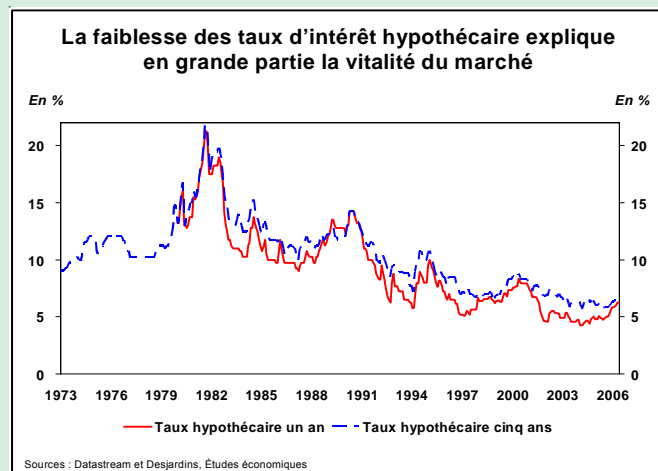


22 juin 2006

## L'ÉVOLUTION DU PRIX DES MAISONS AU CANADA REFLÈTE L'AMÉLIORATION DES FONDAMENTAUX DU MARCHÉ

### Sommaire

Au cours des dernières années, l'essor du marché immobilier a été un véritable moteur de croissance pour plusieurs économies industrialisées. La faiblesse des taux d'intérêt et la prolifération de nouveaux produits hypothécaires ont permis une plus grande accessibilité à la propriété et ont offert la possibilité aux propriétaires de financer en partie leur consommation par le biais d'avoirs nets immobiliers florissants. Toutefois, les hausses de prix des maisons ont été, par endroits, vives à un point tel que les craintes d'une bulle spéculative ont surgi sur ces marchés.



Dans l'ensemble, la situation du marché immobilier canadien est saine. D'un point de vue historique, les récentes hausses du prix réel des maisons ne sont pas exceptionnelles et demeurent loin des croissances spectaculaires qu'ont connues d'autres pays industrialisés depuis la deuxième moitié des années 90. Toutefois, le marché n'en est pas à ses premiers soubresauts et la longévité du présent cycle, qui appelle potentiellement à une correction éventuelle, impose qu'on s'y attarde.

Les préoccupations sont multiples. Il en ressort qu'une baisse abrupte du prix réel des maisons pourrait avoir des répercussions majeures sur l'économie en général, notamment par le biais de l'importance de l'effet de richesse immobilière sur la consommation des ménages. Le marché hypothécaire serait vraisemblablement perturbé, les pertes des institutions financières pourraient être considérables. Étant donné ces avenues possibles, il est crucial de bien évaluer l'état actuel du marché de l'habitation.

Dans ce *Point de vue économique*, nous analysons d'abord la situation actuelle du marché canadien. Notre modèle d'estimation, complété par les mesures d'évaluation courantes, montre que la hausse du prix des maisons reflète l'amélioration des fondamentaux du marché, notamment la faiblesse des taux d'intérêt et la vigueur de la demande par rapport à l'offre. Nous ne sommes pas à l'abri d'un ralentissement pour autant. Certes, les marchés ontarien et québécois tendent à revenir à l'équilibre, mais la situation est plus précaire pour les provinces de l'Ouest, où le prix des maisons a connu une croissance vertigineuse dernièrement.

Après plusieurs années d'essor, il faudra certainement s'attendre à une croissance plus modeste du prix des maisons au cours des prochaines années à l'échelle nationale. Toutefois, la faiblesse anticipée des taux d'intérêt fera en sorte qu'il n'y aura pas d'effondrement du marché. Nous prévoyons plutôt un ralentissement graduel qui ramènera la croissance annuelle du prix des maisons plus près du rythme historique de 5 % dès l'an prochain. Dans ces conditions, l'impact sur la situation des ménages et sur les dépenses de consommation sera vraisemblablement limité.

**François Dupuis**  
 Vice-président et économiste en chef

Tél. : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336

**Martin Lefebvre**  
 Économiste

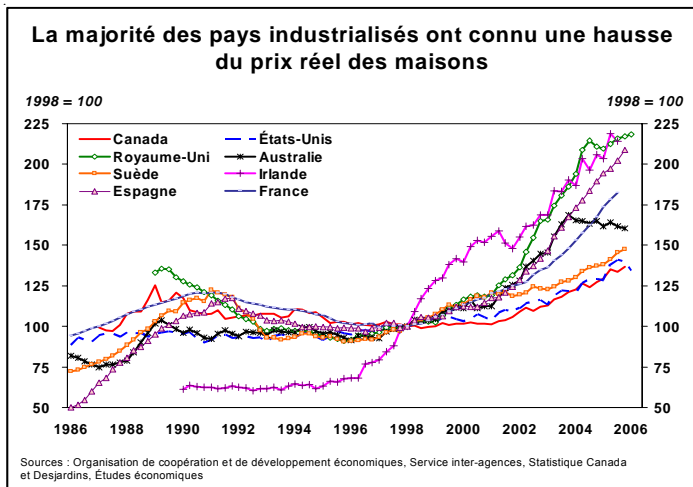
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Hendrix Vachon**  
 Économiste

## Le synchronisme immobilier planétaire...

Au cours des dernières années, les hausses sans précédent du prix des maisons observées au sein de plusieurs pays industrialisés ont permis de stimuler la croissance économique mondiale. Les effets liés à l'appréciation du prix des maisons sur l'économie se sont canalisés, d'une part, par un effet de richesse qui s'est traduit par une plus grande capacité des ménages à emprunter et à dépenser. D'autre part, il en a résulté une plus grande création d'emplois dans les secteurs liés à la construction et à l'immobilier, ce qui a contribué à augmenter les revenus et, par ricochet, la consommation.

Un fait marquant des dernières années a été le synchronisme des cycles immobiliers des grandes économies industrialisées. Dans une récente étude de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques)<sup>1</sup> sur le prix des maisons, les auteurs concluent que « L'ampleur et la durée de l'augmentation des prix réels des logements, l'homogénéité de leur évolution dans différents pays et leur découplage par rapport au cycle économique sont sans précédent ».



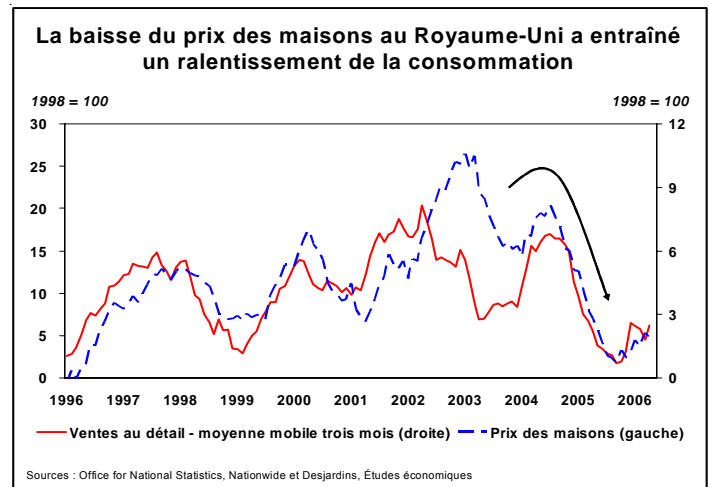
Pour la plupart des pays, le point de départ de la période d'essor s'est fait en deuxième moitié des années 90. Les hausses les plus prononcées ont été enregistrées au Royaume-Uni et en Irlande, où le prix réel des maisons a plus que doublé au cours des huit dernières années. D'autres pays d'Europe ont aussi connu des hausses marquées depuis 1998, comme l'Espagne (+108 %), la France (+82 %) et la Suède (+48 %). Le prix réel des maisons a augmenté de 67 % en Australie, entre 1998 et 2004, avant de s'engager sur une tendance baissière. À

<sup>1</sup> Nathalie Girouard et al, « Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals », OECD Economics Department Working Papers, No. 475, OCDE, janvier 2006.

