

Bulle immobilière : arrêtons le parallèle avec les États-Unis

L'existence ou non d'une bulle immobilière au Canada est un sujet qui refait surface encore une fois dans l'actualité. Certains organismes tels que l'Institut CD Howe¹, Desjardins², la Banque du Canada³ et le Fonds monétaire international⁴ se sont prononcés à ce sujet, rejetant l'hypothèse d'une bulle immobilière. D'autres prétendent non seulement qu'il y a une bulle, mais que son éclatement est imminent et qu'il entraînera une baisse de la valeur des propriétés de plus de 30 % dans certains centres urbains, dont Montréal. Ce scénario nous paraît invraisemblable.

Il est vrai que le prix des propriétés résidentielles a beaucoup augmenté au cours des deux dernières décennies. Dans la région métropolitaine de Montréal, de 1989 à 2009, le prix moyen d'une maison unifamiliale a crû de 140 %. Mais cela ne suffit pas pour parler d'une bulle immobilière. Pour qu'il y ait une bulle, il faut que cette croissance des prix s'éloigne de manière importante des facteurs « fondamentaux », soit⁵ 1) la croissance des revenus, 2) les taux d'intérêt, 3) la croissance démographique.

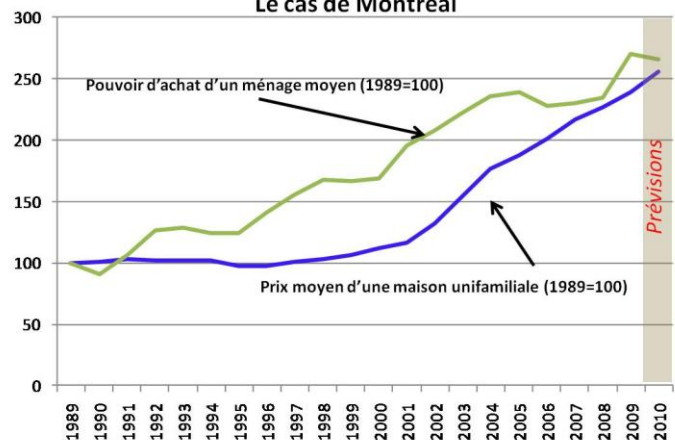
Entre 1989 et 2009, le pouvoir d'achat du consommateur a augmenté plus vite que le prix des propriétés.

Les deux premiers facteurs sont particulièrement intéressants, car ils dictent l'évolution du pouvoir d'achat du consommateur. Il va de soi que lorsque les revenus d'un consommateur augmentent, celui-ci peut se permettre une propriété plus chère. Il en va de même lorsque les taux d'intérêt baissent, puisque typiquement, l'achat d'une propriété est largement financé. Ainsi, ceux qui ne font que comparer le prix des propriétés aux revenus font une erreur. Ce sont les mensualités hypothécaires qu'il faut comparer aux revenus. La proportion du revenu accordée à ces mensualités représente alors le taux d'effort, qui est souvent utilisé comme une mesure d'abordabilité.

Revenons au cas de Montréal. À partir d'hypothèses réalistes, on peut démontrer que le pouvoir d'achat du consommateur moyen

a augmenté davantage sur la période de 1989 à 2009 que le prix des propriétés. Supposons un consommateur qui verse 10 % de mise de fonds, amortit son prêt sur 25 ans et choisit le terme hypothécaire de 5 ans. S'il pouvait se permettre l'achat d'une maison unifamiliale de 100 000 \$⁶ en 1989, grâce à la croissance de son revenu et à la baisse des taux hypothécaires⁷, ce même consommateur pouvait se permettre d'acheter en 2009, avec exactement le même taux d'effort, une maison de 270 000 \$. Mais sur le marché immobilier, la maison qui se vendait 100 000 \$ en 1989 se vendait en 2009 en moyenne 240 000 \$ (voir figure 1). Entre 1989 et 2009, le pouvoir d'achat du consommateur a donc augmenté plus vite que le prix des propriétés. Ceci revient à dire que les propriétés sont plus abordables aujourd'hui qu'elles ne l'étaient en 1989.

Figure 1
Le cas de Montréal



Sources : Statistique Canada et calculs FCIQ

La croissance des prix de l'immobilier résidentiel ne s'est pas éloignée significativement de ce que dicte l'évolution des facteurs fondamentaux.

Le choix de 1989 comme point de comparaison n'est pas un hasard. Cela correspond à la fin de la dernière période de flambée des prix à Montréal. L'année suivante, les taux hypothécaires augmentaient et l'économie entrait en récession. Le nombre de ventes MLS[®] a fléchi et ce n'est qu'en 1992 qu'un impact sur le prix des maisons s'est fait sentir. Entre 1992 et 1996, le prix moyen d'une maison a perdu 4 % dans la région de Montréal. Cela ne ressemble certainement pas à l'éclatement d'une bulle, mais plutôt à une baisse cyclique à la suite d'un revers de conjoncture économique.

⁶ Ceci est légèrement inférieur au prix moyen de l'époque (116 250 \$) dans la région de Montréal.

