

LA CRISE FINANCIÈRE : SES ORIGINES AMÉRICAINES ET SES RÉPERCUSSIONS CANADIENNES

Service Analyse du marché
Fédération des chambres immobilières du Québec
Juin 2009



Ce texte reprend les faits saillants du rapport *Perspectives démographiques du Québec et des régions, 2006-2056* – Édition 2009, publié par l'Institut de la statistique du Québec (ISQ) en juillet 2009 et en analyse les impacts attendus sur le marché de la revente. Nous avons choisi ici de nous concentrer sur la période allant jusqu'en 2031.

Sommaire

La crise financière qui sévit actuellement dans la plupart des pays industrialisés tire son origine de l'effondrement du marché des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) aux États-Unis. Le taux de délinquance pour ce type de prêts a explosé à partir de l'été 2006. Une crise de confiance sévère a ensuite touché les marchés financiers lorsque les titres garantis par ces créances hypothécaires ont été massivement dévalués. Parallèlement, sur le marché immobilier, le nombre de reprises bondissait, provoquant un surplus de propriétés à vendre et, du même coup, un recul important du prix des propriétés aux États-Unis.

Le Canada n'a pas vécu cette crise des prêts hypothécaires à risque, les pratiques de prêts ayant été plus prudentes ici et grâce à une meilleure réglementation. Pourtant, l'économie canadienne subit les contrecoups de la crise financière, que ce soit par la baisse de nos exportations vers les États-Unis, la hausse substantielle du coût des fonds à laquelle font face nos institutions financières, la chute marquée des valeurs boursières ou encore le recul de la confiance des consommateurs. Tout ceci ayant fini par précipiter l'économie canadienne en récession.

Malgré tout, le marché immobilier québécois est demeuré jusqu'ici solide. Le nombre de prêts hypothécaires à l'habitation en souffrance, bien qu'en hausse, reste faible. Aussi, les prix de l'immobilier résidentiel se maintiennent. L'absence de surplus de propriétés à vendre, les interventions musclées des gouvernements pour contrer la crise financière, la baisse agressive des taux directeurs de la Banque du Canada, l'activité spéculative limitée et l'abordabilité des propriétés au Québec nous poussent à conclure que le marché immobilier résidentiel québécois semble bien positionné pour traverser cette période de turbulence et qu'un atterrissage en douceur est envisageable.

Table des matières

Les origines de la crise financière	1
Essor des prêts à haut risque aux États-Unis et émergence des problèmes de liquidités.....	1
Le Canada moins vulnérable aux prêts à risque	3
La réglementation et l'assurance prêt hypothécaire	4
La réglementation est déficiente aux États-Unis	4
Le Canada possède un système bancaire solide	5
Les impacts à ce jour sur le marché immobilier	5
La correction du secteur résidentiel américain s'est accélérée	5
Quelques signes d'affaiblissement au Canada.....	6
Autres conséquences de la crise financière : contraction du crédit bancaire	8
Des États-Unis au niveau mondial.....	8
Le Canada n'y échappe pas	9
La réponse des autorités face à la crise	10
Le gouvernement américain et les tentatives de stabilisation du système financier	10
Des solutions à long terme : reconstruire la régulation financière	12
Le gouvernement canadien soutient son économie	12
Les répercussions prévisibles sur l'activité immobilière en 2009	13
Aux États-Unis, une lueur d'espoir se dessine à l'horizon... pour 2010.....	13
Le ralentissement de l'Ouest canadien pèsera sur la moyenne nationale	13

Table des graphiques

Graphique 1 - Indice (S&P/Case-Shiller) du prix des maisons existantes aux États-Unis	1
Graphique 2 - La délinquance et les saisies des hypothèques subprime ont monté en flèche.....	2
Graphique 3 - Proportion (%) de prêts hypothécaires résidentiels en souffrance	3
Graphique 4 - Le Québec se démarque par la variation positive du prix moyen	6
Graphique 5 - Variation annuelle du nombre de ventes, 2008	7
Graphique 6 - Variation annuelle du prix moyen des propriétés	7
Graphique 7 - Variation annuelle du prix moyen des propriétés, 2008	8
Graphique 8 - Écart entre les taux hypothécaires (5 ans) et le rendement des obligations canadiennes (5 ans)	9

1. Les origines de la crise financière

Essor des prêts à haut risque aux États-Unis et émergence des problèmes de liquidités

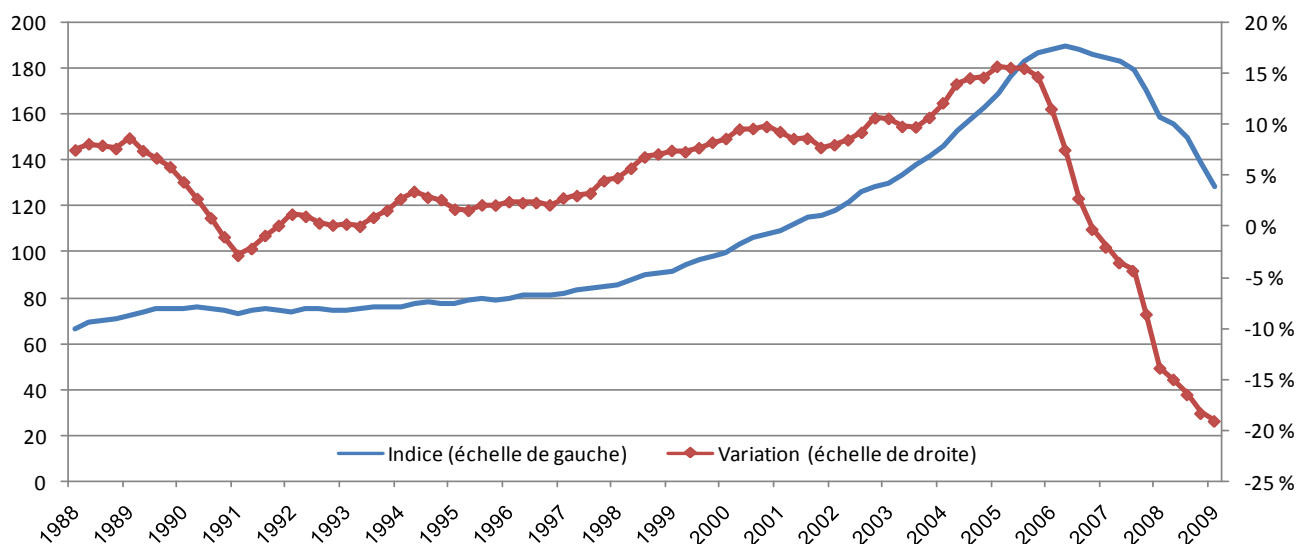
Chez nos voisins du sud, une hausse sans précédent du prix des propriétés a incité les établissements de crédit à allouer des prêts hypothécaires beaucoup plus risqués. La pratique selon laquelle des prêts étaient accordés à des emprunteurs dont le dossier de crédit était entaché ou incomplet s'est répandue. Ces créances étant de qualité inférieure à celles consenties aux meilleurs clients, on les a qualifiées de prêts à haut risque (*subprime*¹).

Puisqu'aucune baisse de prix dans l'immobilier n'avait été enregistrée aux États-Unis depuis la récession du début des années 1990, les prêteurs comptaient sur une hausse constante des valeurs immobilières. Si un emprunteur ne pouvait plus rembourser son prêt, sa propriété pouvait toujours se revendre à un prix supérieur au prix d'achat. De plus, le prêteur tirait profit de la titrisation, soit la vente de titres garantis par des créances hypothécaires, ce qui lui permettait de se refinancer et de réduire son risque. L'absence de réglementation de ces opérations a notamment contribué à la prolifération des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis. Tout allait relativement bien tant que le prix des maisons augmentait.