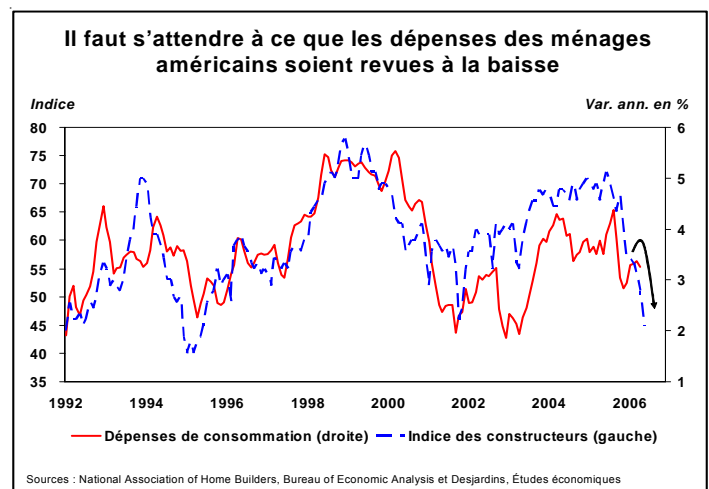
son sommet en 2005, le marché américain était en hausse de 41 % par rapport à 1998<sup>2</sup>. Le marché canadien a connu une croissance plus modeste, mais tout de même considérable, de 36 %, de 1998 à aujourd'hui.

## ... suggère un ralentissement potentiel au Canada

Bien que les hausses du prix des maisons n'aient pas été partout égales, le ralentissement immobilier qu'ont connu plusieurs pays au cours des dernières années reste préoccupant. En particulier, les hausses moins rapides du prix des maisons sur les marchés anglais et australien se sont traduites par une nette diminution de la cadence des dépenses de consommation.



Aux États-Unis, l'impact de la baisse récente du prix des maisons sur le comportement des ménages est encore

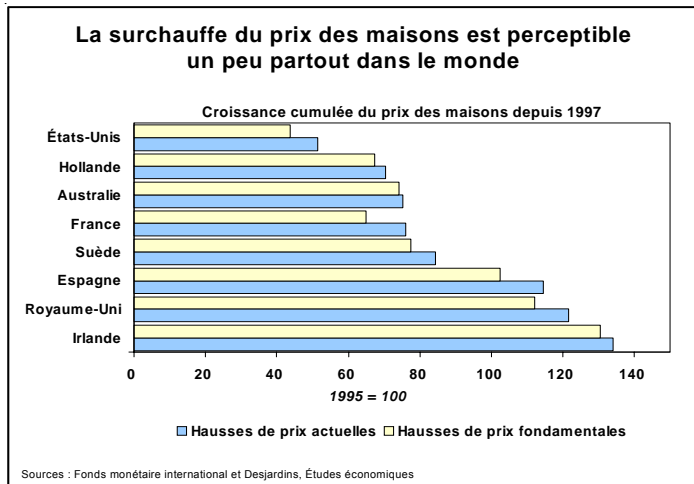


<sup>2</sup> Pour fins de comparaison avec les indices de prix du Royaume-Uni et de l'Australie, nous avons pondéré le prix des maisons neuves (17 %) et existantes (83 %) au Canada et aux États-Unis, selon les normes du marché américain, afin de tenir compte de l'ensemble des prix des maisons sur ces marchés.

peu perceptible, mais la diminution de l'indice des constructeurs indique que les dépenses de consommation seront vraisemblablement plus faibles au cours des prochains trimestres. La similitude entre les cycles immobiliers américain et canadien, qui ont connu une hausse réelle d'environ 40 % depuis 1998, nous oblige à considérer la possibilité d'un plafonnement au pays.

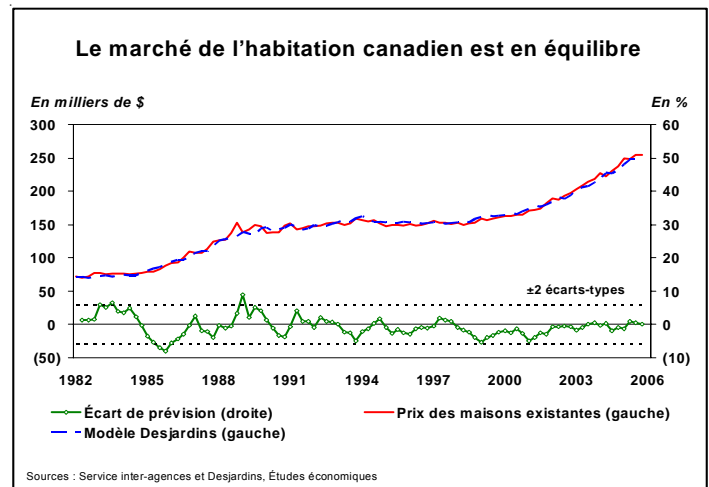
### Les signes de surchauffe au Canada sont mitigés

Au cours des dernières années, le secteur immobilier de la plupart des pays industrialisés a montré des signes de surchauffe. Une étude récente du FMI<sup>3</sup> montre que plusieurs pays anglo-saxons, dont les États-Unis et le Royaume-Uni, mais aussi la Suède, la France et l'Espagne semblent avoir eu une croissance du prix des maisons supérieure à celle suggérée par les facteurs fondamentaux, ce qui laisse paraître un accroissement de la spéculation sur ces marchés.



La situation au Canada semble plus saine. Notre modèle d'estimation, basé en partie sur les taux d'intérêt, le revenu et la croissance économique canadienne, montre que la hausse récente du prix des maisons au pays est en ligne avec l'amélioration des fondamentaux économiques depuis 1998 (voir l'encadré technique 1 à la page 4 pour plus de détails sur la méthode d'estimation). Plus particulièrement, l'accroissement du revenu et la faiblesse des taux d'intérêt justifient de façon satisfaisante les hausses de prix observées au cours des huit dernières années. À l'inverse, les périodes précédentes d'essor au pays, soit la fin des années 70 et 80, ont été caractérisées par une certaine surévaluation du prix des maisons.

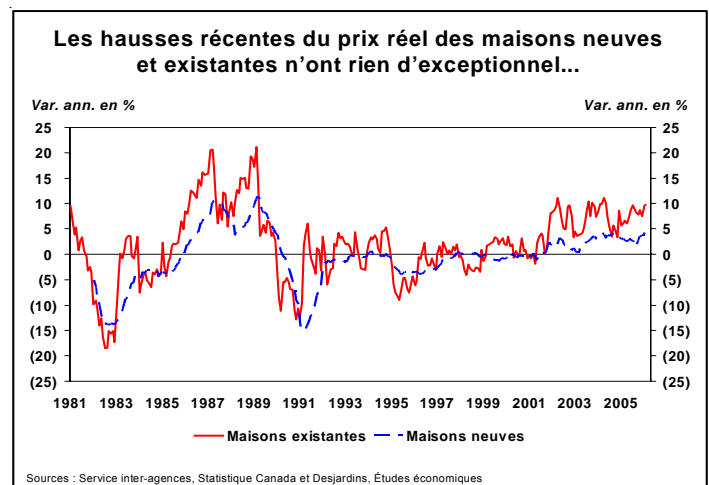
<sup>3</sup> Perspectives de l'économie mondiale, « Mondialisation et inflation », avril 2006, FMI.



