



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

Discours prononcé par Lawrence Schembri  
sous-gouverneur à la Banque du Canada  
Association canadienne de science économique des affaires  
Kingston (Ontario)  
25 août 2015

## L'évolution à long terme des prix des logements : une perspective internationale

### Introduction

Merci de cette invitation à prendre la parole ici aujourd'hui. Tous les ans depuis 1961, époque à laquelle John Diefenbaker était premier ministre et l'on pouvait acheter une maison pour 15 000 \$, des économistes du milieu des affaires et du secteur public se sont rassemblés ici, à Kingston, au mois d'août, pour discuter des questions de l'heure. L'Association canadienne de science économique des affaires a su perpétuer cette tradition qui consiste à convaincre des économistes de participer à un colloque alors que tout le monde est en vacances. La perspective d'un bon graphique à se mettre sous la dent suffit sans doute à persuader la plupart d'entre nous. Je vous rassure : vous serez bien servis à cet égard aujourd'hui.

Je souhaite vous entretenir de l'évolution des prix des logements, ainsi que des déterminants fondamentaux des mouvements à long terme de ces prix. Comme vous le savez, la situation du secteur du logement et du marché hypothécaire est importante, tant pour l'économie canadienne que pour son système financier. Aussi mon exposé s'inscrit-il dans les efforts entrepris par la Banque pour encourager un débat éclairé sur la question du logement et des prix des maisons.

Dans le *Rapport sur la politique monétaire* que nous publions chaque trimestre et notre *Revue du système financier* semestrielle, nous adoptons habituellement le point de vue de « l'ici et maintenant ». Mais pour apporter un éclairage utile, j'entends aujourd'hui prendre du recul et aborder la question des prix des logements selon deux dimensions :

- la dimension temporelle, sur les 40 dernières années;

Je tiens à remercier Don Coletti, Jason Allen, Brian Peterson, Greg Bauer et Denis Gorea de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 25 août 2015  
à 12 h 25, heure de l'Est

- la dimension spatiale, dans un groupe de pays caractérisés par un contexte économique et un cadre politique semblables à ceux du Canada.

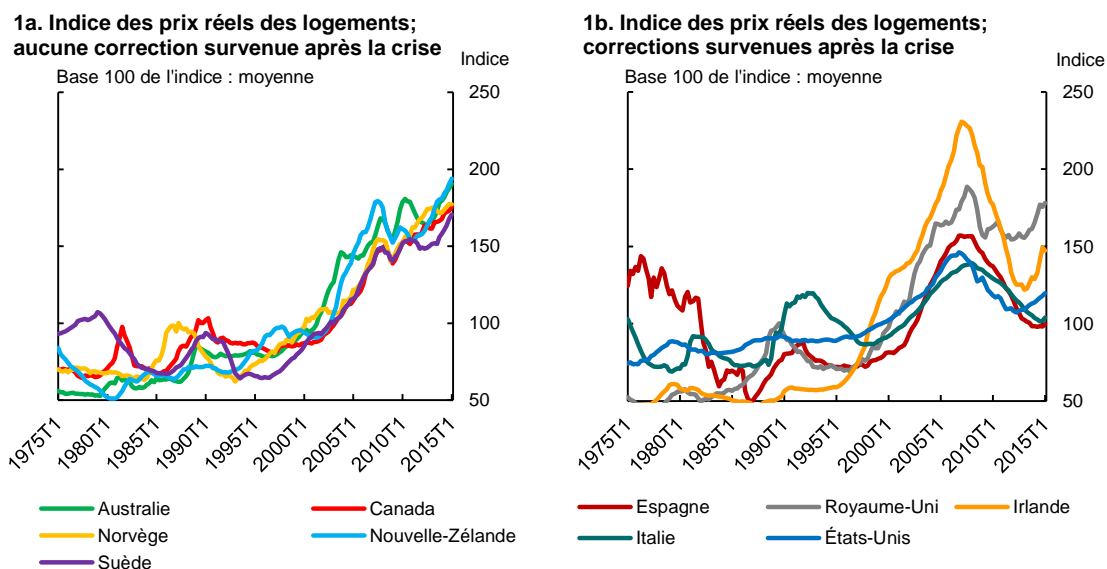
Je vais d'abord évoquer brièvement quelques faits stylisés sur l'évolution des prix des logements. J'examinerai ensuite les déterminants à long terme de ces prix du point de vue de l'offre et de la demande. Enfin, je formulerai quelques observations sur les conséquences de l'évolution de ces prix pour la stabilité financière et sur ce que l'expérience récente révèle concernant les mesures macroprudentielles adoptées dans le domaine du financement résidentiel, y compris leurs liens de complémentarité avec la politique monétaire.

## Tendances des prix des logements

Voyons d'abord ce qu'il en est des tendances des prix des logements. Le **Graphique 1** retrace l'évolution d'indices des prix réels des habitations depuis 1975 dans deux groupes d'économies avancées. Le **Graphique 1a** montre cette évolution au Canada et dans un groupe de petites économies ouvertes comparables (Australie, Nouvelle-Zélande, Norvège et Suède), dont les cadres de politiques macroéconomiques s'apparentent à ceux du Canada et où le secteur du logement a évolué globalement de la même façon qu'ici pendant et après la crise financière mondiale<sup>1</sup>. En particulier, aucune correction marquée des prix des logements n'y a été enregistrée dans la foulée de la crise.

