

La reprise rapide de l'immobilier résidentiel au Canada surprend et inquiète Il n'est cependant pas question de bulle pour le moment!

Les effets de la récession n'auront pas duré longtemps sur le marché de l'habitation canadien. Ce dernier a connu un tel essor depuis un an que certains parlent d'un marché surévalué, voire d'une bulle immobilière. Les mises en chantier ont rapidement repris un rythme plus soutenu, mais c'est surtout le rebond spectaculaire du nombre de transactions et du prix des propriétés existantes qui inquiète certaines personnes. Après une correction durant la récession, le prix des propriétés a bondi de plus de 20 % en moyenne pour l'ensemble du Canada en moins d'un an et les transactions sont en hausse de plus de 60 %. Le prix moyen des propriétés au pays est maintenant 6 % supérieur à son niveau d'avant la récession. Les préoccupations sont d'autant plus grandes dans un environnement où les taux d'intérêt, actuellement à un creux historique, pourraient être appelés à remonter avant la fin de l'année et tout au cours de l'an prochain. Le gouverneur de la Banque du Canada, M. Mark Carney, a d'ailleurs récemment conseillé à la population de bien considérer cette éventualité avant de prendre la décision d'emprunter. Une telle mise en garde devrait amener les gens à analyser l'impact d'une hausse éventuelle des taux d'intérêt sur leurs versements hypothécaires avant de s'engager dans l'achat d'une propriété.

La présente analyse cherche à faire le point sur la situation actuelle du marché immobilier canadien. Les chiffres semblent démontrer qu'il y a à l'heure actuelle un niveau d'activité inhabituel dans ce secteur, ce qui projette l'image d'une surchauffe et suggère même à certains le début de la formation d'une bulle sur le marché de l'habitation. La question est délicate parce qu'une bulle, lorsqu'elle est gonflée à bloc et qu'elle éclate soudainement, peut provoquer des dommages importants à l'économie, comme l'a démontré récemment l'expérience américaine. Dans une économie de marché comme la nôtre, les mécanismes d'ajustement pour retrouver l'équilibre sont efficaces, mais parfois brusques et violents. Les déséquilibres peuvent dans certains cas être anticipés, et des interventions peuvent être mises en place pour adoucir le retour à un équilibre. À la lumière de notre analyse à l'échelle canadienne, il n'y a pas lieu de s'inquiéter indûment de l'évolution actuelle du secteur de l'immobilier résidentiel au Canada, mais il faut demeurer vigilant parce que la situation peut changer rapidement. Les gestes posés dernièrement par le ministre Flaherty indiquent clairement qu'il vaut mieux prévenir que guérir.

D'OÙ VIENNENT LES INQUIÉTUDES DE CERTAINS?

Le marché immobilier résidentiel canadien a connu une certaine stagnation durant la majeure partie des années 1990. Non seulement la récession observée au début de cette décennie avait entraîné d'importantes pertes d'emplois ainsi qu'un affaiblissement de la confiance des ménages, mais les taux d'intérêt hypothécaires avaient augmenté de façon considérable alors que les autorités monétaires entamaient

leur processus de maîtrise de l'inflation. De plus, le marché canadien était à l'époque aux prises avec une offre excédentaire, que ce soit au sein des logements neufs ou des propriétés existantes. Cette décennie de relative stabilité a toutefois laissé place à une progression exceptionnelle au tournant du millénaire. Ainsi, les ventes de propriétés existantes ont augmenté d'environ 70 % entre la fin de 1999 et le début de 2007 (graphique 1 à la page 2).

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

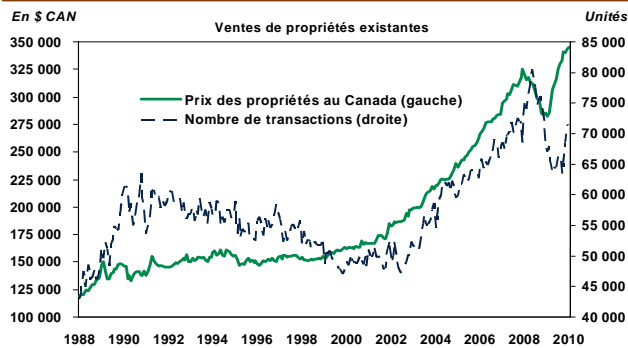
Benoît P. Durocher
Économiste senior

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

Hendrix Vachon
Économiste

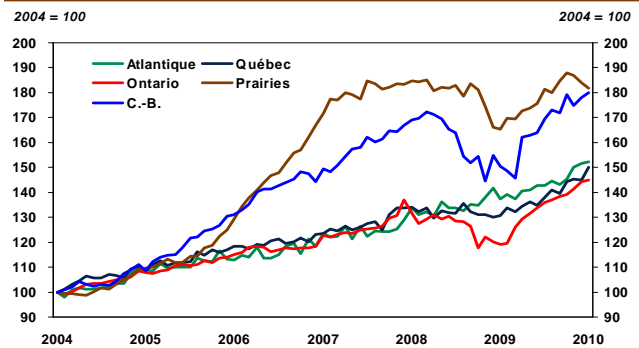
514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Graphique 1 – L'activité s'accélère au sein du marché immobilier résidentiel canadien