L'utilisation de modèles économétriques n'est cependant pas sans faille, en raison de l'instabilité de certains éléments dans le temps et des difficultés à capter adéquatement les changements structurels. Dans l'incertitude, il est donc préférable de compléter notre analyse par d'autres approches. Pour s'assurer de l'état actuel du marché immobilier canadien, nous comparons le prix des maisons selon différentes normes de l'industrie pour tenir compte du niveau global de l'inflation, du revenu par habitant, des loyers, des taux d'intérêt et de l'offre de maisons. Les résultats obtenus divergent d'une méthode à l'autre, ce qui nous incite à ne pas tirer de conclusions trop hâtives, mais le constat général est que le marché national canadien, en dépit de certains signes de surchauffe, demeure sous contrôle.

### Les hausses du prix réel des maisons n'ont rien d'exceptionnel

Une première estimation consiste à ajuster le prix des maisons pour tenir compte de l'inflation. On remarque alors que la variation annuelle du prix réel des maisons existantes observable depuis la mi-2001 (début de la



## Encadré technique 1

### Modélisation de l'évolution du prix des maisons au Canada

Nous modélisons l'évolution du prix des maisons au Canada à partir d'un modèle à correction d'erreur (ECM). Cette méthode d'estimation permet de capter simultanément l'information contenue dans les variables de long terme et de court terme. À long terme, nous trouvons une relation de coïntégration entre l'évolution du prix des maisons et celle du revenu disponible. Les fluctuations de court terme sont captées par les taux d'intérêt et la croissance du PIB nominal. On dénote également que les fluctuations passées ont une incidence sur les variations présentes. Cette dynamique intrinsèque, qui montre comment les chocs passés se répercutent sur les trimestres suivants, reflète que les agents économiques fixent les prix à partir de l'évolution récente des prix du marché (anticipation adaptative). Une variable a été ajoutée pour capter un changement structurel au niveau de la demande de crédit. L'ajout de cette variable rend l'estimation du paramètre associé au taux d'intérêt beaucoup plus robuste et significative. Les variables reliées au marché du travail (chômage, évolution de l'emploi, etc) n'ont pas montré d'impacts significatifs. Cela est probablement dû au fait que la situation du marché du travail est sensible à l'évolution des taux d'intérêt et à la croissance économique et apporte peu d'information nouvelle au modèle par rapport aux autres variables.

La procédure en une étape de Banerjee, Dolado et Mestre a été utilisée pour estimer l'équation suivante :

$$\Delta \log(PM) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{seas3} + \alpha_2 \left( \log(PM_{t-1}) - \frac{\beta_0}{\alpha_2} - \frac{\beta_1}{\alpha_2} \log(RD_{t-1}) \right) + \alpha_3 R + \alpha_4 CS$$

$$+ \alpha_5 \Delta \log(PIB) + \sum_{i=2}^8 \varphi_i \Delta \log(PM_{t-i}) + v_t$$

où  $PM$  représente le prix nominal des maisons existantes,  $\text{seas3}$  est une variable saisonnière captant une variation déterministe au troisième trimestre,  $RD$  est le revenu personnel disponible,  $R$  est le taux hypothécaire fixe d'une échéance de cinq ans,  $CS$  est un changement structurel au niveau de la demande de crédit et  $PIB$  est le produit intérieur brut nominal. L'expression entre parenthèses représente la relation de long terme. Le coefficient  $\alpha_2$  constitue la force de correction des déséquilibres (force de rappel) de la relation de long terme observée entre le prix des maisons et le revenu disponible.

Un test de Fisher réalisé sur les paramètres des retards de la variable dépendante montre qu'ils sont significativement différents de zéro (F-Stat = 9,4913, P-value = 0,000). Le modèle a été estimé sur la période 1982q2 à 2005q4. Le R-carré de la régression est de 0,575 et le Durbin-Watson est à 2,169.

Variables	Coefficient	T-stat <sup>1</sup>	P-value
Constante	-0,4808	-1,1272	0,2630 <sup>2</sup>
$\text{seas3}$	-0,0132	-2,0283	0,0458
$\log(PM_{t-1})$ (mesure de la vitesse de retour vers l'équilibre de long terme)	-0,1297	-3,3042	0,0446 <sup>3</sup>
$\log(RD_{t-1})$	0,1662	2,8637	0,0053
$R$	-0,0107	-5,6065	0,0000
$CS$	-0,0025	-4,1067	0,0001
$\Delta \log(PIB)$	0,5649	2,3860	0,0194

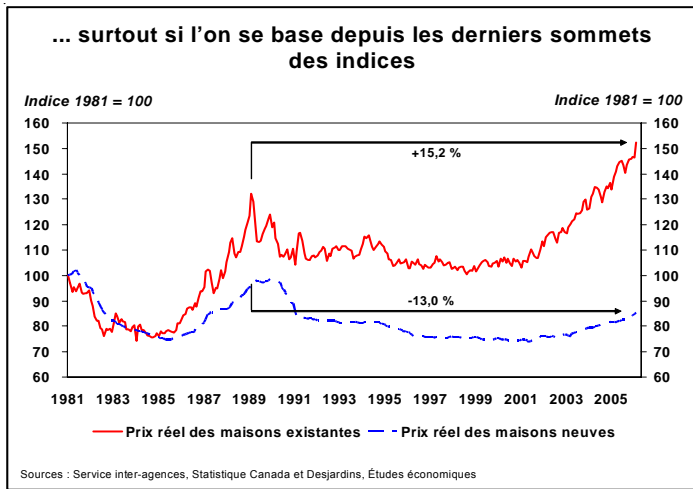
<sup>1</sup> Étant donné la présence d'hétéroscédasticité au sein du résidu, la matrice de variance-covariance a été estimée à partir de la matrice de Newey-West afin d'être en mesure de conduire une inférence statistique valide sur les coefficients estimés.

<sup>2</sup> Même si le coefficient associé à la constante n'est pas significativement différent de zéro, il est préférable de la conserver dans nos estimations afin de demeurer cohérent avec la paramétrisation utilisée. En lien avec notre équation, la constante est égale à  $\alpha_0 - \beta_0$ .

<sup>3</sup> Le ratio de Student calculé pour vérifier la significativité de la force de rappel ne suit pas une distribution standard lorsqu'on estime un modèle ECM en une étape. La p-value fut obtenue à partir des tables de Ericsson et MacKinnon (2002) disponibles en ligne à : <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/mackinnon/ecmtest/>.

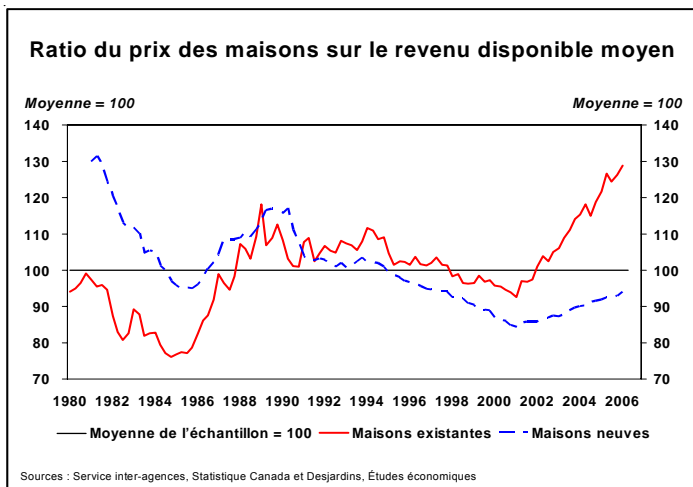
période de croissance continue des prix au pays) a été de 6,9 %, en moyenne, avec une pointe de 11,1 % en avril 2004. Rien de comparable avec les sommets de plus de 20 % atteints à deux reprises au milieu des années 80. Les hausses de prix des maisons neuves ont été encore bien plus faibles, soit à un rythme inférieur à 5,0 % pour l'ensemble de la période.