La situation dans un deuxième groupe d'économies avancées, qui, elles, ont connu des baisses prononcées et persistantes des prix des logements après la crise, est présentée à titre de comparaison dans le **Graphique 1b**<sup>2</sup>.

### Graphique 1 : Les prix réels des logements ont augmenté à l'échelle mondiale depuis 1995



Source : base de données de la Banque fédérale de réserve de Dallas sur les prix des logements à l'échelle internationale

Dernière observation : 2015T1

J'attire votre attention sur trois constatations qui se dégagent de ces graphiques.

Premièrement, on remarque des variations notables d'un pays à l'autre. Certes, on observe une certaine évolution commune à tous les indices, mais il est clair que les facteurs explicatifs de ces variations sont à chercher du côté des réalités locales.

Deuxièmement, les prix réels des maisons dans les deux groupes de pays n'ont pas, de manière générale, enregistré de tendance haussière notable sur la période 1975-1995.

Troisièmement, un mouvement à la hausse généralisé s'est enclenché dans la seconde moitié des années 1990 et se poursuit aujourd'hui, en dépit des corrections qui ont marqué l'après-crise. Dans presque tous les pays, les prix réels se situent à des niveaux nettement supérieurs à ceux atteints en 1995.

Ces tendances donnent à penser que des facteurs communs à l'échelle mondiale ou présents simultanément dans chaque pays ont émergé ces vingt dernières années et ont concouru à la montée des prix réels de l'immobilier résidentiel. Comprendre ces déterminants communs et idiosyncrasiques des prix des logements est important étant donné leurs implications aussi bien pour les résultats macroéconomiques que pour la stabilité financière et, partant, pour la conduite des politiques monétaire et macroprudentielles.

### **Un cadre d'analyse des tendances des prix des logements**

Pour analyser ces tendances, commençons par présenter certaines notions de base. Un logement est à la fois un bien de consommation et un actif. Il procure un flux de services de logement non financiers en même temps qu'il constitue une réserve de richesse. Pour la plupart d'entre nous, notre maison est notre actif le plus important.

La décision d'un ménage d'acquérir un logement dépend de l'utilité des services qu'il en tirera, de son prix et de son coût d'usage récurrent. Le coût d'usage comprend la dépréciation, les coûts d'entretien et la charge d'intérêt diminués du rendement attendu du renchérissement du logement. Sur le marché de l'habitation, le prix est fonction de la demande totale de services de logement et du stock de logements. Le prix d'équilibre d'un logement dépend donc du coût d'usage, déterminé en prenant en compte l'appréciation attendue, qui, elle, dépend de l'évolution future anticipée des facteurs d'offre et de demande.

Pour compliquer les choses, d'autres aspects interviennent dans le choix des données à analyser :

- Les logements peuvent être occupés par leurs propriétaires ou être loués.
- Ils peuvent prendre la forme de maisons individuelles ou de logements collectifs.
- Un logement est un bien composite, à savoir qu'il est composé à la fois d'une structure et d'un terrain.
- Les prix retenus peuvent être ceux des maisons existantes ou des logements neufs, ou les deux.

Pour les besoins de l'exposé d'aujourd'hui, je limiterai essentiellement mon analyse aux logements occupés par leurs propriétaires, à l'ensemble des maisons individuelles et des logements collectifs ainsi qu'aux prix composites des logements existants mesurés à l'échelle nationale<sup>3</sup>.

## Facteurs de demande

Quatre grands groupes de facteurs de demande ont sans doute contribué à l'ascension des prix réels des maisons dans les économies avancées depuis 1995 :

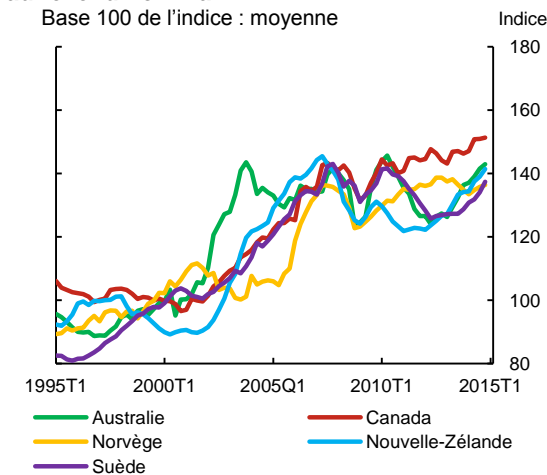
- les facteurs macroéconomiques : la progression du revenu disponible et le recul des taux d'intérêt à long terme;
- les facteurs démographiques, soit la croissance de la population, soutenue en partie par la migration, ainsi que l'évolution de la structure par âge de la population et de la taille des familles;
- les conditions du crédit, c'est-à-dire un accès élargi au crédit hypothécaire et un financement plus efficient de ce dernier grâce à la libéralisation et à l'innovation financières;
- d'autres facteurs, dont les améliorations apportées au cadre de conduite des politiques macroéconomiques, l'investissement étranger, les évolutions des préférences et les changements intervenus en matière de réglementation et de fiscalité.