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

Graphique 2 – Prix des propriétés existantes au Canada



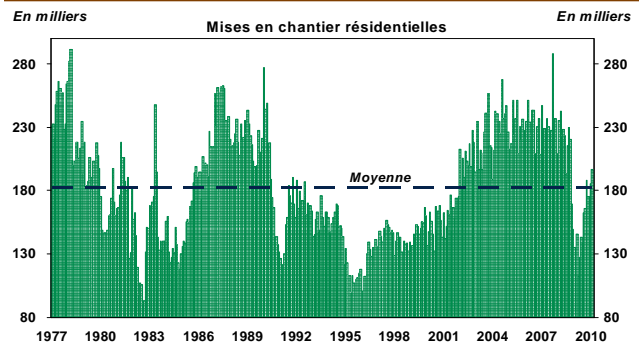
Sources : Association canadienne de l'immeuble, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Cette effervescence a évidemment entraîné une hausse significative des prix, qui ont atteint leur apogée en décembre 2007, avec une progression totale de presque 100 % par rapport à la fin de 1999. La crise financière survenue en 2008 et la récession qui s'est ensuivie ont toutefois provoqué un revirement de tendance. La correction observée en 2008 s'est ainsi soldée par une réduction de près de 40 % des ventes et de 13 % du prix moyen des propriétés au Canada. Cette tendance baissière a cependant été de courte durée et une remontée significative est en cours depuis le début de 2009. Avec une augmentation de 22 % depuis janvier 2009, le prix moyen des propriétés a rapidement dépassé le niveau atteint avant la récession et la crise financière, d'où une recrudescence des inquiétudes face à une possible surchauffe du marché immobilier.

Comme le démontre le graphique 2, la croissance des prix a été variable d'une province à l'autre au cours des dernières années. Les Prairies et la Colombie-Britannique ont connu des hausses beaucoup plus spectaculaires que le Québec, l'Atlantique et même l'Ontario. Les disparités régionales au Canada et tout particulièrement la situation du marché au Québec ont été analysées dans un autre *Point de vue économique* intitulé « Une bulle immobilière guette-t-elle le Québec? ». Toutefois, seule la situation canadienne dans son ensemble est abordée dans la présente analyse.

La construction résidentielle neuve a, elle aussi, subi d'importantes fluctuations au cours des dernières années. La vitalité du marché immobilier durant la majeure partie des années 2000 a favorisé un niveau assez élevé de mises en chantier (graphique 3). Comme cela a été le cas lors des

Graphique 3 – Les mises en chantier augmentent rapidement au Canada... mais le niveau ne semble pas excessif



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

dernières récessions, le nombre de mises en chantier a chuté radicalement en 2008 et au début de 2009. À l'image des reprises économiques précédentes, les derniers mois ont cependant été marqués par une importante accélération du nombre de mises en chantier. Par contre, il semble que cet accroissement des mises en chantier ne soit pas suffisant pour calmer le marché des propriétés existantes.

LES RISQUES DE CORRECTION PARAISSENT LIMITÉS

Un indicateur souvent utilisé pour déterminer la présence d'une surchauffe sur le marché immobilier est le rapport entre le prix moyen des propriétés et le revenu disponible des ménages. Ce ratio a fortement bondi dernièrement et il s'est considérablement éloigné de sa moyenne historique (graphique 4 à la page 4). En fait, il est en forte croissance depuis le début du siècle, ce qui laisse perplexé. Un ménage débourse maintenant environ 3,3 fois son revenu disponible pour se porter acquéreur d'une maison alors que la moyenne des années 1990 est plutôt autour de 2,3 fois. Cependant, le signal envoyé par ce ratio est parfois biaisé par d'autres facteurs, notamment l'évolution des taux d'intérêt.

¹ Voir le *Point de vue économique* « Une bulle immobilière guette-t-elle le Québec? – La récente hausse des prix n'est pas inquiétante, contrairement à certaines provinces », 10 mars 2010, www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv100308.pdf.

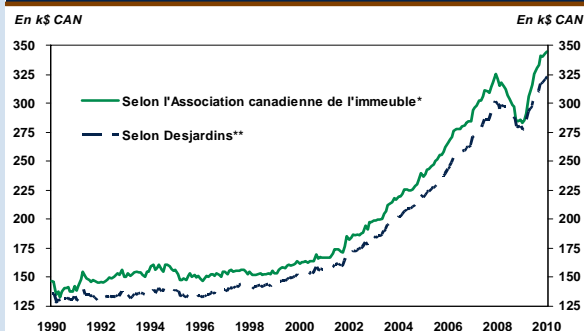
Encadré 1 Indice des prix des maisons existantes

La série du prix moyen des maisons existantes compilée par l'Association canadienne de l'immeuble, qui sert habituellement de référence dans l'analyse de l'évolution des prix de l'immobilier, peut parfois porter à confusion. C'est que cette moyenne est compilée à partir des transactions effectuées à chaque période. Ainsi, dans le cas où le marché immobilier est plus actif dans une région, il en résulte un plus grand nombre de transactions, ce qui accroît l'importance relative de cette région dans le calcul de la moyenne nationale. Or, d'importantes disparités régionales sont présentes au sein des prix de l'immobilier au Canada. Par exemple, le prix moyen des maisons existantes était de 194 112 \$ en janvier dernier en Atlantique, tandis que la Colombie-Britannique affichait une moyenne de 499 843 \$.

Toutes proportions gardées, l'activité au sein du marché immobilier a été beaucoup plus importante dans l'ouest du pays ainsi qu'en Ontario. L'importance de ces régions dans le calcul de la moyenne nationale a donc été accentuée au cours des dernières années. Or, il se trouve que ces dernières sont aussi celles affichant les prix les plus élevés, un phénomène qui a contribué à gonfler le prix moyen pour l'ensemble du pays.

Il est évident que cette façon de compiler la moyenne nationale ne donne pas toujours un juste portrait de la valeur de l'ensemble du parc immobilier canadien. Une façon plus adéquate d'obtenir une évaluation de la valeur moyenne de toutes les maisons existantes au Canada serait d'effectuer les calculs à partir de l'importance relative du nombre de propriétés dans chacune des régions. Pour y parvenir, nous avons estimé la quantité de propriétés dans chacune des provinces à l'aide du nombre de ménages et le pourcentage de ces derniers se déclarant propriétaires de leur logement. Le graphique A démontre l'écart dans l'évaluation du prix moyen des maisons existantes au Canada selon les calculs de l'Association canadienne de l'immeuble et ceux des Études économiques du Mouvement Desjardins. Non seulement le prix moyen calculé par Desjardins est inférieur, mais il a présenté de moins grandes fluctuations au cours des derniers mois.