Conséquemment, ce n'est qu'en mai 2004 que le niveau réel du prix des maisons existantes a recouvré les pertes subies depuis le sommet de 1989. L'indice de prix des maisons neuves, lui, demeure encore nettement inférieur à son niveau record. Sous cet aspect, le marché immobilier canadien paraît nettement sous contrôle.



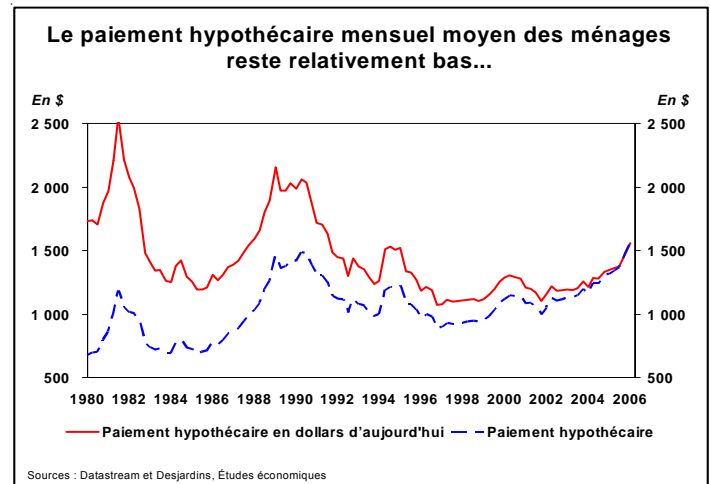
## Le prix des maisons a augmenté plus rapidement que les revenus

Une comparaison avec certains fondamentaux du marché nous permet d'y voir plus clair. Une règle de base est de mesurer le prix des maisons par rapport au revenu des ménages, ce qui permet de constater si le marché immobilier est accessible. Comme on peut le voir dans le



graphique, le ratio du prix des maisons existantes au revenu disponible par habitant est actuellement à un sommet historique, soit à près de 30 % au-dessus de sa moyenne de long terme. Cela laisse paraître une nette surchauffe du marché immobilier. À l'opposé, le ratio du prix des maisons neuves est encore 6 % inférieur à sa moyenne historique, ce qui nous oblige encore une fois à être prudents lorsqu'on tire des conclusions<sup>4</sup>.

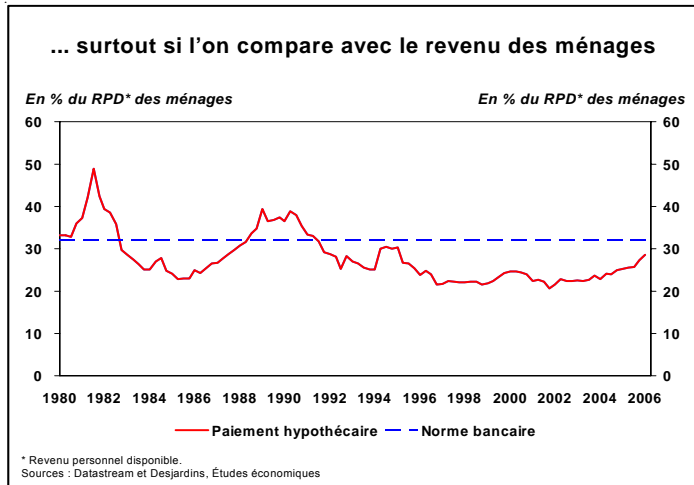
Cette mesure comporte toutefois des faiblesses. D'une part, le ratio est calculé à partir du revenu disponible national moyen, alors que l'accès à la propriété est restreint à une tranche vraisemblablement mieux nantie de la population. Notre modèle d'estimation montre par ailleurs que le revenu n'explique qu'une faible part de la variation du prix des maisons. D'autre part, le ratio des prix au revenu ne tient pas compte du fardeau de la dette. Certes, la hausse du prix des maisons existantes a fait grimper l'endettement des ménages à un record de plus de 82 % du revenu personnel disponible au premier trimestre de 2006, soit plus de 30 points de pourcentage par rapport à la fin des années 80. Mais la faiblesse des taux d'intérêt des dernières années fait en sorte que les paiements hypothécaires<sup>5</sup> sont demeurés relativement bas, ces derniers, à 1 560 \$ au premier trimestre de 2006, ayant tout juste dépassé le sommet de 1 482 \$ atteint au deuxième trimestre de 1992.



<sup>4</sup> Une des explications possibles derrière la divergence des deux séries reflète l'ajustement des prix à l'égard de la qualité. Idéalement, pour avoir un bon aperçu de l'évolution du prix des maisons, il serait préférable de comparer des maisons de qualité équivalente. Les rénovations ou les agrandissements tendent à altérer la qualité des propriétés. Aucun ajustement n'est fait dans le cas de l'indice des maisons existantes (ce qui tend à surévaluer les prix) alors qu'il est considéré pour l'indice des maisons neuves (ce qui tend à sous-évaluer les prix).

<sup>5</sup> Calculé à partir de la moyenne des taux un an et cinq ans affichés, sur une hypothèque de 25 ans avec mise de fonds de 10 %.

La faiblesse relative des paiements hypothécaires est encore plus évidente lorsqu'on ajuste les chocs passés en dollars d'aujourd'hui. Ainsi, bien que l'endettement des ménages soit élevé, les paiements hypothécaires représentent une proportion relativement faible du revenu moyen des ménages, comparativement aux sommets atteints avant l'éclatement des bulles de 1980 et 1989.



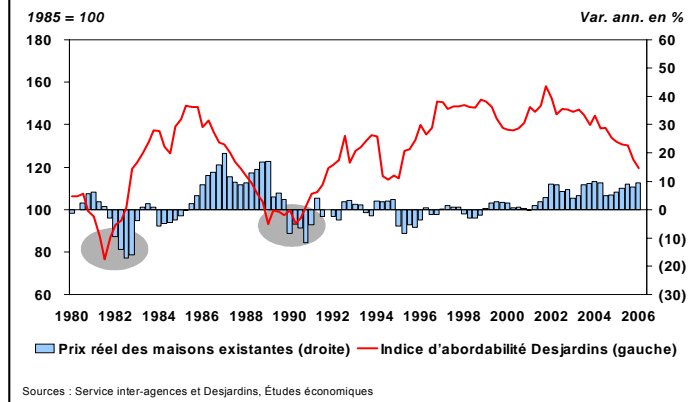
## Les propriétés sont encore abordables

Pour avoir une lecture plus complète, il est donc préférable de regarder l'évolution de l'abordabilité du marché. L'Indice d'abordabilité Desjardins du marché de l'habitation canadien, qui tient compte à la fois du prix des maisons, des revenus, des taux d'intérêt et des taxes, indique la capacité d'un ménage de revenu moyen à effectuer les paiements mensuels sur une maison à prix moyen. On remarque alors, en dépit de la hausse marquée du prix des maisons depuis 1998, que la baisse des taux d'intérêt a fait en sorte de stabiliser l'indice à plus de 140 sur la période, avec une pointe à 158 au dernier trimestre de 2001, un record historique<sup>6</sup>.

Plus récemment, la hausse des taux d'intérêt de court terme est quelque peu venue changer la donne, affaiblissant l'indice d'abordabilité à 119 au premier trimestre de 2006. Mais même à ce niveau, les ménages restent en bonne position pour faire face à leurs obligations hypothécaires. En fait, les niveaux coïncidant avec les corrections de 1980 et 1989 suggèrent que l'indice devrait chuter bien en dessous de la barre des 100 pour que la situation se détériore et provoque un recul des prix réels.