### Prix des maisons et revenu

Examinons d'abord la relation entre le prix des logements et le revenu. Depuis 1995, les prix des maisons au Canada et dans le groupe de pays comparables ont augmenté plus rapidement que le revenu disponible nominal des particuliers (**Graphique 2a**)<sup>4</sup>. Au cours de cette période, une croissance robuste des revenus a été enregistrée dans tous ces pays, en particulier la Norvège et la Suède (**Graphique 2b**).

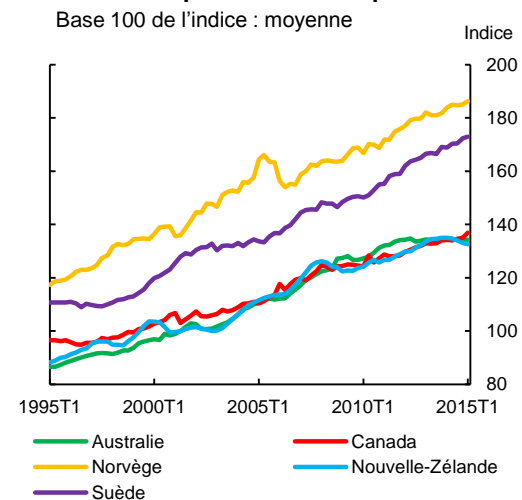
## Graphique 2 : Les prix des logements ont augmenté par rapport aux revenus

2a. Ratio du prix nominal des logements au revenu nominal



Source : base de données de la Banque fédérale de réserve de Dallas sur les prix des logements à l'échelle internationale

2b. Revenu disponible réel des particuliers



Dernière observation : 2015T1

Durant la crise financière mondiale, des corrections des prix des logements se sont aussi produites dans ces pays. Les ratios des prix des logements au revenu ont du coup fléchi temporairement, pour ensuite reprendre leur ascension.

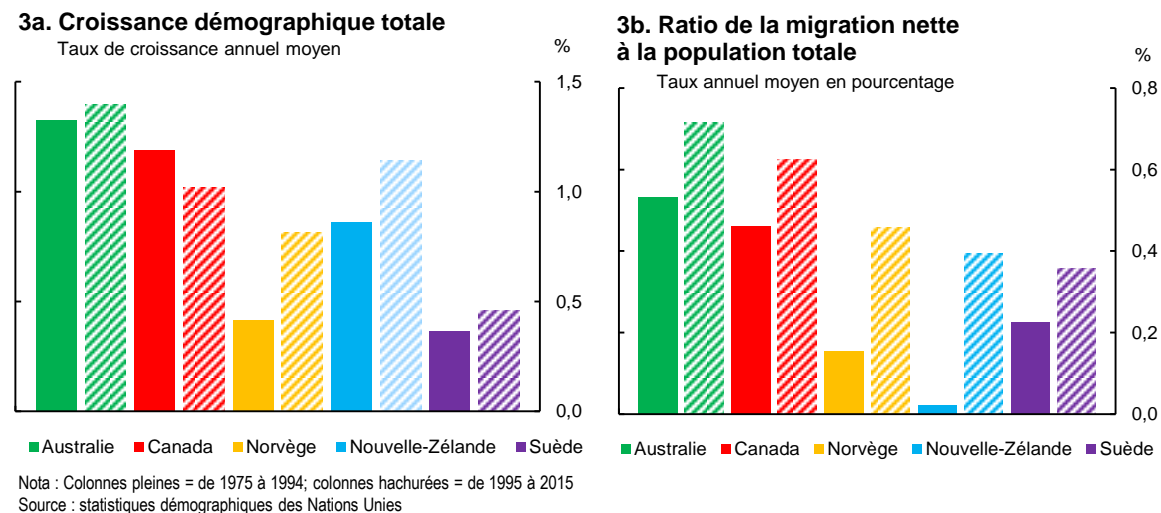
Mais pourquoi donc les prix des logements ont-ils augmenté plus rapidement que le revenu?

### **Facteurs démographiques**

On peut avancer un certain nombre d'explications possibles. Prenons la croissance de la population. Le **Graphique 3a** montre l'évolution du taux de croissance démographique dans notre groupe de pays comparables sur deux périodes, soit de 1975 à 1994 et de 1995 à 2015. L'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande sont les pays ayant affiché les plus forts taux de croissance démographique sur l'ensemble de la période étudiée. En outre, la croissance démographique a été plus vive après qu'avant 1995 dans tous ces pays sauf le Canada. Par conséquent, la croissance de la population pourrait contribuer à expliquer que, dans la plupart des pays, les prix des logements ont été en hausse par rapport au revenu dans la seconde partie de la période considérée<sup>5</sup>.