Toutefois, au début de 2007 (graphique 1), les prix ont amorcé leur descente à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière, provoquant des situations où la valeur des propriétés devenait inférieure au solde du prêt hypothécaire.

La pratique selon laquelle des prêts étaient accordés à des emprunteurs dont le dossier de crédit était entaché ou incomplet s'est répandue. Ces créances étant de qualité inférieure à celles consenties aux meilleurs clients, on les a qualifiées de prêts à haut risque (*subprime*).

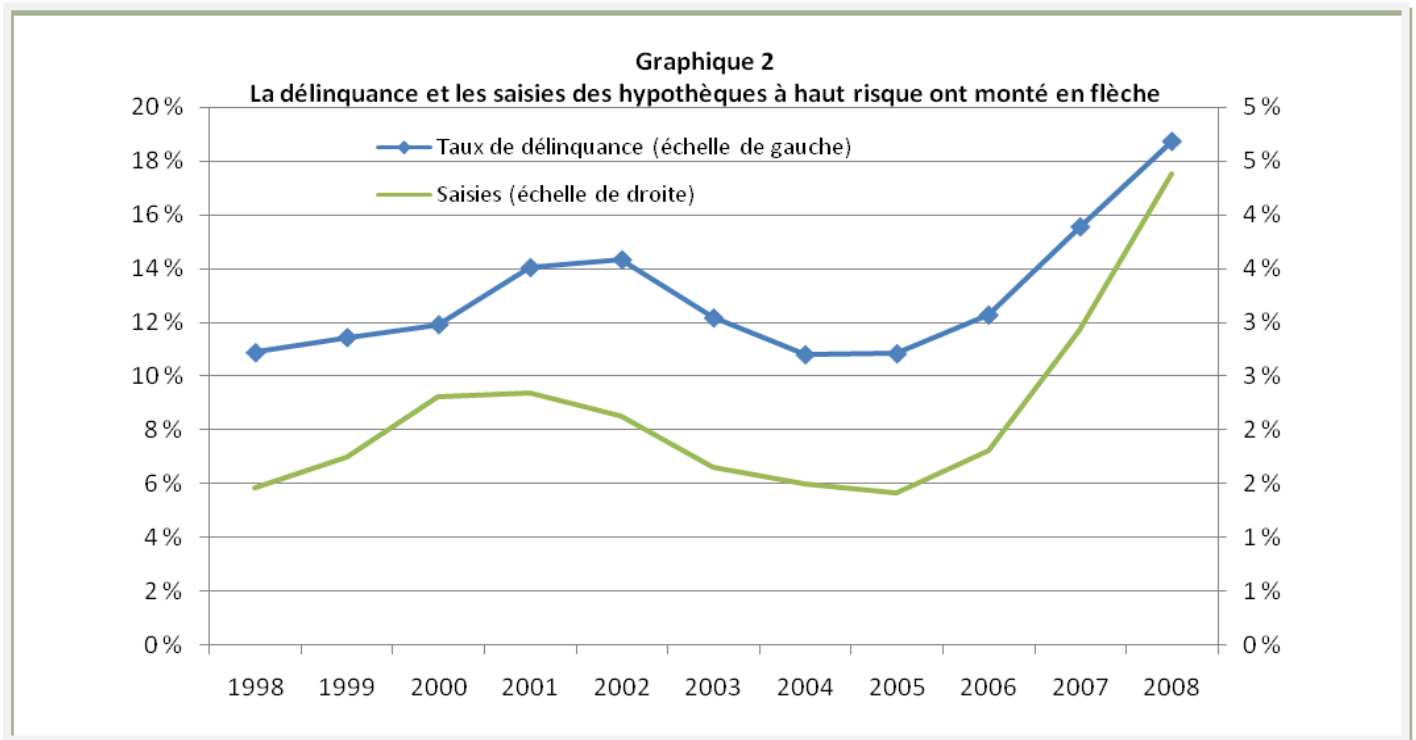
Graphique 1
Indice (S&P/Case-Shiller) du prix des maisons existantes aux États-Unis



Source : Standard & Poor's

¹ Le terme *subprime* fait référence à la qualité du prêt et non au taux d'intérêt qu'il porte. Le taux d'intérêt d'un prêt à haut risque est supérieur à celui d'un prêt ordinaire, afin de compenser pour son risque plus élevé.

La prolifération des prêts hypothécaires à risque a été lourde de conséquences pour le marché immobilier américain, puisque les défauts de paiement ainsi que les saisies de propriétés ont monté en flèche (graphique 2).



Source : Mortgage and Bankers Association

Avec cette détérioration de la qualité des prêts hypothécaires américains à haut risque, l'incertitude s'est installée sur les marchés financiers. Tant les investisseurs canadiens qu'américains se sont éloignés de ces actifs risqués. Cela a notamment touché les émissions de papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Les PCAA sont des titres d'emprunt de court terme dont les paiements sont garantis par différentes sources de revenus de plus long terme, dont des créances hypothécaires. Or, les prêts à haut risque étaient massivement utilisés dans les PCAA en raison des taux d'intérêt plus élevés qu'ils portaient et les émissions de PCAA ont explosé au cours des dernières années (selon Desjardins, au Canada, l'encours du PCAA s'élevait à 116 milliards de dollars à la fin de juillet 2007, soit environ le tiers de la valeur totale du marché monétaire)². Les émetteurs de PCAA, ne trouvant plus preneurs en raison de la chute substantielle de la valeur des actifs sous-jacents, ne pouvaient pas s'acquitter des titres qui venaient à échéance. Ils ont dû demander aux banques des liquidités importantes pour prévenir la faillite. En outre, dans le cadre de l'accord de Montréal³, les transactions sur le PCAA ont été gelées au Canada, afin d'éviter d'énormes pertes qu'aurait entraînées une liquidation massive de ces titres. Les banques sont quant à elles devenues plus frileuses dans l'octroi des prêts. Bref, la crise des liquidités a débuté alors que la demande pour les produits financiers garantis par des créances s'effondrait.

² DESJARDINS, « Les problèmes de crédit, un risque majeur », *Point de vue économique*, 17 mars 2008, p. 2.

³ Un accord, mis sur pied en août 2007, qui a pour but la restructuration des PCAA.

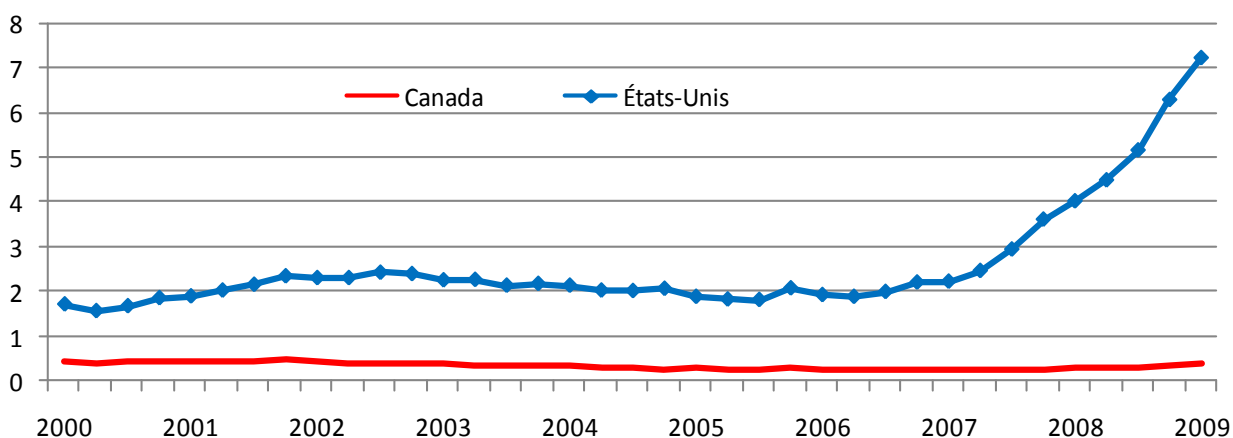
Le Canada moins vulnérable aux prêts à risque

Tandis qu'aux États-Unis, les taux de défaillance de plus de 90 jours⁴ sur les prêts hypothécaires ont fortement augmenté, passant d'à peine 2 % au premier trimestre de 2006 à 7,2 % au premier trimestre de 2009, ils sont demeurés faibles au Canada, soit inférieurs à 2 % (graphique 3).