<sup>6</sup> Un indice de 140 implique qu'une famille détient 140 % du revenu moyen nécessaire pour l'achat d'une maison à prix moyen.

## L'Indice d'abordabilité Desjardins reste à un niveau élevé

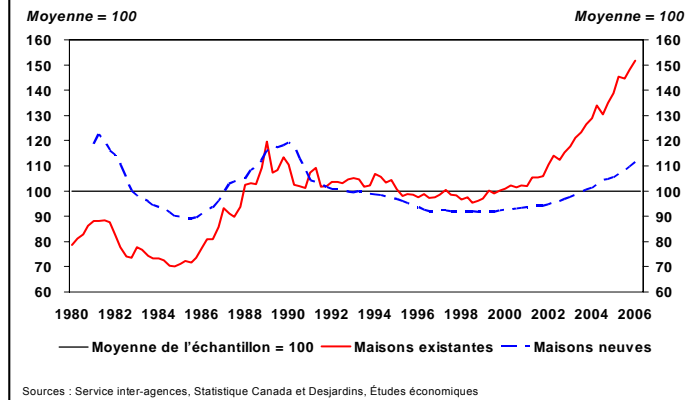


## Le prix des maisons est en nette augmentation face aux loyers

Une autre approche consiste à comparer le coût de détention d'un actif immobilier avec celui de la location en mesurant le ratio du prix des maisons par rapport à la composante « loyers » de l'indice des prix à la consommation. Intuitivement, si le prix des maisons est trop élevé par rapport aux loyers, il est alors relativement plus avantageux de louer que d'acheter, ce qui exerce une pression à la baisse sur la demande de maisons et tend à ramener les prix égaux aux loyers.

Dans ce cas, le marché immobilier apparaît nettement surévalué. Non seulement le ratio du prix des maisons existantes aux loyers est à un sommet, mais il dépasse la moyenne historique de plus de 50 %. La hausse moins prononcée du ratio du prix des maisons neuves aux loyers, à 11 %, vient quelque peu tempérer les choses.

## Le prix des maisons existantes a augmenté beaucoup plus vite que les loyers

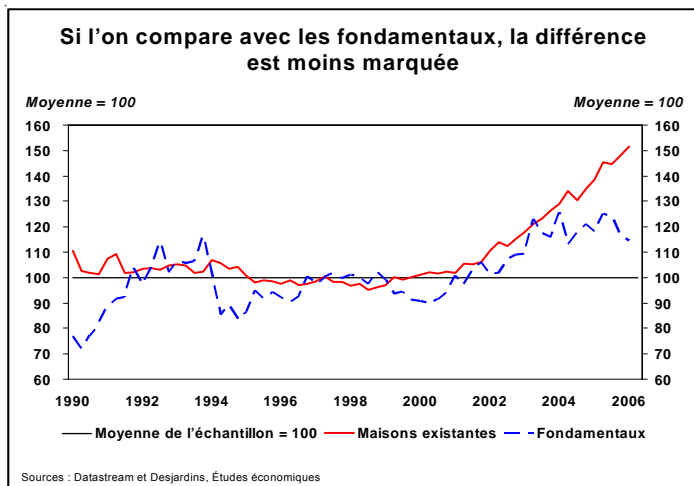


## Le coût de détention est en ligne avec les fondamentaux

Quoi qu'il en soit, cette méthode est aussi assujettie à un bémol. C'est que l'on doit tenir compte des coûts associés à la détention d'un actif immobilier. Ceux-ci incluent les pertes d'intérêt qu'un propriétaire aurait pu obtenir sur un investissement alternatif, les taxes qu'il doit défrayer sur la propriété, les coûts liés à la dépréciation et à l'entretien du bâtiment, et les gains (pertes) en capital anticipés(es).

À l'équilibre, les coûts d'utilisation des propriétaires devraient être égaux à ceux des locataires (voir l'encadré technique 2 à la page 8 pour plus de détails). On obtient alors, d'un côté, une mesure qui représente la relation entre le prix des maisons et les loyers et, de l'autre, une mesure des facteurs fondamentaux liés à la détention d'une propriété.

Nos estimations suggèrent que le ratio du prix des maisons aux loyers a évolué de pair avec la mesure d'équilibre du marché de 1991 à 2003, avant de s'accroître quelque peu. Néanmoins, la différence en points de pourcentage entre les deux séries montre une surévaluation beaucoup plus faible que ce que laisse paraître le ratio du prix des maisons aux loyers.

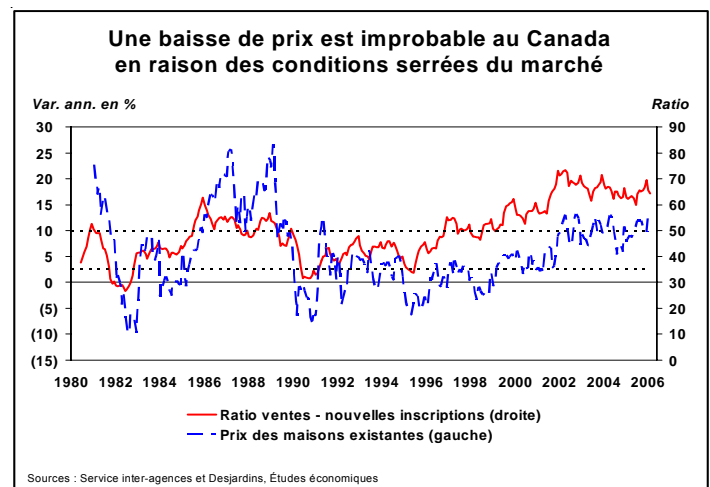


## La vitalité du marché reflète surtout le déséquilibre entre l'offre et la demande

En plus des différents déterminants de la demande, les facteurs influençant l'offre peuvent aussi jouer un rôle important dans l'évolution du prix des maisons. Ainsi, afin de déterminer la position cyclique du marché et, par conséquent, la trajectoire à court terme des prix, il faut d'abord bien jauger l'évolution de l'offre par rapport à la demande. Le ratio du nombre de ventes par rapport aux nouveaux mandats confiés aux agents d'immeubles (nou-

velles inscriptions) permet d'établir si le marché est à l'avantage des vendeurs, des acheteurs, ou encore à l'équilibre. Selon la SCHL (Société canadienne d'hypothèques et de logement), un rapport ventes/nouvelles inscriptions entre 35 % et 50 % est symptomatique d'un marché équilibré.

Généralement, lorsque le ratio des ventes par rapport aux nouvelles inscriptions est au-dessus de 50 % – soit un marché de vendeurs – le prix des maisons tend à s'accroître à un rythme plus rapide que l'inflation. Comme on peut le constater, ce niveau, qui a été atteint en 1999, coïncide avec le début de l'appréciation du prix des maisons existantes au pays. Or, le ratio a connu une croissance continue jusqu'en mai 2002, où il a atteint un sommet historique de 72,5 %, avant de se stabiliser à 65 %, en moyenne. À ces niveaux, qui montrent nettement la rareté de l'offre par rapport à la demande, l'accroissement du prix des maisons semble amplement justifié.



## Disparités importantes sur le plan régional

Les mesures de base et ajustées dressent un portrait mitigé du marché immobilier canadien, mais notre analyse montre que, dans l'ensemble, la situation reste saine. Toutefois, si le constat de bulle immobilière généralisée peut être écarté au niveau national, l'évolution récente du marché soulève des inquiétudes dans certaines parties du pays. Tout comme l'économie canadienne, le marché immobilier évolue à deux vitesses et les disparités régionales se sont même accentuées récemment.