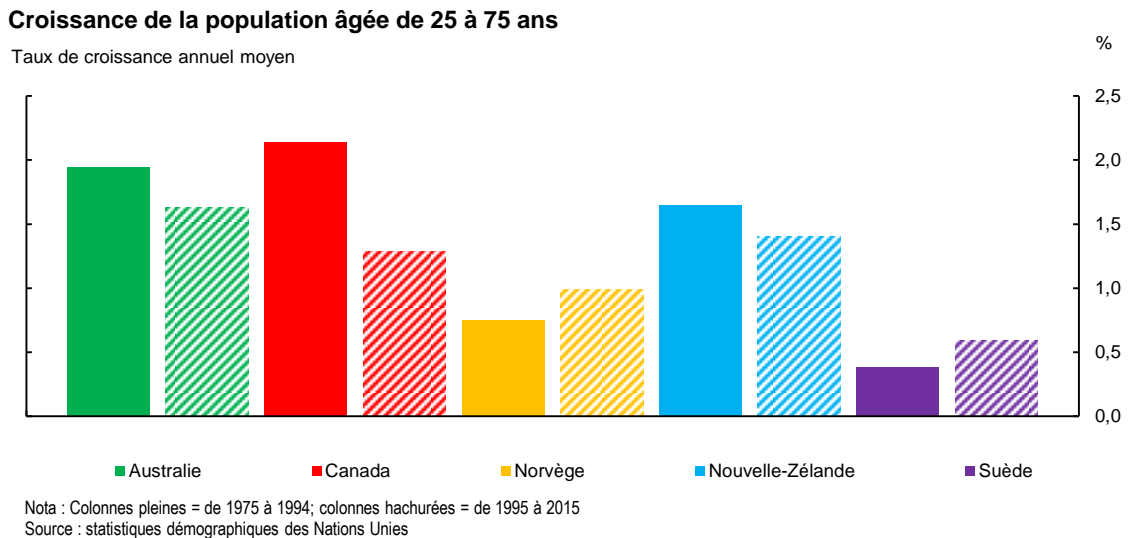
L'un des facteurs qui a influé sur la croissance démographique est la migration. L'Australie et le Canada ont enregistré les plus hauts taux de migration nette sur l'ensemble de la période à l'étude. De plus, la migration nette a fortement progressé dans l'ensemble des cinq pays durant la deuxième moitié de cette période (**Graphique 3b**)<sup>6</sup>.

### **Graphique 3 : La croissance démographique a contribué à la hausse des prix des logements, avec le concours de la migration nette**



En Australie, au Canada et en Nouvelle-Zélande, le taux de croissance démographique au sein de la cohorte des 25 à 75 ans, qui correspond approximativement à la part de la population en âge de posséder son logement, a reculé dans la deuxième partie de la période considérée. Cette baisse tient sans doute au vieillissement des populations respectives, les individus de la génération du baby-boom d'après-guerre faisant maintenant partie de la population d'âge moyen (**Graphique 4**).

## Graphique 4 : La croissance de la part de la population en âge de posséder son logement a diminué dans certains pays



Néanmoins, le taux de croissance de cette cohorte reste largement supérieur à 1 % dans ces trois pays.

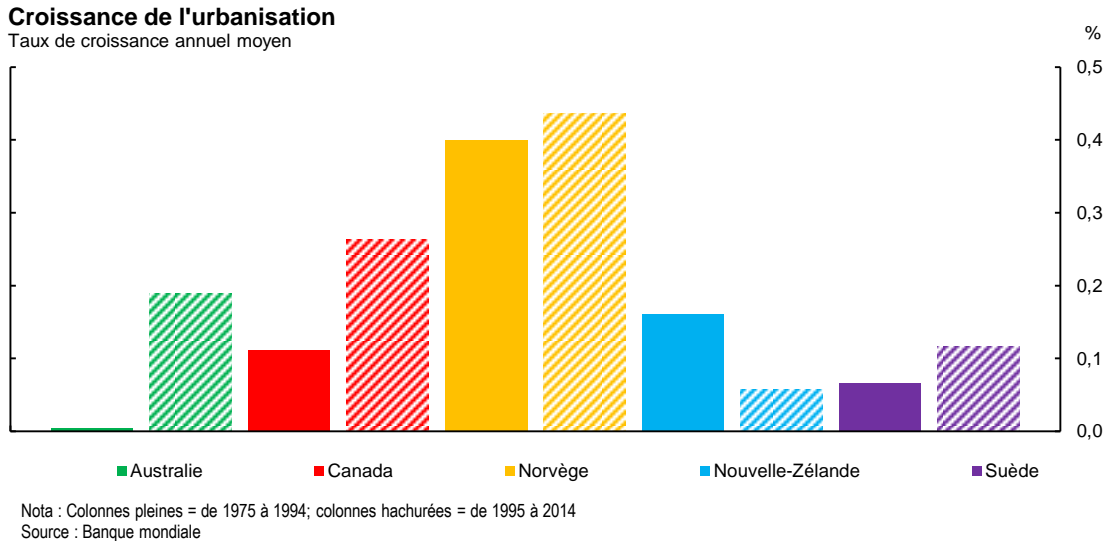
Il convient de souligner qu'au Canada, la taille moyenne de la famille est passée d'environ 3,5 personnes en 1976 à moins de 3,0 en 2011, soit une contraction d'environ 20 %<sup>7</sup>. Selon des données partielles, la situation serait la même dans les autres économies avancées de notre échantillon. Cette diminution de la taille moyenne des familles a constitué un facteur de soutien du rythme de formation des ménages et, dans une certaine mesure, a contrebalancé l'effet de la baisse du taux de croissance de la cohorte des propriétaires sur la demande de logements en Australie, au Canada et en Nouvelle-Zélande<sup>8</sup>.