Graphique A – Prix des propriétés existantes au Canada



* Pondération selon l'importance relative des transactions immobilières.
 ** Pondération selon l'importance relative du parc immobilier.
 Sources : Association canadienne de l'immeuble, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique B – Comparaison entre les deux méthodes d'estimation du prix moyen des propriétés existantes au Canada

Résultats de janvier 2010			
Provinces	Prix moyen dans la province	Poids de la province selon le nombre de transactions	Poids de la province selon le nombre de propriétés
Terre-Neuve-et-Labrador	230 148 \$	1,0 %	1,8 %
Île-du-Prince-Édouard	154 988 \$	0,3 %	0,5 %
Nouvelle-Écosse	212 977 \$	2,0 %	3,2 %
Nouveau-Brunswick	153 334 \$	1,6 %	2,8 %
Québec	244 277 \$	17,6 %	21,8 %
Ontario	343 862 \$	42,3 %	37,3 %
Manitoba	222 808 \$	2,5 %	3,7 %
Saskatchewan	238 336 \$	2,1 %	3,4 %
Alberta	344 852 \$	10,6 %	11,6 %
Colombie-Britannique	499 843 \$	20,0 %	13,9 %
Prix moyen au Canada* selon la pondération		345 006 \$	323 528 \$

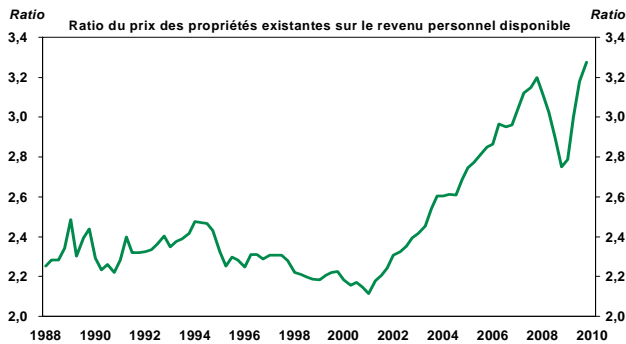
* En excluant les territoires.
 Sources : Association canadienne de l'immeuble, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Afin de pallier ces lacunes, un modèle économétrique basé sur la relation de long terme entre le prix des propriétés et le revenu disponible, ainsi que sur l'évolution des taux d'intérêt a été estimé. Le modèle incorpore également les fluctuations économiques à court terme et les variations passées du prix des propriétés. Pour aussi corriger un biais qui existe dans le calcul actuel du prix moyen des propriétés existantes au Canada, une nouvelle évaluation de ce prix moyen a été effectuée pour tenir compte des importantes disparités

régionales des prix des propriétés au Canada. L'encadré 1 ci-dessus présente plus de détails sur les ajustements réalisés et les résultats.

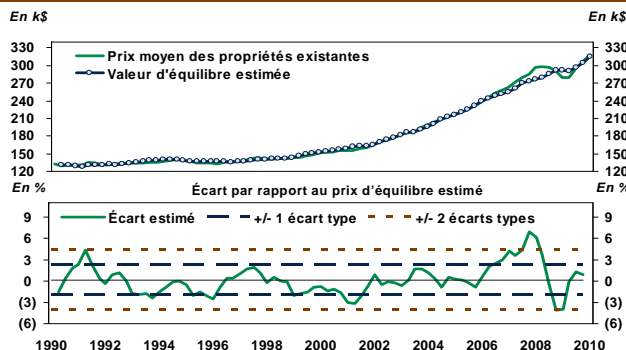
Contrairement au simple ratio prix moyen des propriétés/revenu disponible, l'estimation d'une valeur d'équilibre à partir du modèle économétrique montre que le prix moyen des propriétés au Canada indiquerait un certain déséquilibre légèrement favorable à une hausse des prix (graphique 5 à la

Graphique 4 – Le marché immobilier canadien redevient cher...



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

Graphique 5 – La hausse des prix des propriétés au Canada paraît un peu plus rapide que le suggèrent les variables fondamentales



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

page 4). Pour bien saisir la situation actuelle, il faut toutefois se demander si ce déséquilibre est susceptible de créer une surévaluation du marché qui pourrait se transformer plus tard en une bulle ou si c'est simplement un déséquilibre temporaire sur le marché qui va se résorber doucement avec les mécanismes d'ajustement de l'offre et de la demande.

Il n'y a pas à proprement parler de critères pour définir un marché en effervescence ou en léger déséquilibre, en surchauffe ou encore une bulle immobilière. Aux fins de notre analyse, l'écart entre le prix moyen observé et le prix d'équilibre a été calculé. Cela a permis d'estimer les écarts-types² par rapport à la valeur d'équilibre. Si l'on fait l'hypothèse que les valeurs observées se situent à moins d'un écart-type, le marché pourrait être considéré en léger déséquilibre. Entre un et deux écarts-types, le marché serait plutôt en surchauffe. Si la différence avec le prix d'équilibre est supérieure à deux écarts-types, il y a tout lieu de croire qu'une bulle pourrait être en formation et que les risques d'une stagnation prolongée ou

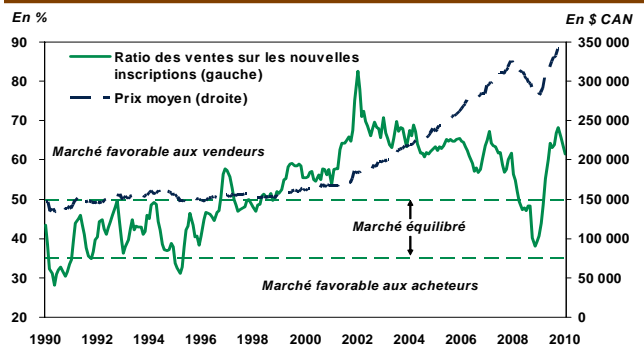
² L'écart-type représente la moyenne des écarts relatifs entre le prix moyen observé et le prix d'équilibre.

d'une correction augmentent. Selon ces critères, il est donc avisé de conclure que le marché immobilier canadien actuel s'approche à peine d'une position jugée surévaluée, mais on est encore loin de parler de la formation d'une bulle. Cependant, l'écart qui s'est construit en 2006 et en 2007 aurait probablement pu être dangereux pour la création d'une bulle. Une correction relativement sévère a d'ailleurs suivi en raison de l'éclatement de la crise financière et de la récession.