Au premier trimestre de 2006, la variation annuelle des prix a avoisiné les 20 % en Colombie-Britannique, en Alberta et dans les provinces des Prairies. Il s'agit d'un rythme deux fois plus rapide qu'un an plus tôt et reflète une tension plus vive sur les marchés de l'Ouest du pays.

## Encadré technique 2

### Le coût d'utilisation d'une propriété

Tel que défini originalement par Jorgensen (1963)<sup>1</sup>, le coût d'utilisation d'une propriété équivaut à la somme du coût d'opportunité (après taxes) de détenir un actif immobilier, des taxes à la propriété, des coûts d'entretien et de dépréciation, moins les gains (pertes) en capital anticipés(es) :

$$(1) \quad \text{Coût d'utilisation d'une maison} = P(i^a + \tau + \delta - \pi)$$

où  $i^a$  représente les pertes d'intérêt qu'un propriétaire aurait pu obtenir sur un investissement alternatif,  $\tau$  les taxes qu'il doit défrayer sur la propriété,  $\delta$  les coûts liés à la dépréciation et à l'entretien du bâtiment, et  $\pi$  les gains (pertes) en capital anticipés(es).

Selon Poterba (1984)<sup>2</sup>, à l'équilibre, les ménages tendent à égaliser les coûts et les bénéfices marginaux des services qu'ils perçoivent sur l'actif immobilier qu'ils détiennent. Le bénéfice marginal représente le loyer implicite lié à la maison, tandis que le coût marginal est le coût lié à l'utilisation. À partir de l'équation 1, on obtient ainsi :

$$(2) \quad R = P(i^a + \tau + \delta - \pi)$$

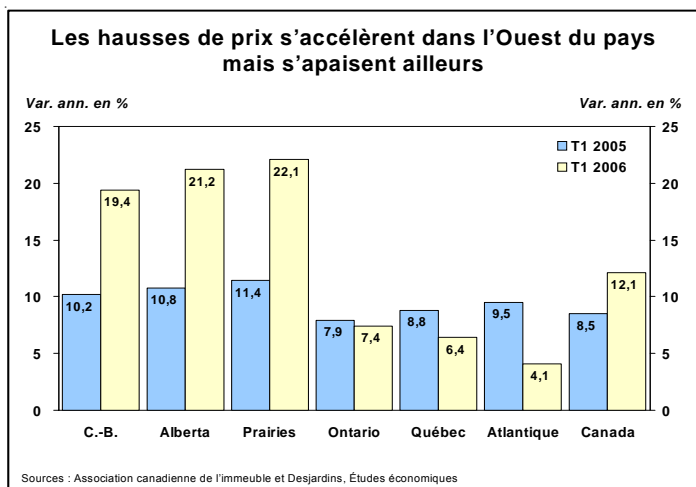
En réarrangeant les termes de l'équation 2, on obtient :

$$(3) \quad \frac{R}{P} = \frac{1}{(i^a + \tau + \delta - \pi)}$$

L'équation 3 représente, d'un côté, une mesure de la relation entre le prix des maisons et les loyers et, de l'autre, une mesure des fondamentaux liés à la détention d'une propriété.

<sup>1</sup> D.W. Jorgensen, « Capital theory, and housing », *Journal of Political Economy* 87, no. 5, octobre.

<sup>2</sup> J.M. Poterba, « Tax Subsidies to Owner-occupied Housing : An Asset-Market Approach », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, no. 4, novembre.



À l'inverse, celle-ci s'apaise dans les provinces centrales, de sorte que les hausses de prix supérieures à 10 % telles qu'observées au Québec de 2002 à 2004 sont maintenant choses du passé.

Au niveau des provinces, les risques d'une chute brutale des prix semblable à celle du début des années 90 sont faibles. L'analyse des différents indicateurs de marché suggèrent plutôt que les hausses de prix se poursuivront à court terme, bien que leur ampleur sera variable d'un bout à l'autre du pays. Comme la présence d'une bulle immobilière est souvent localisée dans quelques villes, il importe toutefois d'aller au-delà du diagnostic national et provincial. Nous en ferons l'objet de notre prochain *Point de vue économique*. Dans l'immédiat, notre attention est

plus portée sur les risques potentiels d'une correction du prix réel des maisons à l'échelle nationale.

### Doit-on craindre une chute de prix...?

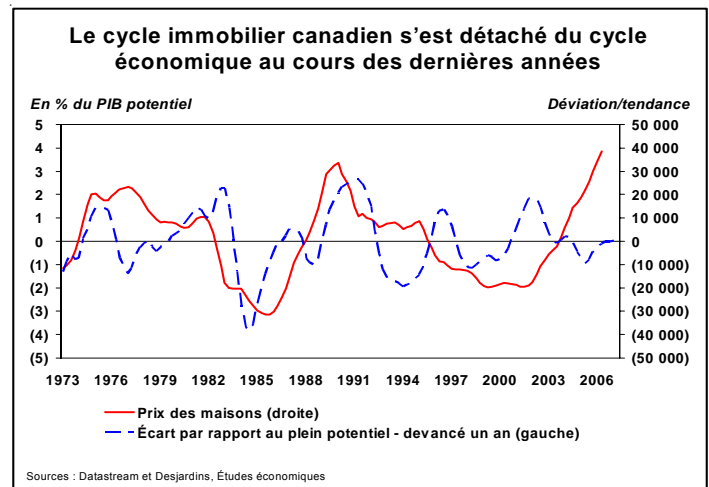
Les raisons derrière l'appréciation du prix des maisons peuvent différer d'un pays à l'autre. Quoi qu'il en soit, et même si le Canada ne faisait pas l'objet d'une spéculation accrue, l'histoire nous impose d'être vigilants. Il faut dire que le marché de l'habitation canadien n'en serait pas à ses premiers soubresauts. Au cours des dernières années, le cycle immobilier canadien a connu de nombreuses périodes d'essor et de contraction<sup>7</sup>. On observe en particulier que les deux périodes d'essor précédentes au pays, soit de 1970 à 1977 et de 1985 à 1989, ont été suivies par des périodes de contraction qui sont venues retrancher 20,9 % et 22,8 %, respectivement, au prix réel des maisons. Certes, la période actuelle d'appréciation semble beaucoup plus ordonnée que celle observée en deuxième moitié des années 80, où la spéculation a fait grimper le prix réel des maisons de près de 60 % en l'espace de seulement quatre ans, mais nous ne sommes pas à l'abri d'une correction éventuelle pour autant.

Cycle immobilier - essor et contraction		
Prix réel des maisons existantes (\$ de 2005)	Durée (trimestre)	Variation (%)
<b>Essor</b>		
T1 1970 à T4 1976	27	46,4
T1 1985 à T1 1989	16	66,5
T2 1998 à aujourd'hui	28	49,8
<b>Contraction</b>		
T1 1981 à T1 1985	16	-20,9
T2 1989 à T1 1998	36	-22,8

Sources : Organisation de coopération et de développement économiques, Service inter-agences et Desjardins, Études économiques

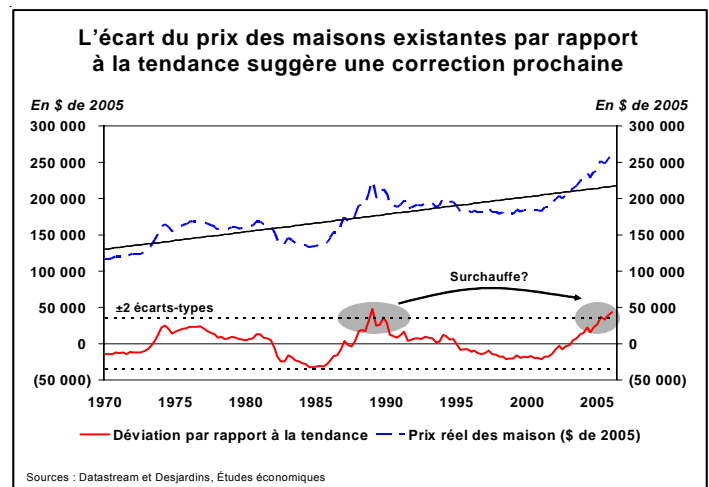
Historiquement, le prix réel des maisons évolue sur une tendance légèrement haussière et fluctue avec un certain retard sur le cycle économique. Or, au cours des dernières années, le cycle immobilier semble avoir pris une tangente différente, plus rapide que le cycle de l'économie. Certes, le cycle d'expansion immobilière anormalement long s'explique en partie par la faiblesse des taux d'intérêt et, aussi, par un effet de rattrapage après neuf années de contraction du marché, mais l'écart actuel avec le cycle économique est préoccupant.