Il importe également de s'intéresser à la *géographie* de la croissance démographique. Le **Graphique 5** montre que, sur la période étudiée, l'urbanisation (mesurée par la variation du ratio d'urbanisation) s'est accélérée depuis 1995 dans tout le groupe de pays comparables, sauf en Nouvelle-Zélande<sup>9</sup>. L'ampleur du phénomène est particulièrement notable en Australie et au Canada, ce qui peut s'expliquer par un certain nombre de facteurs, dont les proverbiales économies d'agglomération offertes par les centres urbains et les préférences géographiques des propriétaires, notamment les jeunes cohortes et les nouveaux immigrants<sup>10</sup>.

L'urbanisation de la population en Norvège est également frappante. C'est peut-être ce qui pourrait expliquer que les logements se sont renchérissés plus rapidement en Norvège qu'au Canada, malgré le fait que la croissance démographique a été plus forte ici que là-bas.

En somme, la croissance démographique et le déplacement de la demande de logements vers les centres urbains ont exercé de fortes pressions à la hausse sur les prix des logements.

## Graphique 5 : La croissance de l'urbanisation est importante



### Conditions du crédit

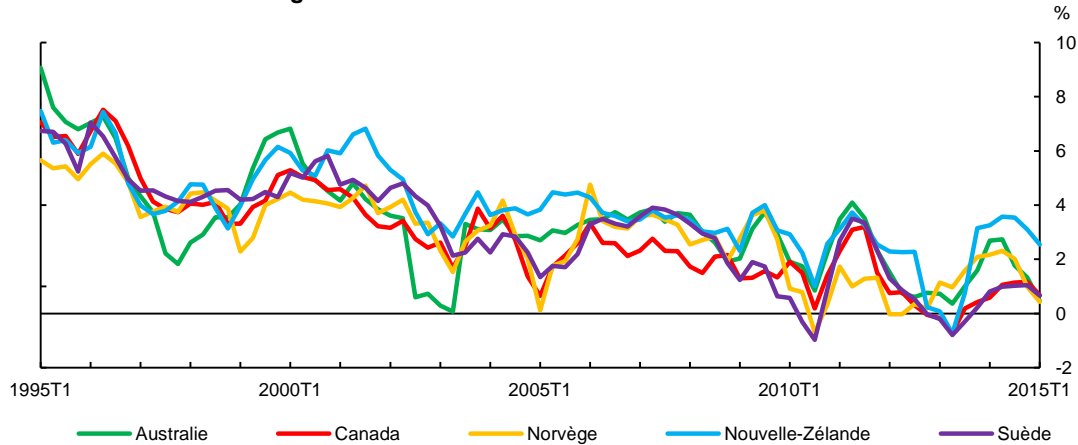
L'assouplissement des conditions du crédit hypothécaire est un troisième facteur de demande qui influe sur les prix des logements. La baisse des taux d'intérêt à long terme de même que la libéralisation et l'innovation financières ont facilité l'accès à la propriété dans les économies avancées, surtout depuis le milieu des années 1990. J'aborderai brièvement chacun de ces changements qui ont influencé l'accès au crédit.

Depuis 2000, mis à part un léger redressement enregistré durant la récente crise financière, les rendements réels des obligations d'État à 10 ans sont restés orientés à la baisse dans l'ensemble des économies avancées, y compris celles de notre groupe de référence (**Graphique 6**).

On a attribué la baisse des rendements au gonflement de l'épargne mondiale et à l'amélioration des cadres de conduite des politiques monétaire et budgétaire qui, en renforçant la stabilité macroéconomique dans la période d'une quinzaine d'années précédant la crise (connue sous le nom de « Grande Modération »), ont permis de réduire de manière crédible l'inflation et les primes de risque<sup>11</sup>. Depuis la crise, la faiblesse persistante de la demande mondiale – notamment sur le plan des investissements réels –, conjuguée aux bas niveaux des taux directeurs maintenus par les banques centrales et aux achats massifs d'actifs, a contribué à faire baisser les taux d'intérêt à long terme et, partant, à réduire les coûts de financement des intermédiaires financiers et les taux du crédit hypothécaire aux ménages<sup>12</sup>. Toutes choses égales par ailleurs, cette baisse a favorisé l'accès à la propriété et soutenu la demande de logements.

## Graphique 6 : Les taux d'intérêt réels à long terme sont restés orientés à la baisse depuis 2000

Rendement réel des obligations d'État à 10 ans



Sources : *Perspectives économiques de l'OCDE*, *Statistiques financières internationales* du Fonds monétaire international (FMI), *Principaux indicateurs économiques* de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T1

La libéralisation et l'innovation financières ont aussi eu une influence positive sur les conditions du crédit. Des travaux récents du Fonds monétaire international (FMI) recensent pour divers pays les incidences de ces deux facteurs sur l'accès au marché du financement du logement et sur le développement du marché hypothécaire<sup>13</sup>.

