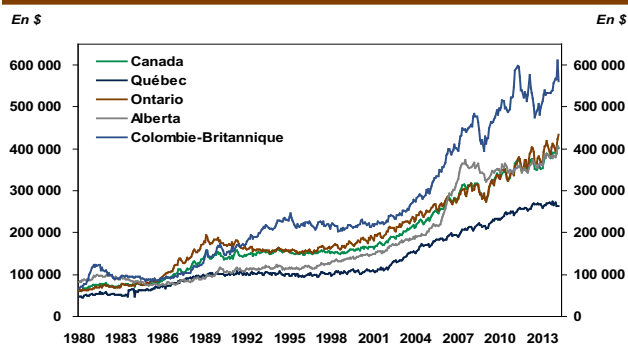


## Sensibilité du marché immobilier aux taux d'intérêt

Le présent *Point de vue économique* est le résumé d'une étude plus complète intitulée *Sensibilité des marchés immobiliers canadiens régionaux : une approche vectorielle à facteurs*<sup>1</sup>, qui a été réalisée par Thomas Binet et qui a été présentée comme mémoire en vue de l'obtention du grade de Maîtrise ès sciences de la gestion de HEC Montréal, économie financière appliquée<sup>2</sup>. L'auteur a cherché à mesurer la sensibilité du secteur immobilier résidentiel, pour différentes régions du Canada, à la politique monétaire. Il a confirmé la relation négative entre les taux d'intérêt et les prix immobiliers fréquemment mentionnée dans la littérature. L'analyse du cas canadien est d'autant plus pertinente que le marché immobilier suscite certaines inquiétudes quant à une surévaluation possible dans un contexte d'endettement élevé des ménages.

Depuis 30 ans, les prix immobiliers exprimés en termes réels ont connu une tendance haussière au Canada (graphique 1). Les mouvements des prix immobiliers présentent toutefois des divergences importantes entre les régions, ce qui rend une étude désagrégée au niveau régional particulièrement intéressante.

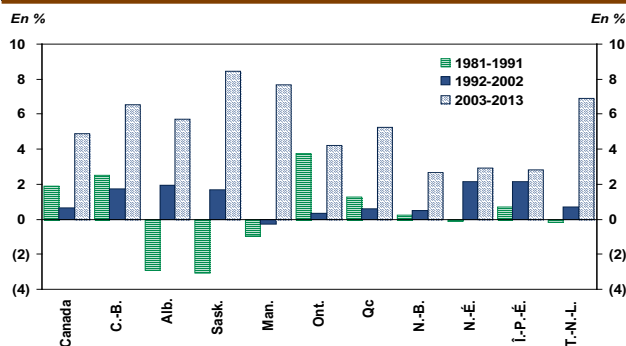
Graphique 1 – Prix moyen des propriétés existantes



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

La hausse des prix immobiliers n'a pas suivi un rythme stable et régulier entre 1980 et 2013. Elle s'est plutôt déroulée en trois phases distinctes (graphique 2). Pour la période 1981-1991, la croissance annuelle moyenne en termes réels des prix immobiliers canadiens s'est élevée à 1,9 %, principalement expliquée par celles de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Québec. La décennie 1992-2002 s'est traduite par une croissance

Graphique 2 – Croissance annuelle moyenne des prix immobiliers en termes réels



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

<sup>1</sup> Thomas Binet, « Sensibilité des marchés immobiliers canadiens régionaux : une approche vectorielle à facteurs », *Sujets de recherche 2013 - M.Sc.*, HEC Montréal, Juillet 2013, 77 p., [biblos.hec.ca/biblio/memoires/2013NO62.PDF](http://biblos.hec.ca/biblio/memoires/2013NO62.PDF).

<sup>2</sup> L'auteur a bénéficié d'une bourse de recherche en vertu d'une entente entre les Études économiques du Mouvement Desjardins et HEC Montréal.

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

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

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Benoit P. Durocher**  
Économiste principal

**Thomas Binet**  
M.Sc. en économie financière appliquée

## Tableau 1 – Croissance annuelle moyenne des prix immobiliers nominaux, du revenu disponible et de la dette des ménages

En %	Prix immobiliers nominaux	Revenu disponible des ménages	Dette totale des ménages	Crédit à la consommation	Crédit à l'habitation
1981-1991	7,8	n.d.	9,6	8,1	10,3
1992-2002	2,4	3,7	6,0	7,2	5,6
2003-2013	6,8	4,6	8,6	8,4	8,7