<sup>7</sup> Nous n'avons retenu ici que les périodes d'essor ou de contraction excédant 24 mois.



### ... les conditions actuelles nous disent que non!

Sur le plan statistique, l'essor continu du prix réel des maisons semble avoir atteint un seuil critique. Lorsque pris en déviation par rapport à la tendance de long terme, les niveaux actuels correspondent aux niveaux qui ont précédé l'effondrement du marché à la fin des années 70 et 80.



Par ailleurs, même si le marché montre peu de signes de bulle, la détérioration des fondamentaux pourrait enclencher une période de contraction du prix des maisons. En particulier, notre modèle d'estimation indique que la bonne tenue du marché immobilier tient en grande partie à la faiblesse des taux d'intérêt. Or, plusieurs études<sup>8</sup> démontrent que le prix des maisons est plus sensible aux

<sup>8</sup> Voir, entre autres, Charles Himmelberg, Christopher Mayer et Todd Sinai, « Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions », The Journal of Economic Perspectives, vol. 19, n° 4, automne 2005, p. 67-92.

taux d'intérêt de long terme lorsque ces derniers sont faibles. À la marge, une hausse d'un point de pourcentage d'un taux d'intérêt de 3 % (soit une hausse de 33 %) est deux fois plus importante qu'une hausse d'un point de pourcentage lorsque les taux sont à 6 % (soit une hausse de 16 %).

Dans une étude récente basée sur 17 pays industrialisés, l'OCDE montre qu'il est possible de calculer les probabilités de détecter un point de retournement du cycle immobilier lorsque des signes de surchauffe font surface<sup>9</sup>. L'analyse démontre qu'une hausse de un ou deux points de pourcentage des taux d'intérêt ferait passer à 50 % ou plus la probabilité d'un retournement du marché aux États-Unis, en France, au Danemark, en Irlande, en Nouvelle-Zélande, en Espagne et en Suède. À l'inverse, la situation au Canada reste saine avec une probabilité de moins de 10 % pour le pire scénario<sup>10</sup>.

Appliquer à un pays individuel des variables explicatives obtenues en échantillon de groupe peut par contre s'avérer controversé. Une façon d'y remédier est d'estimer un modèle spécifique à chaque pays<sup>11</sup>. À partir d'une forme réduite des fondamentaux de marché, basée sur les taux d'intérêt réels, sur le revenu disponible et sur l'écart entre le prix réel des maisons et sa tendance de long terme, nous avons calculé la probabilité qu'une correction des prix réels se réalise au cours des prochains trimestres (voir l'encadré technique 3 à la page 11 pour plus de détails sur la méthode d'estimation binaire).

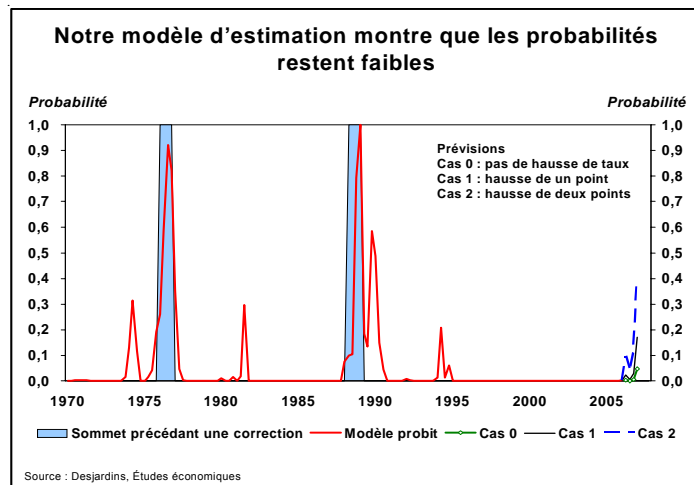
En dépit d'une forte déviation à la hausse du prix réel des maisons par rapport à leur tendance de long terme, nos estimations montrent une probabilité quasi nulle (0,4 %) qu'une correction du prix des maisons se réalise au cours des prochains trimestres. Cela reflète l'amélioration des fondamentaux de marché au cours des dernières années, notamment la faiblesse des taux d'intérêt et l'accroissement des revenus. À taux d'intérêt stables, si l'on suppose que le prix des maisons poursuit à la hausse au rythme moyen observé en 2005 pendant encore un an, la probabilité de voir une correction des prix au début de 2007 s'accélère à 0,5 %.

<sup>9</sup> Paul van den Noord, « Are House Prices Nearing a Peak? A Probit Analysis for 17 OECD Countries », Economics Department Working Papers No. 488, OCDE, 1<sup>er</sup> juin 2006.

<sup>10</sup> Hausse de deux points de pourcentage des taux d'intérêt dans un an.

<sup>11</sup> Étant donné la diminution considérable de l'échantillon, les résultats peuvent s'avérer moins robustes, mais il est possible de contourner le problème par une meilleure paramétrisation.

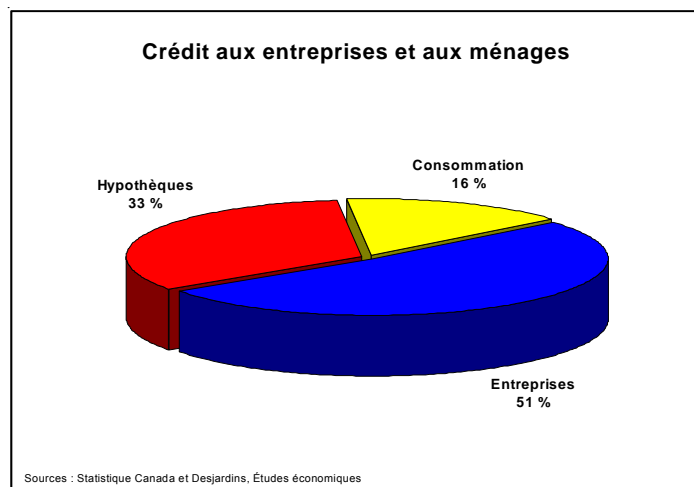
Notre modèle est toutefois sensible aux taux d'intérêt. Dans le pire des cas, c'est-à-dire le maintien du rythme actuel de croissance pendant encore un an et une hausse des taux d'intérêt de un, puis de deux points de pourcentage, la probabilité de voir une correction du prix réel au début de 2007 grimpe à 17,0 % et 40,0 %, respectivement.



### La situation des ménages n'est pas à risque

Il est difficile de dire avec précision si le marché immobilier canadien va poursuivre sur sa lancée ou si nous sommes à l'aube d'une correction, mais il importe de bien saisir les enjeux sous-jacents à une baisse potentielle du prix des maisons. Les préoccupations sont multiples. Il s'avère qu'une chute abrupte de prix pourrait avoir des répercussions majeures sur l'économie en général, notamment par le biais de l'effet de richesse immobilière, de la construction résidentielle et du secteur financier.