Du milieu des années 1990 jusqu'à la crise, la tendance dans les économies avancées a été au relèvement du niveau maximal des rapports prêt-valeur, à l'allongement des périodes d'amortissement pour les emprunteurs et à une flexibilité accrue des dispositifs de financement des prêteurs associée aux obligations sécurisées et aux titrisations de créances hypothécaires. L'évaluation et la diversification du risque de crédit hypothécaire s'est aussi améliorée. Par conséquent, l'éventail des prêteurs et des emprunteurs participant au marché du crédit hypothécaire s'est élargi.

Le **Graphique 7a** montre la relation positive qui existe entre l'évolution d'un indice synthétique des conditions du financement hypothécaire, mis au point par le FMI, lequel reflète le processus de libéralisation et d'innovation financières qui s'est opéré, et la profondeur des marchés hypothécaires dans plusieurs économies avancées<sup>14</sup>. Le graphique fait ressortir que, dans quatre des pays de notre groupe de référence (les données pour la Nouvelle-Zélande n'étant pas disponibles), les conditions de financement hypothécaire produisent des marchés hypothécaires profonds et favorisent un accès large et souvent moins procyclique au financement hypothécaire. Ici encore, toutes choses égales par ailleurs, cette évolution constitue un facteur de soutien de la demande de logements de type propriétaire-occupant et de la croissance des prix.

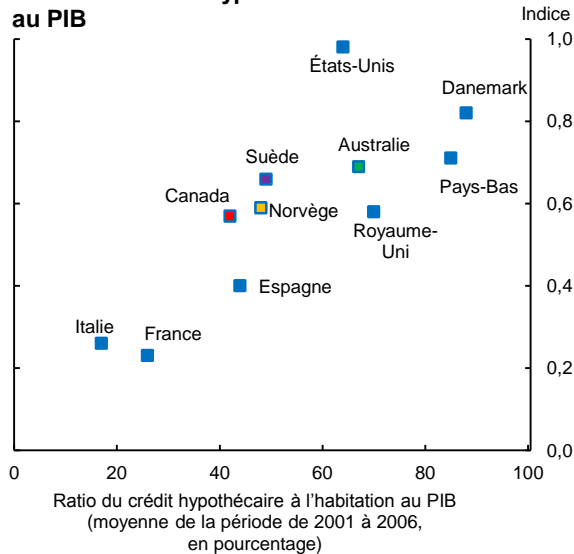
Le **Graphique 7b** montre que le taux d'accession à la propriété immobilière au Canada et en Suède (sur une période étudiée raccourcie) a augmenté, ce qui tend à indiquer que l'accessibilité à la propriété a bénéficié des changements dont le marché hypothécaire a fait l'objet. En Australie, le taux d'accession à la



propriété s'est inscrit en retrait. Cette situation pourrait être attribuable au fait que des changements de moindre ampleur sont intervenus dans les conditions du crédit hypothécaire ou, plus vraisemblablement, au fait que l'accessibilité s'est détériorée sous l'effet de la montée rapide des prix des maisons, l'Australie étant celui des pays du groupe de référence où la hausse a été la plus sensible. En Norvège, aucune variation appréciable du taux d'accession n'a été enregistrée sur cette courte période<sup>15</sup>.

### Graphique 7 : Indice de financement de l'habitation, profondeur du marché hypothécaire et taux d'accession à la propriété

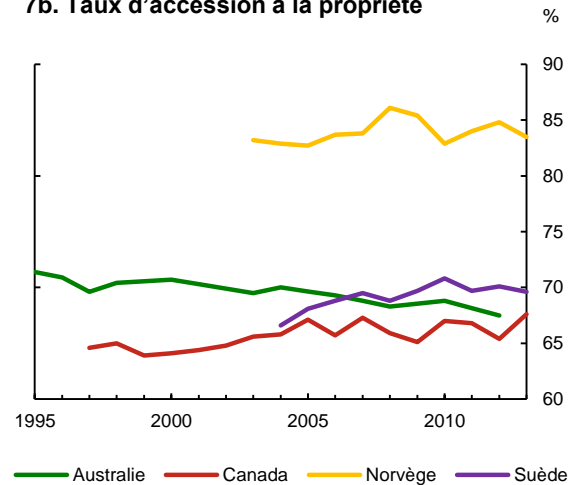
7a. Indice du marché hypothécaire du FMI et ratio du crédit hypothécaire à l'habitation au PIB



Source : FMI (2008)

Dernière observation : 2008

7b. Taux d'accession à la propriété



Sources : Australian Bureau of Statistics, Statistique Canada et Eurostat. Les données relatives à l'Australie n'étaient disponibles que semestriellement, de 1998 à 2012. Les valeurs manquantes ont été estimées par interpolation linéaire.

