habitations neuves peut donc être écartée.

Il y a vingt ans, le niveau élevé des taux d'intérêt hypothécaires qui ont grimpé au-delà des 10 % et les mises à pied massives attribuables à la récession ont littéralement fait chuter la demande d'habitations. Le secteur résidentiel a rapidement basculé en situation de surplus, ce qui a provoqué une longue période de stagnation des prix et même, pour certaines années, une diminution. Étant donné que la construction excédentaire de la fin des années 1980 a mis du temps à se résorber, le marché a mis près d'une décennie à sortir de sa phase de léthargie. La situation actuelle est différente à plusieurs égards. La reprise économique semble bien enclenchée et la période de récupération de l'emploi est déjà avancée. Du côté de l'offre, les promoteurs et les constructeurs d'habitations ont appris des leçons du passé et font preuve de prudence (encadré 3). Dans ce contexte, seule la remontée des taux d'intérêt représente un risque pour le secteur résidentiel. Même s'il n'y a pas de bulle immobilière au Québec et que la probabilité d'une correction des prix semble extrêmement faible à court terme, il faudra voir dans quelle mesure le marché réagira à la remontée progressive des taux d'intérêt.

### LA PÉNURIE ALIMENTE LES HAUSSES DE PRIX

Un recul des prix n'est certainement pas à prévoir à court terme. Avant d'assister à une diminution, il faudrait d'abord que le marché bascule en situation de surplus comme cela a été le cas pendant presque toute la décennie 1990. Une demande amorphe et une offre excédentaire de logements neufs avaient alors exercé une pression à la baisse sur les prix. Actuellement, la construction neuve n'est pas excessive. Le marché de la revente se trouve dans un état de pénurie puisque le nombre de propriétés à vendre est insuffisant pour combler la demande des acheteurs. D'après la SCHL, le marché existant est en équilibre lorsque le rapport entre les ventes et le nombre de propriétés nouvellement mises en vente se situe entre 35 et 50 (graphique 16). À ce stade, la progression des prix avoisine habituellement le rythme de l'inflation.

**Graphique 16 – La situation de pénurie du marché immobilier favorise les hausses de prix au Québec**

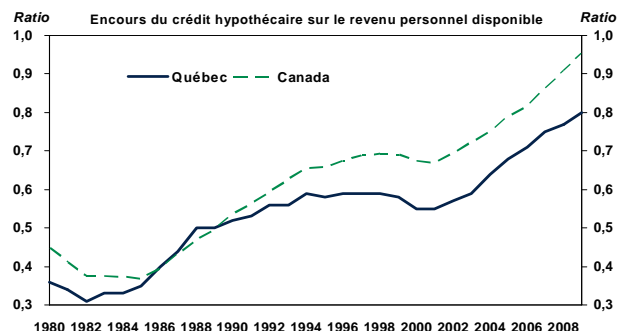


Un autre indicateur de tension du marché de la revente, soit le ratio du nombre de vendeurs par rapport au nombre d'acheteurs, s'avère encore plus révélateur et, surtout, plus complet. Il s'agit en fait du ratio des inscriptions totales de propriétés à vendre (nombre de vendeurs) par l'entremise des agents immobiliers par rapport au nombre de ventes effectuées au cours du même mois (nombre d'acheteurs). Le marché est considéré à l'équilibre lorsqu'on compte huit à dix vendeurs par acheteur. Au-delà de cette marque, il s'agit d'une situation de surplus qui exerce des pressions baissières sur les prix. Cela a été le cas de l'automne 2008 jusqu'au printemps 2009 en raison de la chute de la demande attribuable à la récession au Québec. Un retour à l'équilibre a été observé par la suite, et une situation de légère pénurie semble se dessiner depuis l'automne. Le marché se trouve toutefois loin d'une situation de surchauffe qui se caractérise par un ratio en deçà de cinq vendeurs par acheteur.

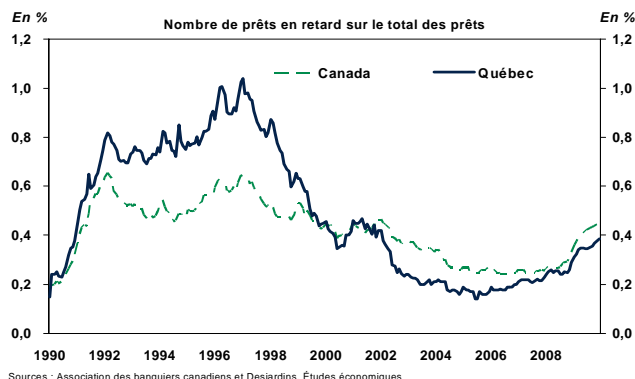
Le fait que les vendeurs soient actuellement en position de force favorisera des augmentations de prix supérieures à l'inflation (1,5 % anticipée en 2010 et 2,1 % en 2011). Nos pronostics tablent sur une progression des prix des résidences de