Les maisons représentant l'actif le plus important que détiennent la plupart des ménages, l'incidence d'une baisse du prix réel des maisons peut être considérable,



### Encadré technique 3

#### Probabilité d'une correction du prix réel des maisons à partir d'un modèle binaire

Étant donné la cyclicité du marché immobilier, il est possible de détecter les points de retournement du prix des maisons lorsque des signes de surchauffe se présentent. L'utilisation d'un modèle *Probit* nous permet de calculer la probabilité qu'un tel événement se produise ou non.

À partir d'une forme réduite des fondamentaux du marché, nous cherchons à calculer la probabilité que la période actuelle de hausses de prix précède une période de correction au cours des prochains trimestres. Dans l'équation suivante :

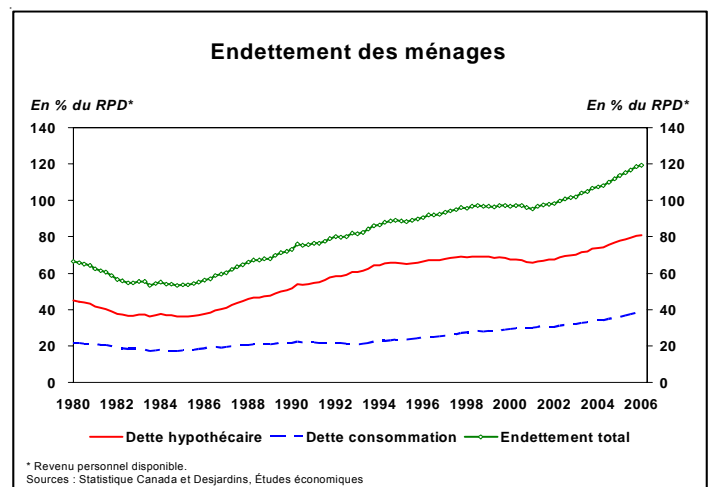
$$Sommet_t = \alpha_0 + \alpha_1(\log PMR_t - \log TL_t) + \alpha_2 RMTG_t + \alpha_3 RPD_t$$

*Sommet* représente la probabilité que les quatre derniers trimestres de hausses du prix réel des maisons au Canada précèdent une période de correction ou non, *PMR* est le prix réel des maisons existantes, *TL* est une tendance linéaire du prix réel des maisons, *RMTG* est le taux hypothécaire conventionnel d'une échéance de cinq ans dégonflé par l'indice des prix à la consommation et *RPD* est le revenu personnel disponible. La variable *Sommet* prend la valeur 1 si elle précède une période de correction et la valeur 0 dans le cas contraire. Seules les périodes d'essor de plus de huit trimestres, suivies d'une période de contraction de huit trimestres ont été retenues.

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	23,82465	13,57585	1,754928	0,0793
LOG(RMLS)-LOG(TL1)	28,18806	9,514446	2,962659	0,0030
RMTG	0,704501	0,310279	2,270538	0,0232
LOG(RPD)	-2,574807	1,277803	-2,015027	0,0439
Mean dependent var	0,056738	S.D. dependent var		0,232165
S.E. of regression	0,160004	Akaike info criterion		0,217082
Sum squared resid	3,507368	Schwarz criterion		0,300735
Log likelihood	-11,30429	Hannan-Quinn criter.		0,251076
Restr. log likelihood	-30,72318	Avg. log likelihood		-0,080172
LR statistic (3 df)	38,83778	McFadden R-squared		0,632060
Probability(LR stat)	1,88E-08			

tant pour la santé des ménages que pour celle des institutions financières. Il faut dire qu'environ la moitié du crédit est destinée aux ménages, dont 68 % orientés vers les prêts hypothécaires. Dans ces conditions, il importe de bien faire le point sur la santé financière des ménages, leur capacité de payer (tout comme leur volonté) pouvant s'avérer déterminante pour la stabilité des institutions financières.

L'évolution récente de l'endettement des ménages demeure une source de fragilité pour l'ensemble de l'économie. À 119,5 % du revenu disponible, la dette hypothécaire et de consommation des ménages est présentement à un niveau record.



Toutefois, en dépit de la hausse du taux d'endettement, la faiblesse des taux d'intérêt a permis aux consommateurs de conserver le service de la dette relativement bas jusqu'au deuxième trimestre de 2004, soit à près de 7,5 %. La situation s'est quelque peu détériorée suivant la hausse graduelle des taux d'intérêt, et l'importance du service de la dette a augmenté à 8,6 % au premier trimestre de 2006. À ce niveau, toutefois, le service de la dette reste inférieur à la moyenne de 9,7 % observée depuis 1980 et près de quatre points de pourcentage sous le taux de 12,4 % qui a coïncidé avec le début du ralentissement des années 80.

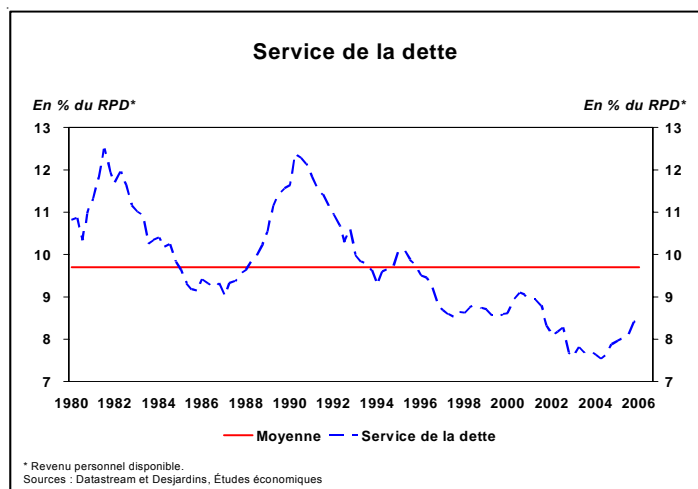
la faiblesse des taux d'intérêt et la rareté de l'offre de maisons continuent d'être favorables à une appréciation du marché de l'habitation. Par conséquent, les risques d'une baisse du prix des maisons reste très faible, d'autant plus que l'on s'attend à un plafonnement prochain des taux d'intérêt et, possiblement, à une légère baisse des taux au cours de 2007.

**Martin Lefebvre**

Économiste

514 281-2317

[martin.lefebvre@desjardins.com](mailto:martin.lefebvre@desjardins.com)



Dans l'ensemble, la capacité des propriétaires à faire face à leurs obligations financières est sous contrôle, mais demeure fragile. Une hausse inattendue et importante des taux d'intérêt hypothécaires pourrait mettre la situation des ménages à risque. Nos scénarios économique et financier tablent toutefois sur un plafonnement des taux d'intérêt de court et de long terme à partir de la deuxième moitié de 2006. Qui plus est, près de 75 % des prêts hypothécaires octroyés par diverses institutions financières au pays sont à échéance fixe de cinq ans, ce qui prémunit la plupart des propriétaires contre les risques d'une hausse de taux d'intérêt.

## Conclusion

Les mesures de base et ajustées dressent un portrait mitigé du marché immobilier canadien, mais notre analyse montre que, dans l'ensemble, l'évolution du prix des maisons est en ligne avec l'amélioration des fondamentaux au cours des dernières années. Bien que la situation actuelle semble plus saine que celle qui prévalait à la fin des années 80, l'histoire nous impose d'être vigilants. Une détérioration des fondamentaux, notamment une hausse des taux d'intérêt, pourrait soudainement déclencher une correction du prix réel des maisons. Pour l'instant, nous n'en sommes pas là. La hausse du revenu,