Dernière observation : 2013

Comme je l'ai mentionné plus tôt, des innovations majeures ont favorisé l'avènement de marchés du financement hypothécaire caractérisés par une profondeur, une efficacité et une diversification accrues. Je formulerai quelques observations sur les deux innovations les plus significatives : les obligations sécurisées et la titrisation. Les obligations sécurisées sont depuis longtemps en vogue au Danemark. Introduit en Suède et en Norvège, ce mode de financement s'y répand, ainsi qu'au Canada, en Australie et en Nouvelle-Zélande, mais dans une moindre mesure (**Graphique 8a**).

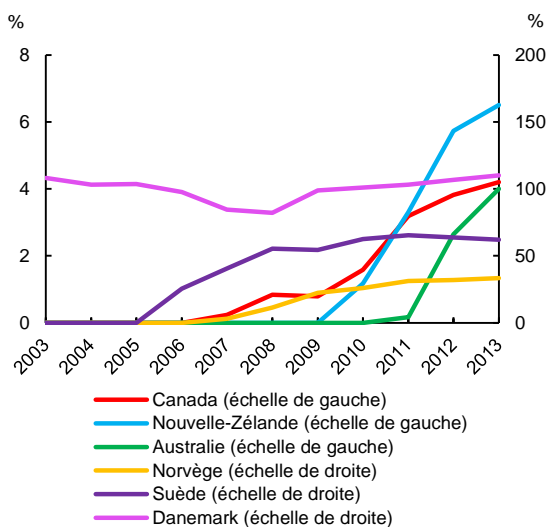
Ces obligations ont joué un rôle croissant dans le financement hypothécaire depuis la crise, car elles sont généralement perçues comme étant plus sûres que les titres issus de la titrisation privée. En effet, ces obligations offrent à l'investisseur deux ordres de sûretés : les prêts hypothécaires qui les garantissent et les autres actifs au bilan de l'émetteur si le portefeuille de prêts hypothécaires se révélait insuffisant<sup>16</sup>.

Par ailleurs, l'activité de titrisation des prêts hypothécaires a fortement augmenté avant la crise dans certains pays, notamment la titrisation privée aux États-Unis (**Graphique 8b**). Bien que les structures de titrisation aient permis de lever des montants importants de financement hypothécaire avant la crise, elles ont aussi

constitué une source non négligeable de vulnérabilité financière lors de la crise, en raison de l'incompatibilité des incitations à accorder des prêts hypothécaires à risque et à les titriser ainsi que de l'opacité et de la mauvaise évaluation des risques associés à ces prêts.

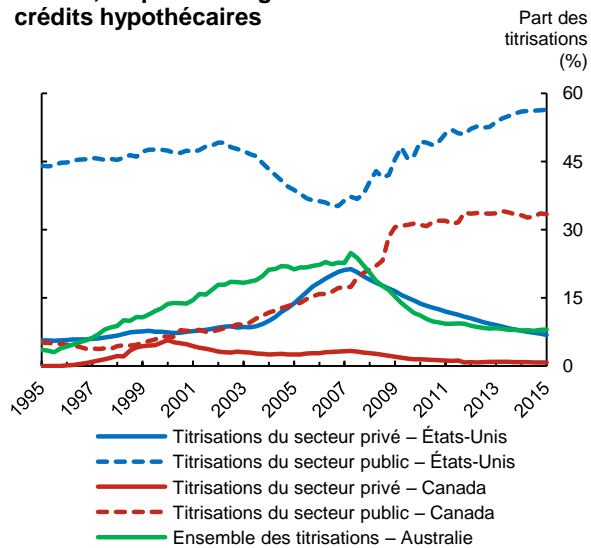
### Graphique 8 : Le financement hypothécaire au moyen d'obligations sécurisées et de la titrisation s'est accru

**8a. Encours des obligations hypothécaires sécurisées, en pourcentage de l'ensemble des crédits aux ménages**



Sources : European Covered Bond Council, Banque des Règlements Internationaux (BRI) et Bloomberg Dernière observation : 2013

**8b. Encours des crédits hypothécaires titrisés, en pourcentage du total des crédits hypothécaires**



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), Banque du Canada, Haver Analytics et Réserve fédérale des États-Unis Dernière observation : 2015T1

Depuis la crise, les titrisations privées de créances hypothécaires résidentielles se sont effondrées et ne se sont toujours pas redressées, malgré les réformes financières menées à l'échelle mondiale sous l'égide du G20 pour remédier aux faiblesses importantes inhérentes à leurs modalités.

La titrisation bénéficiant du soutien de l'État a cependant continué de jouer un rôle de premier plan dans le financement hypothécaire à l'habitation au cours de la période considérée, en particulier aux États-Unis et au Canada.

#### **Autres facteurs soutenant la demande**

Un certain nombre d'autres facteurs connexes ont vraisemblablement soutenu la demande de logements au sein de notre groupe de référence et, plus généralement, dans les économies avancées.

Tous les pays de notre groupe de référence disposaient de solides politiques macroéconomiques et financières caractérisées par :

- un cadre de politique monétaire comportant une cible d'inflation explicite et crédible et un régime de changes flexibles;
- une situation budgétaire viable;
- des cadres efficaces de réglementation et de surveillance financières<sup>17</sup>.