L'AVANTAGE EST CLAIREMENT DU CÔTÉ DES VENDEURS

Outre les modèles économétriques, plusieurs autres indicateurs peuvent être utilisés pour évaluer l'état du marché immobilier. De ceux-ci, le ratio des ventes de propriétés existantes sur les nouvelles inscriptions est le plus éloquent (graphique 6). Selon la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), le marché immobilier est jugé en équilibre lorsque ce ratio se maintient entre 35 et 50, ce qui permet de contenir les pressions sur les prix. Par contre, lorsque le ratio dépasse la barre de 50, que ce soit par une hausse des ventes ou une progression moins importante des nouvelles inscriptions (toutes proportions gardées), le marché devient favorable aux vendeurs et à une croissance plus musclée des prix. Or, après une certaine diminution à compter de 2008, le ratio est rapidement revenu dans une zone favorisant une progression des prix.

Graphique 6 – Un marché canadien favorable aux vendeurs et à une hausse de prix



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

Force est de constater qu'il y a trop d'acheteurs pour le nombre de propriétés nouvellement mises en vente sur le marché, créant une pression à la hausse sur les prix. En principe, dans un marché très fluide, l'offre devrait s'adapter rapidement à la demande, mais, sur le marché immobilier, de tels ajustements prennent du temps à se réaliser. Les projets de construction exigent un certain temps avant de se mettre en place. L'achat des terrains par les promoteurs, l'obtention des permis et toutes les exigences à respecter demandent du temps. Si l'offre est trop lente à réagir, les pressions sur le marché peuvent s'amplifier au point de devenir difficilement supportables.

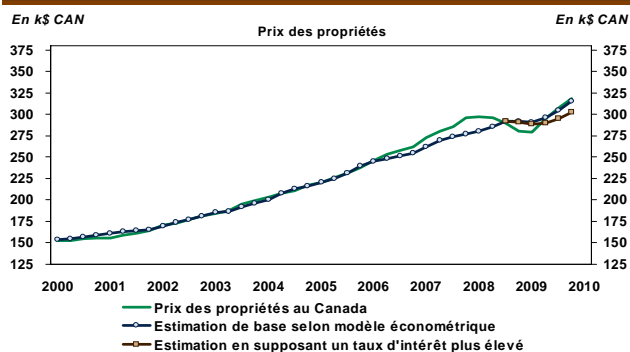
Cependant, cela ne veut pas nécessairement dire que le marché est devenu irrationnel.

UNE DEMANDE STIMULÉE PAR DES CONDITIONS TRÈS FAVORABLES

En réponse à la crise financière et à la récession de 2008-2009, la Banque du Canada a considérablement réduit ses taux d'intérêt directs au cours des derniers trimestres. À 0,25 %, le taux cible des fonds à un jour n'a jamais été aussi bas. Les taux d'intérêt sur les marchés financiers ont aussi suivi cette tendance baissière. Cet environnement de bas taux d'intérêt a évidemment été propice à une importante réduction des taux hypothécaires. Par exemple, le taux affiché d'une hypothèque fermée de cinq ans est passé d'environ 7,5 % au début de 2008 à près de 5,4 % actuellement, et les taux concédés sont parfois inférieurs. Cette réduction a été encore plus importante sur les échéances plus courtes et sur les taux variables.

Il va sans dire que la baisse des taux d'intérêt est grandement favorable au marché immobilier en réduisant les paiements hypothécaires. Les acheteurs peuvent ainsi se permettre des résidences plus chères avec le même paiement mensuel. Si les taux d'intérêt étaient demeurés constants depuis le début de 2008, le prix moyen des propriétés existantes au Canada aurait sans aucun doute augmenté moins rapidement. Une simulation réalisée avec notre modèle économétrique suggère d'ailleurs qu'un écart de prix de 4,4 % serait actuellement attribuable aux bas taux d'intérêt (graphique 7). Cela est sans compter le fait que plusieurs ménages sont probablement incités à devancer l'acquisition d'une résidence pour profiter de ces taux avant qu'ils n'augmentent.

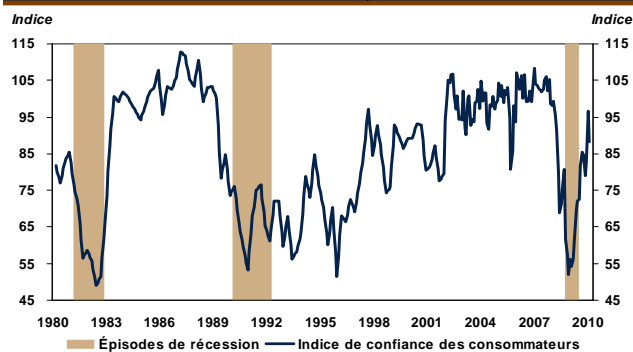
Graphique 7 – Sans la baisse des taux d'intérêt, les prix n'auraient probablement pas augmenté aussi rapidement au Canada