Toutefois, cette comparaison n'est pas parfaite. Les statistiques sur les prêts hypothécaires en retard de plus de 90 jours disponibles pour le Canada ne font pas la distinction entre le type de prêt (au taux préférentiel vs à haut risque). En fait, les statistiques proviennent de l'Association des banquiers canadiens, qui ne regroupe que les principales banques canadiennes, de sorte que les activités des prêteurs à risque ne s'y trouvent pas. Par contre, selon la Banque du Canada⁵, les prêts à risque représenteraient moins de 5 % du marché hypothécaire canadien (vs 14 % aux États-Unis). Par ailleurs, au Canada, ces prêts devraient plutôt être qualifiés de prêts à taux quasi préférentiels (*near prime*), puisque les critères d'octroi sont très différents de ceux utilisés aux États-Unis et ils sont peu répandus au Canada.

Selon la Banque du Canada, les prêts à risque représenteraient moins de 5 % du marché hypothécaire canadien (vs 14 % aux États-Unis).

Graphique 3
Proportion (%) de prêts hypothécaires résidentiels en souffrance



Source : Association des banquiers canadiens et Mortgage and Bankers Association

⁴ Seriously Delinquent Mortgages.

⁵ BANQUE DU CANADA, Revue du système financier décembre 2008, [En ligne]. [http://www.bankofcanada.ca/fr/rsf/2008/rsf_1208.pdf] (Consulté le 11 décembre 2008).

2. LA RÉGLEMENTATION ET L'ASSURANCE PRÊT HYPOTHÉCAIRE

La réglementation est déficiente aux États-Unis

Au cours de son mandat en tant que membre du conseil supérieur de la Réserve fédérale des États-Unis de 1997 à 2005, mais plus précisément en 2002, Edward Gramlich avait sonné l'alarme sur les conséquences catastrophiques causées par la réglementation déficiente entourant la propagation des prêts à haut risque. Selon ses estimations, plus de la moitié des prêts à haut risque étaient faits sans aucun encadrement de la part du gouvernement fédéral américain⁶.

Les agences de notation ont pu coter à AAA des obligations liées à des hypothèques à haut risque.

La revente des créances sous forme de titres financiers adossés à des actifs hypothécaires à risque élevé a quant à elle été facilitée par les agences de notation qui octroyaient à ces titres une cote élevée. Malgré la Loi Sarbanes-Oxley⁷ (SOX), qui sert à mieux baliser le contrôle comptable, les agences de notation ont pu coter à AAA⁸ des obligations liées à des hypothèques à haut risque.

Par ailleurs, les prêts hypothécaires à risque élevé ne requerraient pas nécessairement une assurance prêt aux États-Unis. Le ratio prêt/valeur de la propriété est employé par les prêteurs hypothécaires afin de mesurer le risque. Plus ce ratio est élevé, plus le risque du prêt hypothécaire est accru. Lorsque ce ratio dépasse 80 %, l'achat d'une assurance hypothécaire est obligatoire aux États-Unis. Cette assurance est plutôt chère et elle n'est pas déductible d'impôt, contrairement aux intérêts hypothécaires.

Les prêts hypothécaires à risque élevé ne requerraient pas nécessairement une assurance prêt aux États-Unis.

Entre 2000 et 2007, toutefois, les prêteurs ont offert des moyens pour éviter d'acheter une assurance hypothécaire. L'un des plus communs est appelé le *piggyback loan*, par lequel l'emprunteur contractait deux prêts hypothécaires à la fois : le premier couvrant 80 % du prix de la propriété et le second, généralement à un taux plus élevé, représentant un autre 10 %, 15 % ou 20 % du prix. Les mises de fonds équivalaient alors aux 10 % ou 5 % restants du prix de vente. Elles pouvaient même être nulles. L'emprunteur tirait profit de cette combinaison, malgré des taux hypothécaires plus élevés (mais déductibles d'impôt), puisque ses paiements s'avéraient inférieurs à ceux déboursés avec une assurance prêt hypothécaire. Cependant, le recours à une combinaison de deux prêts hypothécaires n'était avantageux pour l'emprunteur qu'à l'époque où la valeur des propriétés augmentait. En plus d'éviter de payer des primes d'assurance élevées, l'emprunteur pouvait en peu de temps refinancer ses deux prêts en un seul, une fois le ratio prêt/valeur de la propriété inférieur ou équivalent à 80 % et ainsi éviter de nouveau l'achat d'une assurance hypothécaire. Lorsque les prix des propriétés se sont effondrés, cette pratique est devenue irréalisable.

⁶ Pierre LANGLOIS, *Les huit bras de la crise financière américaine*, Fédération des chambres immobilières du Québec, 2008, p. 6.

⁷ La loi Sarbanes-Oxley est une loi fédérale américaine de 2002 imposant aux sociétés cotées de nouvelles règles sur la comptabilité et la transparence financière. Elle encadre les vérificateurs internes dans leur analyse de gestion du risque.

⁸ Il s'agit de la cote de qualité la plus élevée.

Le Canada possède un système bancaire solide

L'Association des banquiers canadiens a énoncé que le Canada est muni d'un système de réglementation efficace avec des banques bien capitalisées et bien gérées. Le rapport annuel 2008-2009 de la compétitivité du Forum économique mondial a d'ailleurs confirmé que le Canada possède le système bancaire le plus solide du monde (1^{er} sur 134 pays)⁹.

Les prêteurs canadiens sont beaucoup plus rigoureux dans la sélection des emprunteurs, ce qui réduit les risques de défaut de paiement. Aussi, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL)¹⁰, qui assure la plupart des prêts hypothécaires, exige la vérification du dossier de crédit de l'emprunteur, de son revenu, de même que de la provenance de sa mise de fonds. Par ailleurs, l'obligation de se procurer une assurance prêt hypothécaire, lorsque la mise de fonds est inférieure à 20 % de la valeur de la propriété, agit comme une protection additionnelle pour les institutions financières en cas de défaut de paiement.

De plus, un nouveau régime de garantie de l'assurance hypothécaire est entré en vigueur en octobre 2008. Celui-ci a pour but de veiller à ce que le marché canadien du logement demeure solide et d'éviter une bulle immobilière, comme celle qui a éclaté aux États-Unis. Les nouvelles mesures, telles que décrites par le ministère des Finances du Canada, fixent à 35 ans la période maximale d'amortissement des nouveaux prêts hypothécaires; exigent une mise de fonds minimale de 5 % pour les nouveaux prêts hypothécaires; établissent une exigence uniforme relativement à la cote de crédit minimale; et adoptent de nouvelles normes sur la documentation des prêts¹¹.