5,5 % cette année et de 2,5 % l'an prochain. À court terme, les hausses de taux hypothécaires ne seront tout simplement pas suffisantes pour déséquilibrer complètement le marché. Même si le relèvement des taux hypothécaires s'avère modéré, conformément à nos prévisions, les ménages doivent se garder une marge de manœuvre. Par exemple, le taux affiché pour le terme de cinq ans, actuellement sous les 5,5 %, pourrait approcher les 8 % d'ici la fin de 2013. L'accès à la propriété sera plus difficile pour les premiers acheteurs, tandis que les conditions de crédit seront moins avantageuses pour ceux qui devront renouveler leur hypothèque. Les inquiétudes soulevées récemment par la Banque du Canada au sujet de l'endettement des ménages et les mesures annoncées le 16 février par le ministre fédéral des Finances sont en quelque sorte un appel à la prudence. Ce constat vaut aussi pour le Québec puisque le taux d'endettement hypothécaire est élevé (graphique 17) et que la proportion de prêts hypothécaires en souffrance augmente depuis quelques mois (graphique 18). Le fait de resserrer les règles d'octroi des prêts hypothécaires constitue une bonne façon de tempérer le marché. Le risque associé à la remontée des taux d'intérêt est bien présent pour le marché immobilier, mais il s'agit davantage d'un enjeu de moyen terme.

**Graphique 17 – Le crédit hypothécaire a augmenté plus rapidement que les revenus au Québec, surtout pendant les années 2000**



**Graphique 18 – La proportion des prêts hypothécaires en souffrance a faiblement remonté au Québec**



**Tableau 1 – Bilan des indicateurs-clés pour évaluer la présence ou la formation d'une bulle immobilière au Québec**

	<i>Indicateurs</i>	<i>Critères</i>	<i>Bulle</i>	<i>Caractéristiques</i>
1.	Ratio – prix moyen/revenu disponible	Écart par rapport à la moyenne historique	Oui	Incomplet, car ne tient pas compte du coût d'emprunt.
2.	Ratio – versement hypothécaire/revenu disponible	Écart par rapport à la moyenne historique	Non	Plus complet que le point 1, car tient compte de la marge de manœuvre attribuable aux taux hypothécaires.
3.	Ratio – versement hypothécaire/loyer moyen	Écart par rapport à la moyenne historique	Non	Indicateur comparatif des coûts de propriété et de location.
4.	Valeur d'équilibre des prix	Écart du prix moyen par rapport au prix d'équilibre estimé	Non	Prix d'équilibre tel que calculé par le modèle basé sur les variables fondamentales de long terme (relation entre les prix, les revenus et les taux hypothécaires).
5.	Indice d'abordabilité Desjardins	Écart par rapport à la moyenne historique	Non	Mesure la capacité financière des ménages à acquérir une propriété. Tient compte de tous les coûts et du revenu de qualification nécessaire.
6.	Ratio – ventes/nouvelles inscriptions	> 50 risque de surchauffe	Oui	Incomplet, ne tient pas compte de tous les mandats de ventes des agents immobiliers.
7.	Ratio – inscriptions totales/ventes (ou ratio vendeurs/acheteurs)	< 5 en surchauffe	Non	Plus complet que le point 6, car tient compte de toutes les propriétés à vendre par les agents immobiliers.
8.	Nombre de logements neufs achevés et inoccupés (stocks)	Écart par rapport à la moyenne historique	Oui	Indicateur partiel. Si les stocks sont élevés et que la demande est soutenue, non problématique.
9.	Durée de l'écoulement des stocks (en mois)	Écart par rapport à la moyenne historique	Non	Plus complet que le point 8, car tient compte de la demande. Nombre de mois pour écouler le stock de logements neufs.
10.	Niveau d'endettement des ménages	Écart par rapport à la moyenne historique	Oui	Encours du crédit hypothécaire sur le revenu personnel disponible. Incomplet, car poids financier dépend des taux d'intérêt.
11.	Proportion de prêts hypothécaires en souffrance	Écart par rapport à la moyenne historique	Non	Indicateur fortement lié à l'évolution des faillites personnelles.

Source : Desjardins, Études économiques

D'ici un an ou deux, la probabilité d'assister à une baisse de prix dans le secteur résidentiel, en raison d'une chute de la demande provoquée par une augmentation du coût d'emprunt, est très faible. Les risques d'une correction brusque des prix, alors qu'il n'y a pas apparence de bulle immobilière au Québec, sont minimes (tableau 1). L'évolution à venir des taux

d'intérêt sera la clé dans le cycle actuel. Leur remontée, qui s'enclenchera probablement d'ici la fin de l'été ou à l'automne, risque d'affecter la situation financière des ménages au cours des prochaines années. Cette question sera d'ailleurs analysée en profondeur lors d'un prochain *Point de vue économique*.

**Hélène Bégin**  
Économiste principale

**Yves St-Maurice**  
Directeur et économiste en chef adjoint