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

Outre les bas taux d'intérêt, le redressement de la confiance des ménages a probablement stimulé le marché. Après une chute considérable lors de la crise financière et de la récession économique, la confiance des Canadiens a fortement progressé depuis le début de 2009. À 88,3 en février dernier, l'indice de la confiance des consommateurs avait ainsi presque rejoint le

Graphique 8 – La remontée de la confiance des ménages canadiens est importante



Sources : Conference Board du Canada et Desjardins, Études économiques

niveau observé avant son importante diminution (graphique 8). Il va sans dire que ce regain de la confiance amène de nombreux ménages à être actifs au sein du marché immobilier. Une partie de la récente vigueur du marché immobilier peut d'ailleurs être expliquée par la présence d'une demande refoulée. Ainsi, de nombreux ménages restés sur les lignes de côté durant la récession ont repris confiance et gonflent actuellement les ventes. De plus, la récente stabilisation du taux de chômage, alors qu'une légère tendance à la hausse semble s'installer au sein de l'emploi, se reflète positivement sur le marché immobilier.

Cette embellie est évidemment possible grâce à l'abondance du crédit hypothécaire. Le système bancaire canadien est d'ailleurs de plus en plus cité en exemple parce qu'il a réussi à traverser la récente crise sans trop de heurts. Les institutions financières canadiennes ont donc rencontré peu de problèmes de liquidités. Ainsi, les conditions de crédit à l'habitation ont été moins resserrées au pays, de sorte que l'encours du crédit hypothécaire n'a jamais perdu de terrain.

Des changements apportés dans le système de taxation de certaines provinces apportent aussi des stimuli supplémentaires au marché immobilier. L'harmonisation de la taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services prévue en juillet prochain en Ontario et en Colombie-Britannique pourrait entraîner une augmentation de certains coûts, en particulier lors de l'achat d'une maison existante. Par exemple, les services de courtage immobilier, les frais légaux et de déménagement deviendront entièrement taxables. On peut donc supposer que certains ménages ontariens et britanno-colombiens devancent ou devanceront leur achat de quelques mois afin d'éviter ces coûts additionnels, ce qui entraînera évidemment une demande plus importante d'ici la mi-2010. Il est donc possible qu'un certain ralentissement se fasse sentir par la suite, mais rien ne garantit que le marché se calmera suffisamment pour modérer la croissance des prix à un niveau plus soutenable à long terme.

Les changements passés à la réglementation canadienne ont ouvert l'accès à la propriété à de nombreux ménages qui autrement n'auraient peut-être jamais eu l'idée de se lancer dans l'aventure. Par exemple, en 2006, la période d'amortissement maximale d'un prêt hypothécaire avait été prolongée de 25 à 40 ans et la règle d'une mise de fonds minimale de 10 % avait été abolie. Ces mesures avaient eu alors un effet non négligeable sur la demande. Les prix avaient d'ailleurs commencé à s'éloigner fortement de l'équilibre au début de 2008. L'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis et la crise du crédit qui a suivi partout sur la planète ont permis de refroidir le marché. Malgré que le calme soit revenu, l'impact de ces assouplissements passés semble toujours se faire sentir sur la demande.

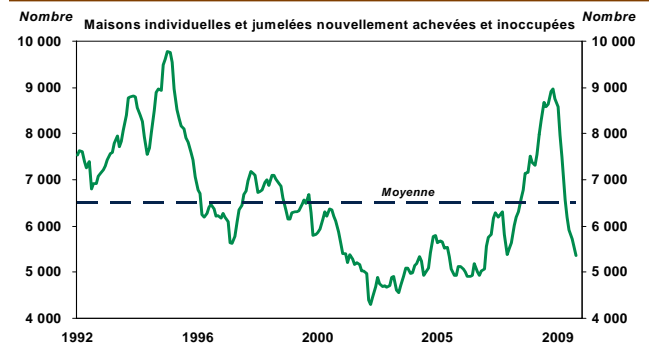
Cela dit, certaines conditions ont été resserrées depuis, de sorte que seule une partie de ces effets pourrait encore se faire sentir. La période d'amortissement maximale a récemment été ramenée à 35 ans, et une mise de fonds minimale de 5 % est maintenant exigée. Cependant, le gouvernement fédéral a aussi mis en place un crédit d'impôt pour les premiers acheteurs d'une propriété et des crédits d'impôt pour rénovation. Il ne faut pas oublier non plus le relèvement de 20 000 \$ à 25 000 \$ des sommes maximales qui peuvent être retirées d'un REER dans le cadre du programme du régime d'accès à la propriété (RAP).

FAUT-IL CALMER L'ARDEUR DES ACHETEURS?

La vigueur actuelle du marché de l'immobilier risque d'être difficile à briser étant donné que de nombreux facteurs favorables seront encore bien présents à court terme. Du côté de l'offre, le nombre de maisons individuelles et jumelées nouvellement achevées mais non occupées est à un niveau légèrement inférieur à sa moyenne historique (graphique 9). Dans ce contexte, l'offre de logements neufs disponibles pourrait ne plus répondre adéquatement à la forte demande actuelle de propriétés. Du côté des logements multiples, la disponibilité est plus grande (graphique 10). Ces chiffres comprennent cependant non seulement les copropriétés à vendre, mais aussi les appartements en location et ceux pour personnes âgées. Il est donc difficile de conclure par rapport aux logements multiples achevés et non occupés. En revanche, l'alternative d'acheter une maison plutôt que de louer un logement semble plus attrayante étant donné la baisse du ratio du versement hypothécaire moyen sur le loyer moyen (graphique 11) vers sa moyenne historique, et ce, malgré les fortes hausses de prix des propriétés. Cela peut expliquer en partie la hausse des stocks de logements multiples nouvellement achevés et non occupés. Les gens préfèrent acheter plutôt que louer.