3. LES IMPACTS À CE JOUR SUR LE MARCHÉ IMMOBILIER

La correction du secteur résidentiel américain s'est accélérée

Les saisies ont poursuivi leur ascension et, par conséquent, une baisse généralisée des prix des propriétés existantes a frappé les États-Unis. Selon l'indice des prix des propriétés du Standard & Poor's/Case-Schiller, entre le sommet du deuxième trimestre de 2006 et le premier trimestre de 2009, les prix ont chuté de 32 %. Au premier trimestre de 2009, l'indice a révélé un déclin de 19 % par rapport à la même période l'an dernier, soit la chute la plus forte depuis l'instauration de l'indice en 1987.

La baisse des prix de l'immobilier a été la plus marquée dans les villes où la bulle immobilière avait été plus prononcée et où le nombre de procédures de saisies s'était le plus accru, soit en Arizona, dans le Nevada, en Floride ainsi qu'en Californie. Dans le Michigan, la chute des prix de l'immobilier reflète le déclin économique en cours dans le centre névralgique de l'industrie automobile américaine.

⁹ WORLD ECONOMIC FORUM, *The Global Competitiveness Report 2008-2009*, [En ligne]. [http://www.weforum.org/documents/gcr0809/index.html] (Consulté en octobre 2008).

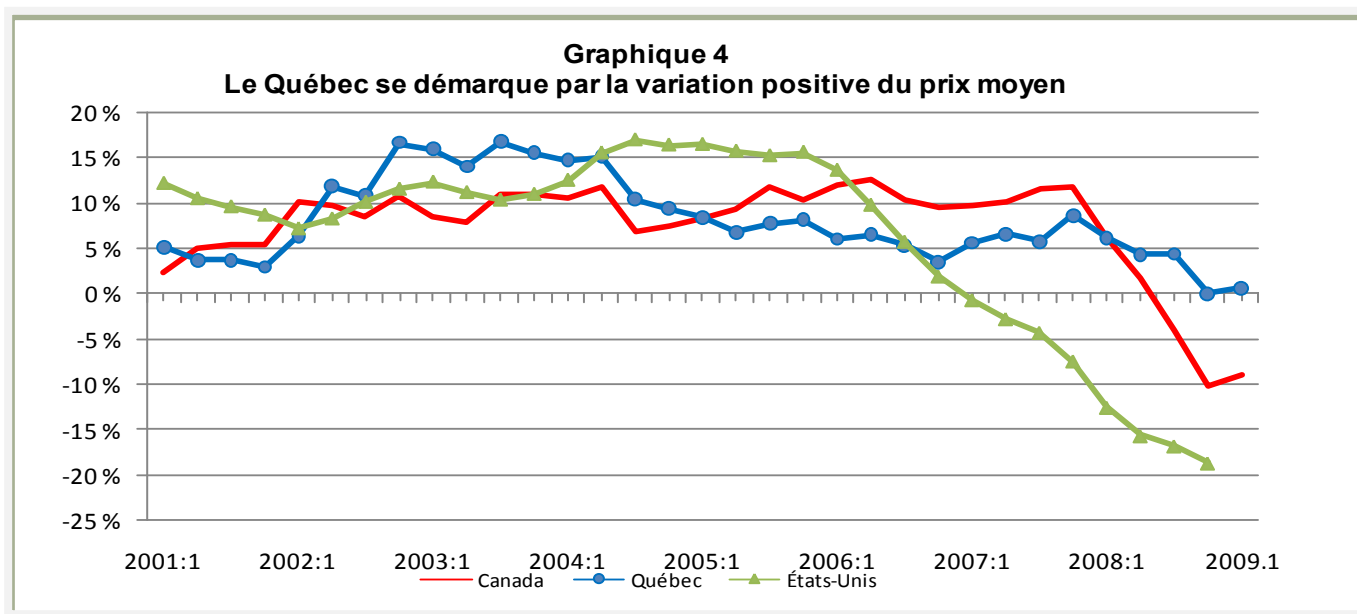
¹⁰ La SCHL est l'organisme national responsable de l'habitation au Canada et le premier fournisseur d'assurance prêt hypothécaire, de titres hypothécaires, de programmes, de politiques et de recherche en matière d'habitation.

¹¹ MINISTÈRE DES FINANCES DU CANADA, *Le gouvernement du Canada prend des mesures pour protéger et renforcer le marché canadien du logement*, [En ligne]. [http://www.fin.gc.ca/n08/08-051-fra.asp] (Consulté en octobre 2008).

En termes d'activité, selon les données de la National Association of Realtors (NAR), le nombre de ventes de maisons existantes a diminué de 25 % entre mars 2007 et mars 2009. La situation est encore moins reluisante du côté de la construction neuve. Au cours de la même période (mars 2007 à mars 2009), les mises en chantier à l'échelle nationale ont chuté de 63 %.

Quelques signes d'affaiblissement au Canada

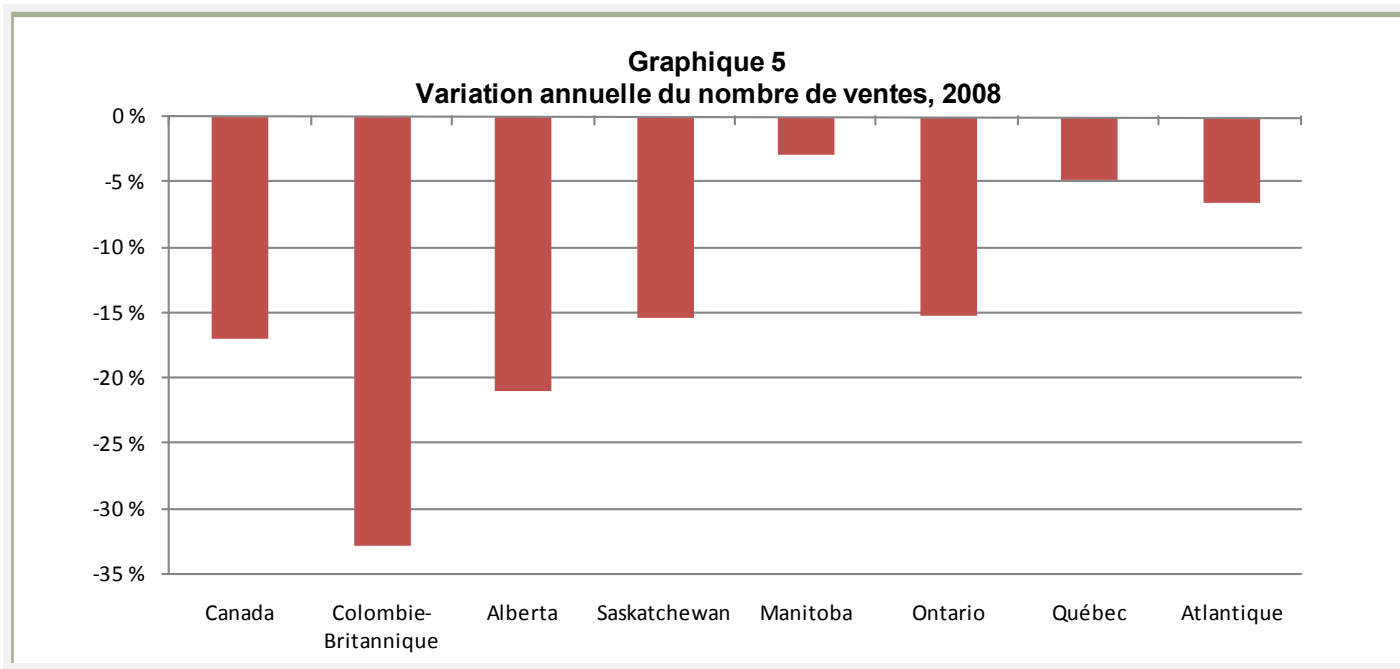
Même si une bulle immobilière n'a pas éclaté au Canada, des signes d'affaiblissement ont fait surface. Tant le nombre de transactions résidentielles que le prix moyen des propriétés était en baisse au premier trimestre de 2009 (graphique 4), et ce, en raison du recul observé dans l'ouest du pays. Soulignons toutefois que, contrairement aux États-Unis, il s'agit d'un ralentissement graduel et sain, conduisant le marché vers l'équilibre.