⁷ En moyenne annuelle, 12,1 % en 1989 vs 5,6 % en 2009.

¹ Not Here? Housing Market Policy and the Risk of a Housing Bust, CD Howe Institute, août 2010.

² Une bulle immobilière guette-t-elle le Québec?, Point de vue économique, Desjardins, mars 2010.

³ Discours prononcé par David Wolf, au nom de Timothy Lane sous-gouverneur à la Banque du Canada, le 11 janvier 2010.

⁴ Is the Canadian Housing Market Overvalued? A Post-Crisis Assessment, FMI, octobre 2009.

⁵ Fortin et Leclerc, L'Actualité économique, septembre 2002.

Il est fort peu probable que l'on assiste à un effondrement des prix sur le marché immobilier montréalais.

Pour ce qui est du cycle actuel, la croissance des prix de l'immobilier résidentiel ne s'est pas éloignée significativement de ce que dicte l'évolution des facteurs fondamentaux. Toutefois, avec des taux d'intérêt appelés à augmenter (la plupart des experts envisagent une augmentation d'au plus 1 % d'ici 18 mois), le rythme auquel le prix des propriétés augmente actuellement dans la région de Montréal (quelque 9 % en rythme annuel) est appelé à ralentir graduellement. Mais puisque la récession de 2008-2009 est derrière nous, que le marché demeure nettement à la faveur des vendeurs et que le nombre de prêts hypothécaires en souffrance demeure faible (voir figure 2), il est fort peu probable que l'on assiste à un effondrement des prix sur le marché immobilier montréalais, sans écarter complètement la possibilité de baisses de prix ponctuelles.

Figure 2



Source : Association des banquiers canadiens

Les observateurs qui prédisent le contraire s'inspirent de la situation que vient de connaître le marché immobilier américain. Il est inapproprié de comparer la situation canadienne avec celle de nos voisins du sud, car les conditions ayant donné naissance à la bulle immobilière aux États-Unis ne sont pas présentes ici.

C'est d'abord et avant tout une bulle du crédit hypothécaire dont il faut parler aux États-Unis. Comme toute bulle, celle-ci s'est nourrie de l'anticipation généralisée, tant de la part des acheteurs que des prêteurs, que les prix de l'immobilier continueraient d'augmenter rapidement en peu de temps. Or, à partir de 2001, on a assisté à un relâchement important des conditions d'octroi de crédit hypothécaire. On a prêté à des ménages qui avaient des dossiers de crédit entachés (prêts hypothécaires à risque ou *subprime*). Parallèlement, il y a eu le développement de nouveaux produits permettant d'emprunter jusqu'à 110 % de la valeur de la propriété, par exemple, ou de ne payer que les

intérêts la première année (intérêts qui sont déductibles d'impôt). De plus, ces prêts portaient le plus souvent un taux d'intérêt promotionnel la première année et devenaient des prêts à taux variable par la suite. Les prêts à risque ont proliféré jusqu'à atteindre près de 15 % de tous les prêts hypothécaires aux États-Unis⁸.

C'est d'abord et avant tout une bulle du crédit hypothécaire dont il faut parler aux États-Unis.

Puis, les taux d'intérêt ont significativement augmenté aux États-Unis de 2004 à 2006. Les cas de défaut de paiement et le nombre de reprises ont alors explosé. Ensuite, les propriétés saisies ont été massivement remises sur le marché. L'offre de propriétés à vendre a bondi, ce qui a déséquilibré le marché. Les prix se sont alors mis à chuter. Cela s'est amplifié lorsque la demande a diminué au fur et à mesure que les institutions prêteuses ont compris la nécessité de resserrer le crédit, elles qui reprenaient des propriétés dont la valeur ne couvrait plus le solde de l'hypothèque.

Au Canada, il n'y a pas eu de bulle du crédit hypothécaire. Les pratiques de prêts des institutions financières sont demeurées beaucoup plus conservatrices. Aussi, grâce à une meilleure réglementation, une majorité d'hypothèques à rapport prêt-valeur élevé sont assurées par des assureurs, tels que la Société canadienne d'hypothèques et de logement, qui vérifient rigoureusement la solvabilité des emprunteurs. Dans le pire des cas, selon la Banque du Canada⁹, les prêts à taux quasi préférentiel (*near prime*), qui sont moins risqués que les prêts *subprime*, ont représenté moins de 5 % du marché hypothécaire canadien. Nous n'avons donc pas connu les excès du marché hypothécaire américain, avec pour principal résultat que le nombre de reprises hypothécaires demeure faible au Québec¹⁰.

En somme, la situation au Canada et au Québec ne se compare en aucun point avec celle des États-Unis.

⁸ « La crise financière : ses origines américaines et ses répercussions canadiennes », FCIQ, juin 2009.

⁹ Revue du système financier, Banque du Canada, décembre 2008.

¹⁰ « Le point sur les saisies hypothécaires : un bilan comparatif entre les cas américain et québécois », FCIQ, mai 2010.