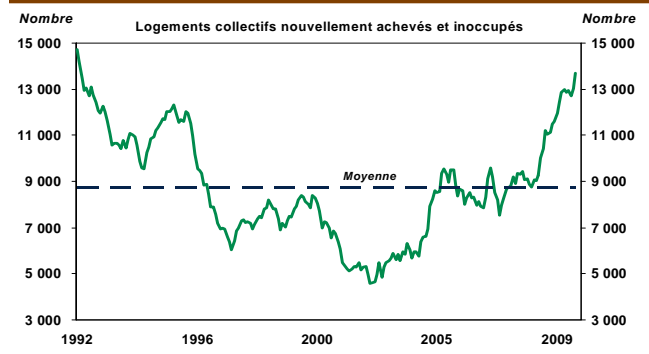
Finalement, le ratio des versements hypothécaires sur le revenu personnel disponible se situe actuellement près de sa

Graphique 9 – Baisse du stock de maisons individuelles et jumelées achevées mais inoccupées au Canada



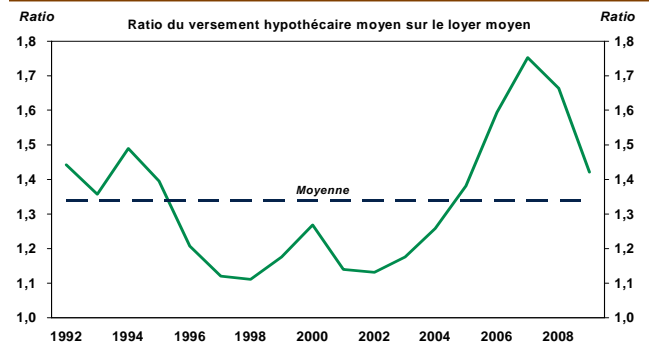
Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Hausse du stock de logements collectifs achevés mais inoccupés au Canada



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

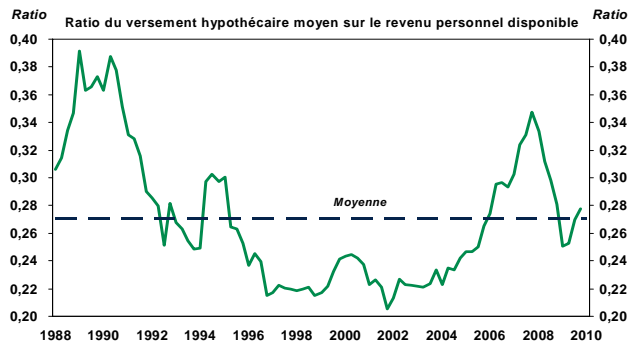
Graphique 11 – Au Canada, l'achat d'une propriété semble redevenir avantageux par rapport à la location



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

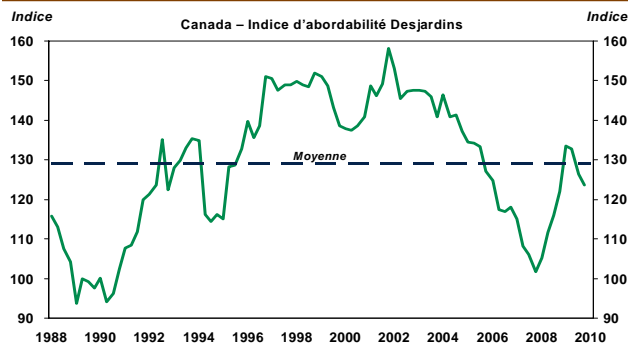
moyenne historique, ce qui signale que l'achat d'une maison est redevenu relativement abordable (graphique 12 à la page 7). D'ailleurs, l'indice d'abordabilité Desjardins pour l'ensemble du Canada (graphique 13 à la page 7) évolue en ce moment près de sa moyenne historique grâce à une amélioration survenue depuis le début de 2008. Cela constitue un autre facteur favorable à l'achat d'une propriété.

Graphique 12 – Les versements hypothécaires demeurent encore faibles pour l’instant au Canada



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

Graphique 13 – Malgré la hausse des prix, la réduction des taux d'intérêt rend le marché immobilier canadien relativement abordable



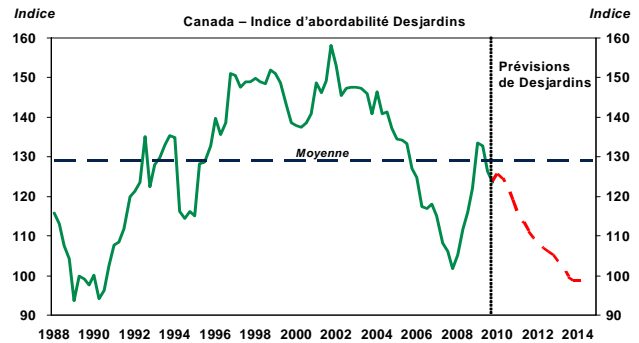
Source : Desjardins, Études économiques

Les taux d'intérêt hypothécaires actuels sont à un niveau exceptionnellement bas d'un point de vue historique. Toutefois, ce n'est qu'une question de temps avant qu'une remontée soit entamée. Ainsi, nos plus récentes prévisions tablent sur une première hausse des taux d'intérêt directs à la fin de l'été ou à l'automne prochain, ce qui devrait ralentir la demande sur le marché immobilier. La question demeure toutefois entière parce que d'ici l'automne le secteur privé aura repris de la vigueur, les emplois se feront plus nombreux et la confiance des consommateurs se sera raffermie alors que les conditions à l'achat d'une maison seront toujours aussi favorables. Cela laisse encore beaucoup de place pour que les prix immobiliers poursuivent leur tendance haussière.