Source : Standard & Poor's et Association canadienne de l'immeuble

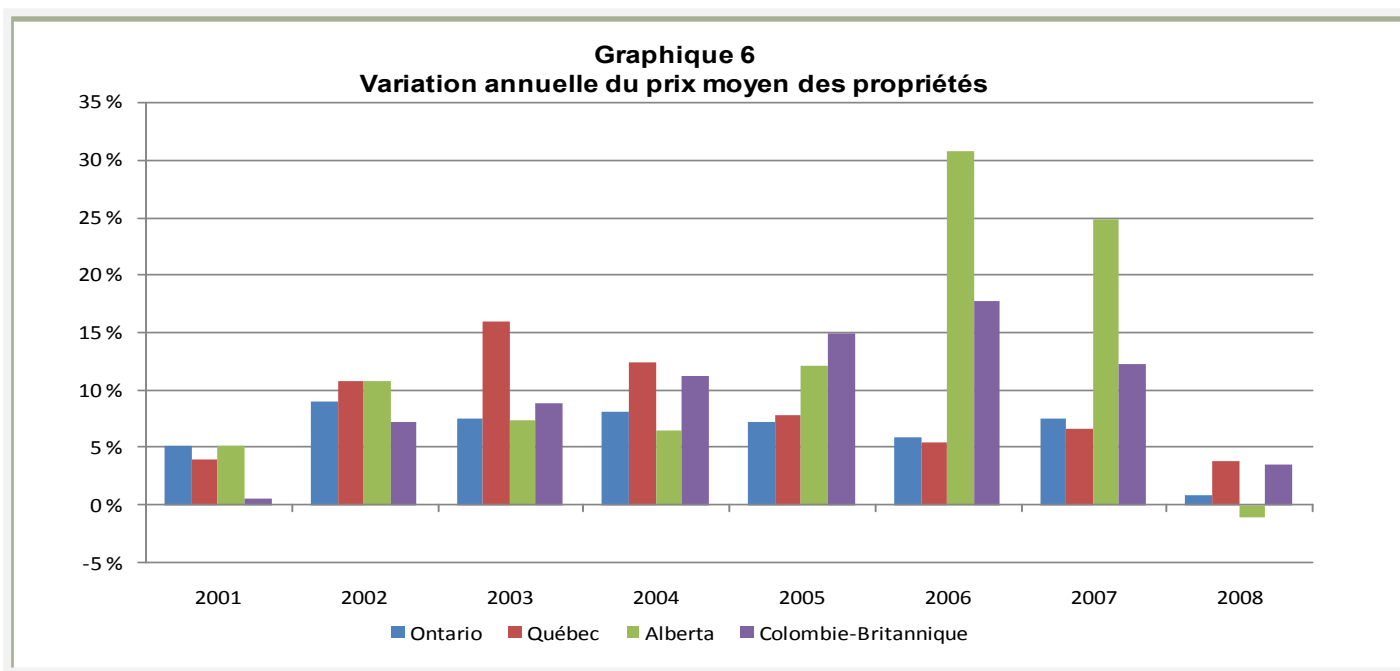
Au début de la décennie, le nombre de propriétés à vendre était insuffisant pour combler la forte demande d'habitations. Le marché à l'avantage des vendeurs a donc provoqué de fortes hausses de prix, mais toujours fondées sur des facteurs fondamentaux, notamment la montée en flèche de l'emploi, le taux de chômage historiquement faible et le bas niveau des taux d'intérêt. Ainsi, le marché ne s'est jamais rendu à une situation de surplus généralisé comme celle des États-Unis.

Des différences provinciales importantes sont toutefois évidentes (graphique 5). Certaines provinces ont des marchés qui approchent une situation de surplus, notamment l'Alberta et la Colombie-Britannique, où les ventes de propriétés ont chuté de 21 % et de 33 % respectivement en 2008 par rapport à 2007. Il faut dire que l'ascension des prix y a été plus vigoureuse au cours des dernières années.



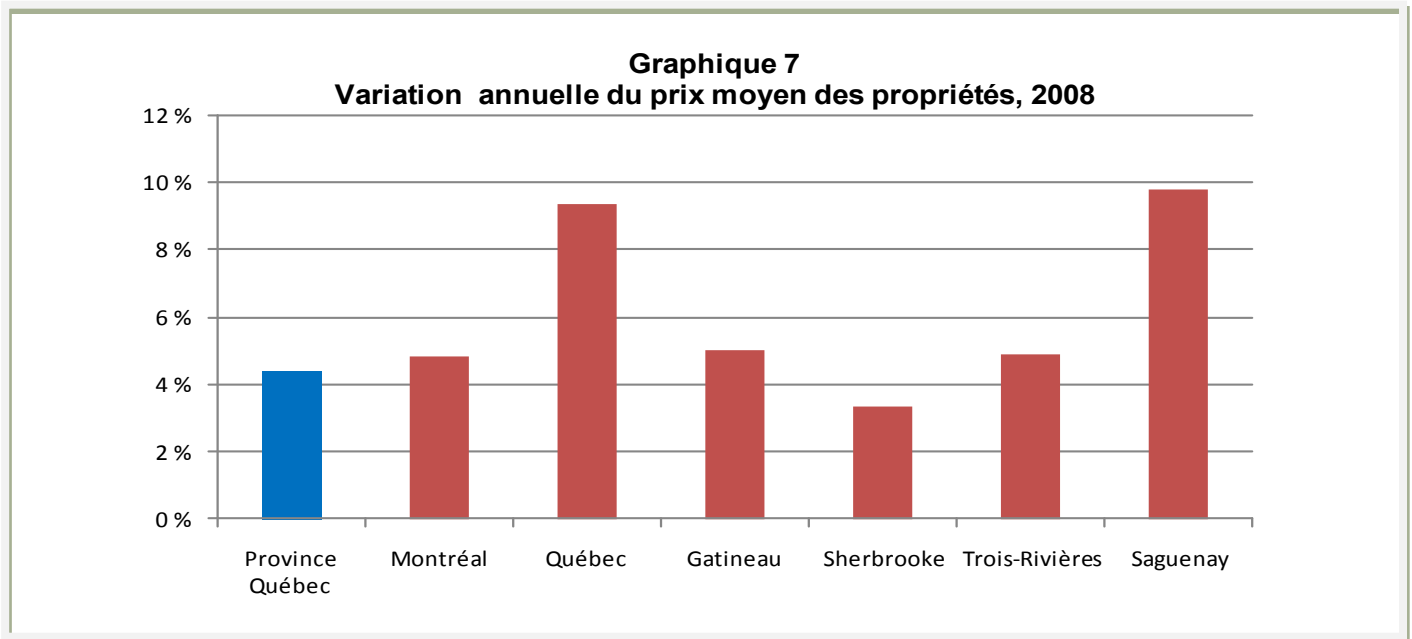
Source : Association canadienne de l'immeuble

De 2001 à 2008, les prix ont plus que doublé en Colombie-Britannique et en Alberta. La progression des prix a été moindre au Québec, soit de près de 80 % au cours de la même période (graphique 6). Ce rythme de croissance moins rapide, dans un contexte économique favorable (basé sur les mêmes facteurs fondamentaux mentionnés plus tôt), a permis au marché québécois de demeurer loin d'une situation de surplus.