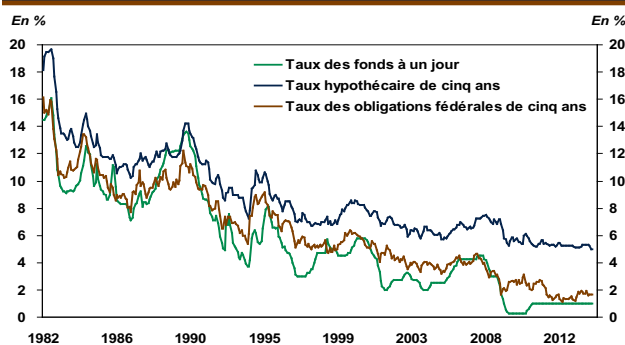
n.d. : non disponible

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

annuelle moyenne nationale plutôt faible de 0,6 %. En revanche, la décennie 2003-2013 a été marquée par une croissance annuelle moyenne importante pour toutes les régions, surtout si on la compare aux 20 années précédentes. Au Canada, elle a été près de 5 %. Sur l'ensemble des trois décennies, la croissance annuelle moyenne des prix immobiliers réels s'est élevée à 2,5 % pour le Canada.

L'accélération de la croissance des prix durant la dernière décennie a coïncidé avec une accélération de l'endettement des ménages (tableau 1) et une baisse des taux d'intérêt (graphique 3). Cela s'est traduit par une baisse du ratio des intérêts payés sur les hypothèques par rapport au revenu disponible de 10,6 % à 7,2 % entre 1992 et 2013 alors que le ratio de la dette par rapport au revenu disponible a augmenté de 91 % à 166 % sur cette même période.

Graphique 3 – Évolution des taux d'intérêt nominaux



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

### OBJECTIF DU MÉMOIRE

L'objectif du mémoire était de mieux comprendre l'impact d'un choc monétaire ou d'un choc de crédit sur les prix immobiliers dans les différentes régions du Canada. Pour

ce faire, un modèle économétrique<sup>3</sup> permettant de travailler avec une large base de données composée de 255 séries pour modéliser l'économie et observer les réactions d'un grand nombre de variables aux niveaux national et régional a été utilisé. Le modèle a été estimé sur la base d'un échantillon s'étendant de janvier 1983 à juillet 2008. La crise économique de 2008-2010, surnommée parfois la Grande Récession, a été exclue parce qu'elle s'est traduite par des mesures de politique monétaire non traditionnelles et des problèmes de liquidités. L'inclusion de cette période dans l'analyse a conduit à des résultats relativement similaires concernant le secteur immobilier, mais plus d'anomalies ont été notées. Le choix d'un échantillon plus conservateur a donc primé.

### TYPES DE CHOCS ET RÉSULTATS

En réalité, deux types de chocs ont présenté des résultats intéressants. D'abord, un choc monétaire qui consiste en une hausse de 25 points de base du taux de financement à un jour de la Banque du Canada (taux directeur) par rapport au niveau d'équilibre initial, et ce, toutes choses étant égales par ailleurs. Le second choc a analysé l'effet d'une hausse des prix immobiliers sur l'économie canadienne.

### HAUSSE DU TAUX DE FINANCEMENT À UN JOUR

Les principaux résultats tirés du modèle ont permis de constater que la hausse du taux de financement à un jour de 25 points de base entraînait une contraction de la production de biens et services dans l'économie canadienne. En effet, le PIB total présentait une diminution légère et progressive, atteignant -0,15 % en dessous du niveau d'équilibre initial après 48 mois. Cela ne veut pas nécessairement dire que le

<sup>3</sup> L'étude a été réalisée à l'aide d'un modèle vectoriel à facteurs (FAVAR). Voir : Ben S. Bernanke *et collab.*, « Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach », *Economic Research & Data – Working Papers and Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005, 48 p., [www.federalreserve.gov/Pubs/Feds/2004/200403/200403pap.pdf](http://www.federalreserve.gov/Pubs/Feds/2004/200403/200403pap.pdf).

## Tableau 2 Synthèse des résultats

### Impact d'une hausse du :

Réponses des variables suivantes :	Taux directeur	Prix immobilier canadien
Taux directeur	Choc de +25 points de base par rapport au niveau d'équilibre initial	Hausse jusqu'à la deuxième année (+20 points de base) puis retour au niveau d'équilibre initial
PIB réel	-0,15 % par rapport au niveau d'équilibre initial après 48 mois	Hausse jusqu'à +0,1% puis retour en territoire négatif après quatre ans
Taux de chômage	+10 points de base par rapport au niveau d'équilibre initial après 48 mois	Diminue avant de retourner vers le niveau d'équilibre initial peu après quatre ans
Taux cinq ans crédit hypothécaire	Hausse puis retour au niveau d'équilibre initial	Hausse jusqu'à la deuxième année puis retour au niveau d'équilibre initial
Crédit hypothécaire (niveau)	-0,1 % par rapport au niveau d'équilibre initial après 48 mois	Hausse par rapport au niveau d'équilibre initial
Prix immobilier canadien	-0,6 % par rapport au niveau d'équilibre initial après 48 mois	Choc de +1,3 % par rapport au niveau d'équilibre initial

Source : Desjardins, Études économiques

PIB total sera plus faible dans quatre ans, mais plutôt qu'il sera plus faible qu'il aurait été sans la hausse du taux directeur. Il en est de même pour toutes les autres variables.