En incorporant notre scénario de hausse de taux d'intérêt au sein de l'indice d'abordabilité Desjardins, on peut voir à quel point l'abordabilité des propriétés est appelée à diminuer au cours des prochaines années en supposant les autres variables de l'indice constantes (graphique 14). La hausse des taux d'intérêt pourrait s'avérer défavorable pour la progression des prix, les amenant à stagner et peut-être même à baisser. L'écart qui subsiste actuellement entre le prix effectif et le prix

d'équilibre estimé pourrait se résorber facilement, mais, si cet écart se gonfle davantage au cours des prochains mois, l'ajustement pourrait se faire en douceur, mais aussi de façon plus abrupte, selon l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur le prix d'équilibre estimé.

Graphique 14 – La hausse prévue des taux d'intérêt au Canada diminuera rapidement l'abordabilité

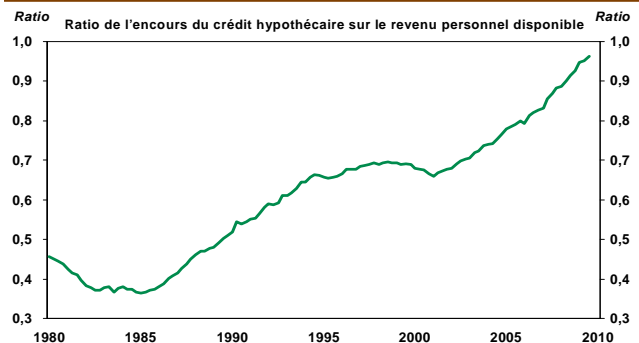


Source : Desjardins, Études économiques

LA SITUATION FINANCIÈRE DES MÉNAGES AJOUTE AU SUSPENSE

La vitalité des ventes des dernières années, combinée à l'augmentation des prix, a entraîné une importante progression de l'encours du crédit hypothécaire. Lorsque l'on compare l'importance relative de l'encours du crédit hypothécaire par rapport au revenu personnel disponible (graphique 15), une tendance haussière est observée depuis le milieu des années 1980. Aujourd'hui, l'ampleur de l'encours du crédit hypothécaire représente presque la totalité du revenu personnel disponible gagné durant une année. La situation est même plus sombre lorsqu'on ajoute le crédit à la consommation. Ainsi, comme l'a récemment mentionné la Banque du Canada, l'augmentation soutenue de l'endettement des ménages par rapport à leur revenu pourrait rendre ces derniers plus vulnérables à un choc défavorable advenant une augmentation non négligeable des taux d'intérêt.

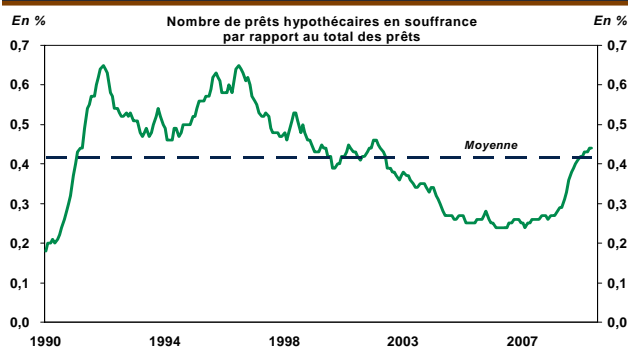
Graphique 15 – Une dette hypothécaire de plus en plus importante au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Déjà, le nombre de ménages éprouvant des difficultés à rembourser leur prêt hypothécaire est en hausse depuis quelques trimestres (graphique 16). Cela dit, malgré l'augmentation du nombre de prêts hypothécaires en souffrance observée depuis peu, leur niveau demeure inférieur à celui enregistré durant la majeure partie des années 1990. Une accentuation des faillites des ménages pourrait néanmoins se traduire par une accélération du nombre de résidences disponibles sur le marché de la revente. Cela équivaldrait à une hausse accélérée de l'offre avec une diminution des pressions s'exer-

Graphique 16 – Quoique en hausse, les prêts hypothécaires en souffrance demeurent relativement faibles au Canada



Sources : Association des banquiers canadiens et Desjardins, Études économiques

çant à l'heure actuelle sur les prix.

UNE SITUATION QUI MÉRITE D'ÊTRE SURVEILLÉE DE PRÈS

Pour l'instant, l'écart entre le prix moyen observé des propriétés et le prix d'équilibre suggère un risque modéré d'être en présence d'un marché surévalué, mais tout de même loin de la formation d'une bulle sur le marché immobilier. Le récent rebond marqué des prix s'explique essentiellement par une conjonction importante de facteurs favorables stimulant la demande qui s'atténueront au cours des prochains mois et qui devraient ramener le prix des transactions vers le prix d'équilibre.

Dernièrement, le ministre des Finances du gouvernement fédéral, M. Flaherty, annonçait trois mesures pour atténuer l'effervescence du marché immobilier en réduisant l'accessibilité ainsi qu'en freinant les transactions à caractère spéculatif (voir encadré 2). En imposant ces nouvelles mesures, le ministre espère éviter la formation d'une spéculation immobilière, soit l'achat de propriétés uniquement dans le but de les revendre à un meilleur prix quelques mois plus tard. Cette initiative est favorablement accueillie, mais il est difficile de savoir si cela sera suffisant pour ralentir le présent engouement pour le marché immobilier résidentiel. Toutefois, le ministre s'est bien gardé de dire qu'il y avait une bulle immobilière au Canada. Il a plutôt affirmé qu'il n'y avait pas d'indication claire de la formation d'une bulle.

On ne peut écarter la possibilité que l'écart entre le prix observé et le prix d'équilibre des propriétés au Canada augmente davantage, notamment en raison du maintien d'une période d'amortissement prolongée et d'une mise de fonds minimale relativement faible. Plus les prix s'éloigneront de notre modèle d'équilibre, plus les risques de correction augmenteront. Les prix anormalement élevés stimulent généralement la construction d'un plus grand nombre d'unités, ce qui contribue à ramener les prix à l'équilibre. Selon la vitesse de ces ajustements, une longue période de stagnation des prix pourrait survenir plutôt qu'une correction. Dans les deux cas toutefois, cela aurait des conséquences non négligeables sur le marché immobilier canadien et sur le bilan des ménages, en particulier ceux ayant récemment acquis une propriété. La situation mérite donc d'être suivie de près.