Source : Association canadienne de l'immeuble

Au Québec, le marché immobilier est donc différent de celui du reste du pays, mais bien plus encore de celui des États-Unis. Bien que la progression des prix des propriétés ait ralenti en 2008, au cumul, la hausse du prix moyen a été de 4 %. Plus précisément, les régions métropolitaines de recensement du Québec sont loin d'enregistrer des diminutions de prix semblables à celles de certains endroits dans le reste du pays (graphique 7).



Source : Association canadienne de l'immeuble

4. AUTRES CONSÉQUENCES DE LA CRISE FINANCIÈRE : CONTRACTION DU CRÉDIT BANCAIRE

Des États-Unis au niveau mondial

Bien que la crise financière ait vu le jour aux États-Unis - ce qui a conduit son économie à la récession - les marchés financiers mondiaux ont aussi été affectés. En effet, les institutions financières provenant des quatre coins de la planète ont enregistré des pertes de près de 600 milliards de dollars américains entre le début de 2007 et l'automne 2008¹². Les faillites ou les menaces de faillite de plusieurs grandes institutions financières américaines et européennes - par exemple, Northern Rock, Bear Stearns, Freddie Mac et Fannie Mae¹³, Merrill Lynch, Lehman Brothers, AIG, HBOS, Washington Mutual, Wachovia et Dexia - ont intensifié les perturbations financières et l'incertitude quant à l'ampleur des pertes additionnelles liées au crédit s'est accrue.

¹² Jody SHENN et Caroline SALAS, Bank Writeoffs May Rise, Bond Spreads Fall on TARP, [En ligne]. [http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aUdjX0YcGdrY] (Consulté le 6 octobre 2008).

¹³ Voir la section La réponse des autorités face à la crise, à la page 14, pour de plus amples explications sur le cas de Freddie Mac et Fannie Mae.

Les institutions financières à l'échelle du globe sont devenues pessimistes et réticentes à consentir des prêts et, par conséquent, les coûts d'emprunt ont fortement augmenté. Le resserrement significatif de leurs conditions de crédit a pénalisé tant les consommateurs que les entreprises et a grandement contribué au ralentissement de l'économie mondiale.

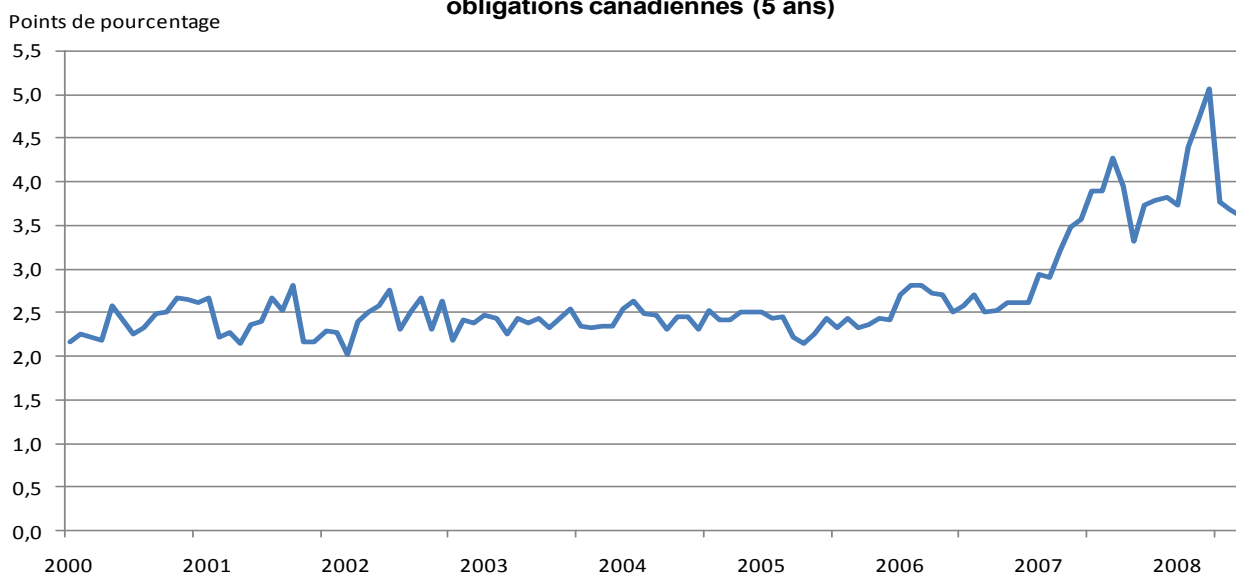
Le Canada n'y échappe pas

À l'instar de la situation mondiale, le resserrement des conditions de crédit au Canada a maintenu les taux d'emprunt à des niveaux élevés par rapport au taux des obligations gouvernementales. Notamment, l'écart entre le taux hypothécaire de cinq ans et le taux de rendement d'obligations canadiennes de cinq ans a atteint un sommet à la fin de 2008 (graphique 8).

La contraction du crédit a ralenti la hausse des dépenses de consommation ainsi que celle des investissements. En parallèle, en plus d'être affectés par le ralentissement de la demande américaine, les exportateurs canadiens ont vu leurs difficultés s'accroître face au ralentissement mondial. Le climat d'incertitude a entraîné une réduction importante de la Bourse canadienne. Le portefeuille boursier de nombreux Canadiens s'est fortement déprécié, ce qui a ébranlé la confiance des consommateurs. Ainsi, la croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti en 2008. L'indice S&P/TSX a atteint un creux le 20 novembre 2008, perdant presque 50 % par rapport à son dernier sommet enregistré le 18 juin 2008.

À l'instar de la situation mondiale, le resserrement des conditions de crédit au Canada a maintenu les taux d'emprunt à des niveaux élevés par rapport au taux des obligations gouvernementales.

Graphique 8
Écart entre les taux hypothécaires (5 ans) et le rendement des obligations canadiennes (5 ans)



Source : Banque du Canada et Conference Board du Canada

5. LA RÉPONSE DES AUTORITÉS FACE À LA CRISE

Le gouvernement américain et les tentatives de stabilisation du système financier

Afin de stabiliser le marché financier et de rétablir le flux de crédit, la Banque centrale américaine (la Fed) a réduit son taux directeur, qui était de 5,25 % le 18 septembre 2007, à un niveau historiquement bas se situant entre 0 et 0,25 %, le 16 décembre 2008. En juin 2009, ce taux demeurait inchangé. Elle a également octroyé des liquidités importantes, garanti des dépôts et des emprunts bancaires, et acheté des actifs de mauvaise qualité.

Le 7 septembre 2008, le Trésor américain a mis sous tutelle Freddie Mac et Fannie Mae, deux sociétés privées de refinancement hypothécaire aux États-Unis. Celles-ci n'étaient pas liées formellement à l'État américain¹⁴, mais elles disposaient d'une ligne de crédit garantie par ce dernier. Cela leur permettait d'emprunter des sommes à de bas taux et d'acheter aux établissements de crédit des portefeuilles de créances hypothécaires, pour ensuite les revendre sous forme de titres adossés à des actifs (ex. PCAA). Les établissements de crédit dégageaient ainsi des liquidités qui leur permettaient de faire de nouveaux prêts. Mais en raison de l'écroulement de la titrisation, la situation financière de Fannie Mae et Freddie Mac n'a cessé de se détériorer.