La baisse du PIB du secteur de la construction était un peu plus importante, accusant une diminution de 0,6 %. On a observé ce même dessein concernant l'emploi. Le taux de chômage a augmenté de 10 points de base au-dessus du niveau d'équilibre initial. Une hausse du taux des obligations du gouvernement canadien et du taux du crédit à l'habitation pour une échéance de cinq ans a été constatée, l'écart entre ce dernier et l'obligation gouvernementale de même échéance devenant positif, mais négligeable. La quantité de monnaie et du crédit à la consommation a baissé dans une même proportion, soit environ -0,3 % en dessous du niveau d'équilibre initial alors que le crédit à l'habitation a diminué sensiblement moins. Finalement, le dollar canadien s'est apprécié légèrement pendant les premiers mois et s'est déprécié par la suite.

Concernant les prix immobiliers, le choc monétaire restrictif a causé une diminution du prix de vente moyen des logements existants. Pour le Canada, le niveau des prix a diminué d'environ 0,6 % par rapport au niveau d'équilibre initial après 48 mois. Le Québec, l'Ontario et la Colombie-Britannique présentent sensiblement la même réaction alors que l'Alberta affiche une baisse légèrement plus forte de -0,75 %.

En somme, une hausse du taux d'intérêt de court terme a un effet non négligeable sur le secteur immobilier. Ces résultats confirment la relation négative robuste entre les taux d'intérêt et les prix immobiliers observés dans la littérature où une hausse temporaire de 25 points de base conduit à une baisse variant de 0,30 % à 1,75 % par rapport au niveau d'équilibre initial des prix immobiliers, dépendamment des méthodes d'estimation et des pays.

### CHOC SUR LES PRIX IMMOBILIERS

En deuxième lieu, un choc sur les prix immobiliers a été appliqué à l'économie canadienne pour évaluer les mécanismes de transmission de ce type de choc et quantifier son impact. Un tel choc sur les prix pourrait prendre source d'une bulle spéculative ou d'une demande soudaine des étrangers qui entrent sur le marché. Le choc appliqué (équivalent à un écart-type des résidus structurels) cause une hausse immédiate de 1,3 % des prix immobiliers au Canada par rapport au niveau d'équilibre initial. Les taux d'intérêt présentent une baisse subite qui s'estompe très rapidement pour atteindre un sommet au cours de la deuxième année, avant de diminuer pour converger vers le niveau d'équilibre initial. La production canadienne a augmenté légèrement par rapport à son niveau d'équilibre initial (+0,1 %) pour revenir en territoire négatif au cours de la quatrième année, ce qui pourrait refléter l'effet de la hausse des taux d'intérêt. La hausse du PIB du secteur de la construction a été plus forte que dans l'ensemble de l'économie. Le taux de chômage a diminué avant de retourner vers le niveau d'équilibre initial peu après la quatrième année. L'emploi



du secteur de la construction a augmenté davantage que l'emploi total, ce qui suggère qu'une hausse des prix immobiliers a stimulé l'investissement dans ce secteur. Il s'est ajouté à cela une hausse du crédit de l'habitation deux fois supérieure à celle du crédit à la consommation. Les prix immobiliers ont continué d'augmenter jusqu'à la cinquième année par rapport au niveau d'équilibre initial. Il est à noter que l'Alberta est la région la moins sensible à la hausse des prix au Canada. Ces résultats conduisent à penser que la hausse de prix engendre une hausse du crédit à l'habitation et de l'investissement immobilier qui pourrait contribuer à l'augmentation lente des prix jusqu'à ce que l'effet de la hausse des taux d'intérêt soit rencontré.

### CONCLUSION

De par son effet sur l'économie et son importance dans le bilan financier des ménages, le marché immobilier mérite une attention particulière. Les inquiétudes que suscite son effervescence des dernières années, surtout après la débandade du marché américain, sont justifiables. L'augmentation fulgurante de l'endettement des ménages, causé en majeure partie par le marché immobilier, les rend vulnérables à une augmentation des taux d'intérêt. Cette étude nous rappelle qu'il existe bel et bien un impact négatif d'une hausse des taux d'intérêt sur le marché immobilier.

L'étude nous a appris que chaque hausse de 25 points de base du taux directeur canadien provoque une diminution des prix immobiliers de 0,6 % après quatre années par rapport au niveau d'équilibre initial, et ce, toutes choses étant égales par ailleurs. Cela ne veut pas nécessairement dire que les prix des maisons seront plus faibles dans quatre ans comparativement à aujourd'hui, mais plutôt qu'ils seront plus faibles qu'ils auraient été sans la hausse du taux d'intérêt directeur.

**Thomas Binet**

M.Sc. en économie financière appliquée