PAS D'URGENCE À FREINER DAVANTAGE LE MARCHÉ

Ramener les taux d'intérêt historiquement faibles plus rapidement à des niveaux plus neutres pourrait favoriser un retour du prix moyen vers son équilibre. Néanmoins, le mandat de la Banque du Canada consiste à limiter la progression des

Encadré 2

Nouvelles mesures fédérales annoncées le 16 février 2010

1. Les emprunteurs devront respecter les critères de qualification d'un prêt hypothécaire avec un taux fixe de cinq ans, et ce, même si le taux effectif est pour une période moins grande ou un taux variable.
2. Les emprunteurs désirant refinancer leur propriété et faire un retrait sur leur équité ne pourront contracter un prêt dépassant 90 % de la valeur de leur propriété (comparativement à 95 % auparavant).
3. Les acheteurs d'une propriété qui ne sera pas leur résidence devront faire une mise de fonds initiale d'au moins 20 % du prix de vente.

Note : Ces mesures entreront en vigueur uniquement le 19 avril 2010.

Tableau 1 – Bilan des indicateurs-clés qui pourraient laisser présager la présence ou la formation d'une bulle immobilière au Canada

<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. 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.
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 entre les prix (relation prix, les revenus et les taux hypothécaires).
5. Ratio – ventes/nouvelles inscriptions	> 50 si risque de surchauffe	Oui	Incomplet, car ne tient pas compte de tous les mandats de vente des agents immobiliers.
6. Nombre de maisons individuelles et jumelées, achevées et inoccupées	Écart par rapport à la moyenne historique	Oui	Indicateur partiel. Si les stocks sont élevés et que la demande est soutenue, non problématique.
7. Ratio – versement hypothécaire loyer moyen	Écart par rapport à la moyenne historique	Non	Indicateur comparatif des coûts de propriété et de location.
8. Niveau d'endettement des ménages	Écart par rapport à la moyenne historique	Oui	Encours du crédit hypothécaire sur le revenu personnel disponible. Incomplet, car le poids financier dépend des taux d'intérêt.
9. Proportion de prêts hypothécaires en souffrance	Écart par rapport à la moyenne historique	Non	Indicateur fortement lié à l'évolution des faillites.

Source : Desjardins, Études économiques

Encadré 3**Facteurs qui favorisent actuellement la poursuite de la hausse du prix moyen des propriétés à court terme**

- Condition économique actuelle et à venir (emploi, confiance des consommateurs, etc.).
- Demande refoulée, durant la récession, qui resurgit.
- Faibles taux d'intérêt.
- Les anticipations de hausses de taux hypothécaires au cours des prochains mois peuvent avoir un effet de devancement.
- Disponibilité de liquidités pour les institutions financières.
- L'harmonisation de la taxe de vente en Ontario et en Colombie-Britannique en vigueur au 1^{er} juillet 2010 favorise le devancement de l'achat d'une maison dans ces provinces actuellement et augmente temporairement la demande.
- Les nouvelles règles imposées par le gouvernement du Canada le 16 février 2010 n'entreront en vigueur que le 19 avril 2010, ce qui peut encourager actuellement le devancement de l'achat d'une maison et augmenter temporairement la demande.

prix à la consommation dans son ensemble, et non uniquement pour l'immobilier. Une hausse de taux d'intérêt pourrait avoir des conséquences graves sur la vigueur de la reprise économique au pays, en plus d'exercer des pressions supplémentaires sur l'appréciation du dollar canadien. À moins que l'effervescence du marché immobilier n'affecte l'évolution de l'ensemble des prix à la consommation, la Banque ne devrait donc pas intervenir directement, d'autant plus que d'autres solutions existent.

Compte tenu des mesures annoncées le 16 février par le ministre des Finances du Canada, il ne semble pas y avoir urgence à intervenir davantage sur le marché immobilier pour l'instant. Ces mesures sont un pas dans la bonne direction puisqu'elles réduiront l'accessibilité, en particulier auprès des ménages ayant une situation financière plus précaire. Cela devrait non seulement réduire la demande, mais rendre les emprunteurs moins vulnérables. Évidemment, une surveillance très stricte de l'évolution des prix est essentielle parce que le marché canadien pourrait s'approcher d'une situation de surchauffe. Si la situation s'envenimait, il serait envisageable de revenir en arrière sur certaines mesures favorisant l'accessibilité à la propriété telles que le prolongement de la période d'amortissement et la réduction de la mise de fonds minimale. Déjà, la période d'amortissement maximale a été ramenée à 35 ans, ce qui demeure néanmoins accommodant. La prudence demeure donc de mise, car l'objectif doit être d'éviter la formation d'une bulle dans le marché et non pas de freiner trop fortement l'investissement résidentiel au risque de mettre en péril la reprise économique.

Le tableau 1 à la page 9 résume les différentes variables qui ont été utilisées pour analyser la situation actuelle du marché immobilier canadien. On constate que, sur les neuf variables analysées, seulement quatre auraient pu nous laisser entrevoir la présence d'une bulle immobilière. Cinq autres variables ne donnaient aucune indication en ce sens. Cependant, plusieurs autres facteurs sont toujours favorables à la poursuite de la hausse des prix sur le marché immobilier résidentiel (voir encadré 3 à la page 9). Il faut demeurer prudent, suivre l'évolution du marché et rester à l'affût de tout signe de changement qui pourrait amplifier les inquiétudes.

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

Benoit P. Durocher

Économiste senior

Hendrix Vachon

Économiste