Malgré leurs lourdes pertes, ces deux firmes détenaient ou garantissaient, à la mi-année 2008, plus de 40 % des prêts immobiliers (plus de 5 000 milliards de dollars américains) accordés aux États-Unis. Tout risque de faillite de l'un de ces deux géants de l'immobilier aurait donc eu des conséquences catastrophiques sur l'économie américaine, ce qui explique l'importance des mesures d'urgence entreprises par le Trésor américain pour les secourir. Ces mesures incluent une hausse de leur crédit ainsi qu'un plan d'achat de leurs actions pour un total de 200 milliards de dollars américains. Le Trésor s'engage à garantir leurs obligations, protégeant ainsi toutes les banques américaines et étrangères qui en ont acheté contre des pertes de valeur. Enfin, le Trésor a changé l'orientation stratégique de Fannie Mae et Freddie Mac : elles ne cherchent plus le meilleur rendement pour les actionnaires et elles doivent réduire la taille de leur portefeuille de 10 % par an, afin d'assainir les pratiques de titrisation de prêts hypothécaires.

Le plan Paulson (Emergency Economic Stabilization Act) est une autre mesure exceptionnelle adoptée par le Congrès américain le 3 octobre 2008, avec pour objectif de relancer l'économie des États-Unis par la mise en place du fameux TARP (Trouble Asset Relief Program). À l'origine, les 700 milliards de dollars américains du plan étaient destinés à racheter aux institutions financières les actifs contaminés par les prêts hypothécaires à haut risque. Mais en novembre 2008, le secrétaire américain au Trésor, Henry Paulson, a décidé de changer de cap. Les fonds sont désormais utilisés pour acheter des actions des établissements financiers touchés dans le but de fournir du capital à ces institutions et favoriser le flux des crédits. Outre la recapitalisation des banques, Henry Paulson a précisé que le plan aiderait aussi des établissements non bancaires (compagnies d'assurance, sociétés de fiducie, sociétés de prêt hypothécaire, coopératives de crédit, fonds de pension) pour favoriser le crédit à la consommation. Le 10 février 2009, le nouveau secrétaire au Trésor, Timothy Geithner, a présenté les détails de son « plan de stabilité financière », qui a pour objectif de rénover et compléter le plan Paulson.

¹⁴ Créé en 1938, en tant qu'établissement public pour contribuer à sortir de la Grande Dépression, Fannie Mae est passé sous statut privé en 1968. Freddie Mac est né d'une loi votée par le Congrès en 1970.

Ce nouveau plan vise dans un premier temps à rétablir la stabilité du système financier américain. Ce premier objectif passe tout d'abord par la poursuite du processus de recapitalisation des institutions financières affectées par la présence d'actifs « toxiques »¹⁵ dans leur bilan. Toujours dans l'optique de stabiliser le système financier, la nouvelle administration a également prévu la mise en place d'un programme d'investissement public-privé, en partenariat avec la Fed et l'agence fédérale américaine de garantie des dépôts bancaires (Federal Deposit Insurance Corporation), pour permettre d'assainir le système financier en favorisant le rachat des actifs contaminés à hauteur de 500 milliards de dollars (extensible jusqu'à 1 000 milliards de dollars). Une partie du financement de ce programme proviendra des 700 milliards de dollars prévus par le plan Paulson, mais l'essentiel sera assuré par l'effet de levier¹⁶, avec le concours de la Fed. Finalement, l'autre volet de ce nouveau plan d'aide financière vise plus particulièrement la stabilisation du marché immobilier en apportant un soutien aux propriétaires en difficulté. À travers un plan de prévention des saisies immobilières (Making Home Affordable) d'une valeur totale de 275 milliards de dollars, la nouvelle administration prévoit utiliser 75 milliards de dollars pour permettre aux propriétaires les plus en difficulté d'alléger leurs remboursements hypothécaires. Les 200 milliards de dollars restants seront utilisés pour faciliter le refinancement hypothécaire des propriétaires qui éprouvent des difficultés à se refinancer à des taux plus faibles en raison de la baisse sensible du prix de leur propriété. Entre sept et neuf millions de propriétaires devraient bénéficier de ce plan.

En juin 2009, sur les 620 milliards de dollars dépensés par le Trésor américain, 175 milliards de dollars ont été utilisés pour la recapitalisation bancaire, 100 milliards de dollars ont participé au programme d'investissement public-privé, près de 70 milliards de dollars ont permis de sauver l'assureur AIG de la faillite, plus de 85 milliards de dollars sont venus au secours de l'industrie automobile, 50 milliards de dollars ont soutenu les propriétaires en difficulté et plus de 70 milliards de dollars ont déjà été restitués par les institutions financières¹⁷. Le secrétaire au Trésor américain n'exclut pas la possibilité d'avoir recours à des fonds supplémentaires, qui s'ajouteraient aux 700 milliards de dollars prévus initialement.

Le 25 novembre 2008, la Réserve fédérale avait annoncé le lancement d'un programme pour l'achat d'obligations, liées au marché de l'habitation, à des entreprises parrainées par le gouvernement - Fannie Mae, Freddie Mac et la Federal Home Loan Banks – ainsi que de titres adossés à des créances hypothécaires par Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae¹⁸. Ce programme a été mis en place afin de réduire les coûts et accroître la disponibilité du crédit pour l'achat d'une maison, ce qui devrait soutenir le marché de l'habitation et améliorer les conditions des marchés financiers en général. En juin 2009, ce programme avait permis l'achat de près de 600 milliards de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires depuis sa mise en place en janvier 2009¹⁹.

¹⁵ Un actif est considéré comme toxique ou contaminé lorsque la diminution de sa valeur est telle que celui-ci ne peut plus être revendu facilement sur le marché. Dans le cadre de la crise immobilière américaine avec la chute du prix des maisons, la valeur d'un nombre croissant de maisons ne couvrait plus au complet l'hypothèque. Cela signifie qu'en cas de défaut, la vente de la maison ne permet pas de récupérer la totalité de l'hypothèque. Devenus trop risqués avec la multiplication des prêts à haut risque qui a fortement accru le risque de défaut, les actifs basés sur ces hypothèques (Mortgage-Backed Securities) se sont donc transformés en actifs illiquides puisqu'ils ne trouvaient plus d'acquéreurs sur le marché.

¹⁶ Mécanisme qui, grâce à l'endettement, permet de prendre une position plus importante que les fonds dont on dispose.

¹⁷ Matthew ERICSON, Elaine HE et Amy SCHOENFELD, "Tracking the \$700 billion bailout", The New York Times [En ligne], 24 juin 2009. [<http://projects.nytimes.com/creditcrisis/recipients/table>] (Consulté le 25 juin 2009).

¹⁸ Board of Governors of the Federal Reserve System, [En ligne]. [<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081230b.htm>] (Consulté le 6 janvier 2009).

¹⁹ Federal Reserve Bank of New York, Open Market operations - Agency Mortgage-Backed Securities Purchase Program, [En ligne]. [<http://www.newyorkfed.org/markets/mbs/>] (Consulté le 26 juin 2009).

Des solutions à long terme : reconstruire la régulation financière

Outre les plans de sauvetage mis en place pour permettre la stabilisation financière, le gouvernement américain prévoit également une restructuration en profondeur de son système financier. Cette réforme structurelle, présentée le 17 juin 2009 par le président Obama, vise à rétablir la confiance dans l'intégrité du système financier américain et se base sur deux volets principaux. Tout d'abord, les mesures qui seront adoptées visent à éviter que les conditions d'une telle crise puissent se reproduire. L'atteinte de cet objectif passe notamment par la création d'organismes régulateurs dont les buts seront principalement d'accroître le contrôle et la réglementation des marchés financiers (supervision de toutes les institutions financières susceptibles de porter atteinte au fonctionnement du marché, contrôle des agences de notation, etc.) et de protéger les consommateurs et les investisseurs des abus. D'autre part, les autorités américaines souhaitent mettre en place un dispositif qui leur permettra de stabiliser plus rapidement leur système financier en cas de nouvelle crise. Le projet de réforme prévoit notamment la création d'un régime encadrant la faillite des institutions non bancaires et envisage une révision des procédures de prêts d'urgence accordés par la Fed aux institutions dont la santé financière menace la stabilité du système au complet. Finalement, cette réforme structurelle entend accroître la régulation à l'échelle internationale et se doter d'outils d'intervention globaux.

Le gouvernement canadien soutient son économie

Les tensions financières mondiales se sont propagées aux marchés du crédit canadiens et le Canada n'a pu éviter la récession qui touche la plupart des pays industrialisés. Le gouvernement canadien doit donc se montrer actif afin de soutenir l'économie. Au cours de l'année 2008, la Banque du Canada (BdC) a mis en œuvre sa politique monétaire à quelques reprises dans le but de stabiliser l'activité économique du pays. Dans le cadre d'une initiative concertée avec plusieurs autres banques centrales, la BdC a réduit son taux d'intérêt directeur de 50 points de base, le 8 octobre 2008. D'autres baisses ont suivi. Au cumul, le taux directeur a diminué de 425 points de base depuis décembre 2007, passant de 4,50 % à 0,25 % en avril 2009.

Étant donné la bonne position financière des principales institutions financières canadiennes, le gouvernement du Canada n'a pas jugé nécessaire de mettre en place un plan de sauvetage tel que ceux concoctés aux États-Unis et en Europe. Néanmoins, afin de maintenir la disponibilité du crédit à plus long terme au Canada, le ministère des Finances a acheté, auprès des institutions financières, des titres constitués de blocs de prêts hypothécaires assurés d'une valeur pouvant atteindre 75 milliards de dollars, et ce, par l'entremise de la SCHL. Il s'agit d'actifs d'une qualité élevée garantis par le gouvernement. Enfin, la BdC s'est engagée à faciliter l'accès à des liquidités additionnelles au système financier canadien tant que les conditions le justifieront.

Outre les mesures mises en place pour améliorer les conditions financières et dynamiser les flux de crédit, les gouvernements fédéral et provincial ont mis temporairement en place des crédits d'impôt à la rénovation afin d'aider à la relance économique et de stimuler la demande de main-d'œuvre. Au fédéral, le crédit d'impôt non remboursable peut atteindre le montant maximal de 1 350 \$ et s'applique sur les dépenses comprises entre 1 000 \$ et 10 000 \$ engagées entre le 27 janvier 2009 et le 1^{er} février 2010. Au provincial, le crédit d'impôt remboursable peut atteindre 2 500 \$ et porte sur les dépenses supérieures à 7 500 \$ engagées au cours de l'année 2009 et payées au plus tard le 30 juin 2010.

Finalement, la bonne santé du système financier canadien déjà suffisamment encadré et réglementé (comme nous l'avons vu précédemment) n'a pas nécessité la mise en place d'une réforme structurelle comme celle prévue chez nos voisins du sud.

6. LES RÉPERCUSSIONS PRÉVISIBLES SUR L'ACTIVITÉ IMMOBILIÈRE EN 2009 ET EN 2010

Aux États-Unis, une lueur d'espoir se dessine à l'horizon... pour 2010

Selon les prévisions de la National Association of Realtors (NAR), l'économie américaine reprendra timidement le chemin de la croissance au cours de la deuxième moitié de 2009. De plus, l'organisation s'attend à un léger rebond du nombre de ventes résidentielles, en raison des prix abordables des propriétés. La baisse des prix de l'immobilier dans de nombreuses régions du pays et les taux hypothécaires à un creux historique favorisent l'abordabilité. Après un déclin du nombre de transactions résidentielles d'environ 13 % en 2008, NAR envisage une hausse de 1 % en 2009 et de 6 % en 2010. Quant aux prix, ils continueront de baisser en 2009, à hauteur de 8 %, pour ensuite renouer avec une croissance de 4 % en 2010. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour le rétablissement de l'économie.

NAR s'attend à un léger rebond du nombre de ventes résidentielles, en raison des prix abordables des propriétés.

Enfin, des mesures telles que le crédit d'impôt pour les premiers propriétaires (First-Time Home Buyer Tax Credit)²⁰ ou le programme de Federal Housing Administration (FHA)²¹ attireront plus d'acheteurs sur le marché.

Le ralentissement de l'Ouest canadien pèsera sur la moyenne nationale

Au Canada, le bilan de 2008 laisse voir une baisse du nombre de transactions résidentielles de 17 %. Selon les prévisions de l'ACI, un recul de 14 % est envisagé pour 2009, suivi d'un gain de 7 % en 2010. De son côté, le prix moyen des propriétés a atteint de nouveaux sommets dans presque toutes les provinces en 2008, mais la baisse de l'activité dans les marchés où les prix sont les plus élevés a maintenu la moyenne nationale des prix quasi stable (-0,7 %) par rapport à 2007. En 2009, le déclin des ventes en Colombie-Britannique pèsera sur le prix moyen national, de sorte qu'il glissera de près de 5 %. Toujours selon l'ACI, l'an prochain, le prix moyen national reprendra le chemin de la croissance (+ 2 %).

Selon les prévisions de l'ACI, un recul de 14 % est envisagé pour 2009, suivi d'un gain de 7 % en 2010.

Au cours des derniers mois, la confiance des consommateurs s'est raffermie. Avec des taux d'intérêt qui demeureront à des niveaux historiquement bas, la demande de logements s'en trouvera revigorée.

²⁰ Un crédit d'impôt allant jusqu'à 7 500 \$, comparable à un prêt remboursable sur une période de 15 ans, sans intérêt. Pour plus d'information sur cette mesure, qui prend fin le 30 juin 2009, veuillez cliquer sur le lien suivant : <http://www.federalhousingtaxcredit.com>.

²¹ Il s'agit d'un programme fédéral offrant une assurance prêt hypothécaire, à un prix compétitif, à des emprunteurs dont le dossier n'est pas complet. Pour plus d'information veuillez cliquer sur le lien suivant : http://www.realtor.org/government_affairs/fha_toolkit.

Au Québec, de façon générale, le marché immobilier résidentiel semble relativement bien positionné pour traverser cette période de turbulence. Le prix des propriétés y demeure abordable en comparaison des marchés des autres provinces et l'activité spéculative n'est pas venue gonfler les prix comme dans certains grands centres canadiens.

Cependant, l'économie québécoise n'échappera pas aux effets secondaires du ralentissement économique mondial. Pour 2009, nous prévoyons une baisse de l'activité sur le marché de la revente au Québec. Un relèvement du niveau des inscriptions est également attendu. Ces deux phénomènes provoqueront un rééquilibrage graduel du marché de la revente. La croissance des prix s'affaiblira mais demeurera en territoire positif. Mais ce ne sera qu'une situation à court terme. Une fois que la période de turbulence sera derrière nous, à plus long terme, il n'y a pas de raison pour que les prix de l'immobilier ne reprennent le chemin de la croissance, comme ils le font depuis trois décennies.

En somme, si l'économie montre des signes d'amélioration en deuxième moitié de 2009, les principaux marchés québécois devraient s'en tirer avec un atterrissage en douceur. ■

Au Québec, de façon générale, le marché immobilier résidentiel semble relativement bien positionné pour traverser cette période de turbulence.

Pour 2009, nous prévoyons une baisse de l'activité sur le marché de la revente au Québec.

La croissance des prix s'affaiblira mais demeurera en territoire positif.