Résultat : ces pays sont parvenus à une très grande stabilité macroéconomique et financière au cours de la période qui a commencé en 1995 et ont, en particulier, maintenu l'inflation à un niveau bas. Cette stabilité a eu plusieurs conséquences importantes. Elle a permis de réduire l'incertitude pour les ménages et les entreprises. Comme je l'ai déjà mentionné, elle a aussi fait baisser les primes de risque et les taux d'intérêt à long terme<sup>18</sup>. Enfin, elle a favorisé le développement des marchés financiers et hypothécaires.

Ces pays ont tous relativement bien résisté à la crise et à ses retombées. La stabilité économique et financière a raffermi la demande de logements du fait qu'elle a renforcé l'impression que ceux-ci sont des actifs sûrs et de grande qualité<sup>19</sup>. Il se peut donc que les ménages aient décidé de déplacer une part accrue de leur richesse vers le logement et de consommer davantage de services de logement à mesure que leur revenu augmentait en achetant plus d'habitations de type propriétaire-occupant au fil du temps. Cette tendance a été accentuée (mais pas de façon marquée dans notre groupe de référence) par les politiques gouvernementales visant à favoriser l'accès à la propriété, en particulier pour les jeunes ménages et les ménages à faible revenu<sup>20</sup>.

### **Facteurs d'offre**

Passons maintenant aux facteurs d'offre qui ont influé sur les prix des maisons, notamment la réglementation et la géographie. Ces contraintes d'offre ont tendance à s'exercer surtout dans les agglomérations urbaines. Conjuguées au déplacement de la demande lié à la croissance démographique dans ces agglomérations, les contraintes d'offre ont pu exercer de fortes pressions à la hausse sur les prix des maisons dans les centres urbains des économies avancées.

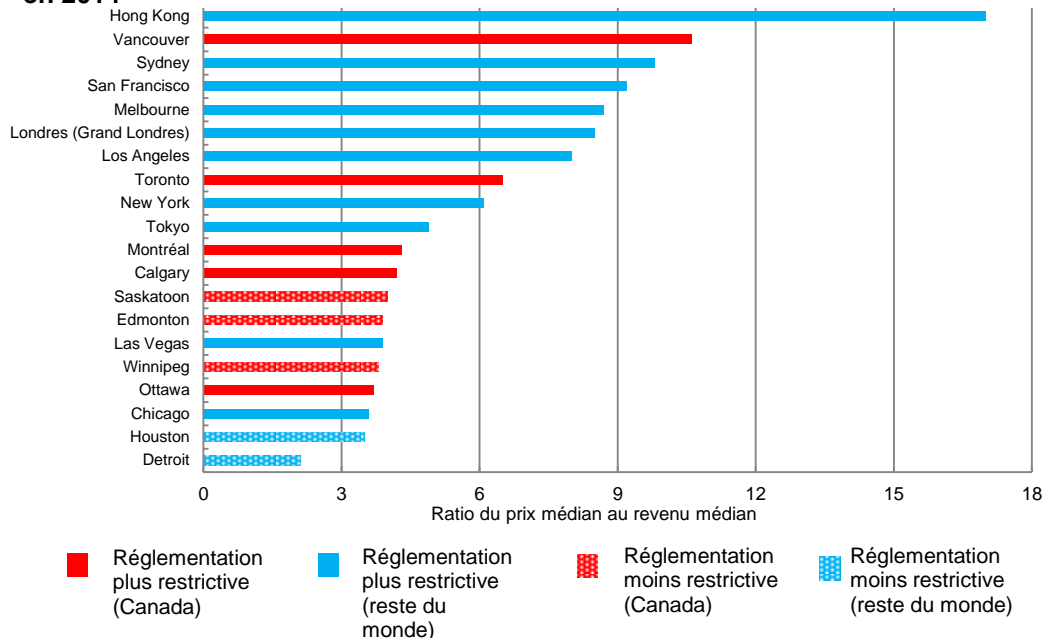
Parmi les facteurs réglementaires, mentionnons : les restrictions relatives à l'utilisation du sol ou le zonage qui prévoient, par exemple, une superficie minimale des terrains ou une densité d'aménagement maximale; l'établissement de ceintures vertes autour des centres urbains, lesquelles constituent une restriction plus étendue sur l'utilisation du sol; et les taxes d'équipement.

Au chapitre des contraintes géographiques, les plus courantes sont les étendues d'eau et les éléments naturels tels que les montagnes, les terrains marécageux et autres sols ne se prêtant pas à l'aménagement de zones d'habitation.

Dans quelle mesure ce genre de contraintes influe-t-il sur les prix des maisons dans les centres urbains? Le **Graphique 9** présente des données révélatrices de l'incidence des réglementations en matière d'utilisation du sol sur les ratios du prix médian au revenu médian. Bon nombre des villes affichant des ratios élevés sont également aux prises avec des contraintes géographiques évidentes – Hong Kong et Vancouver en sont de bons exemples –, de sorte que les deux sources de restrictions de l'offre interagissent probablement de manière à pousser les prix à la hausse.

## Graphique 9 : La réglementation de l'utilisation du sol et les contraintes géographiques font augmenter le ratio du prix au revenu

Ratio du prix médian au revenu médian et réglementation de l'utilisation du sol en 2014



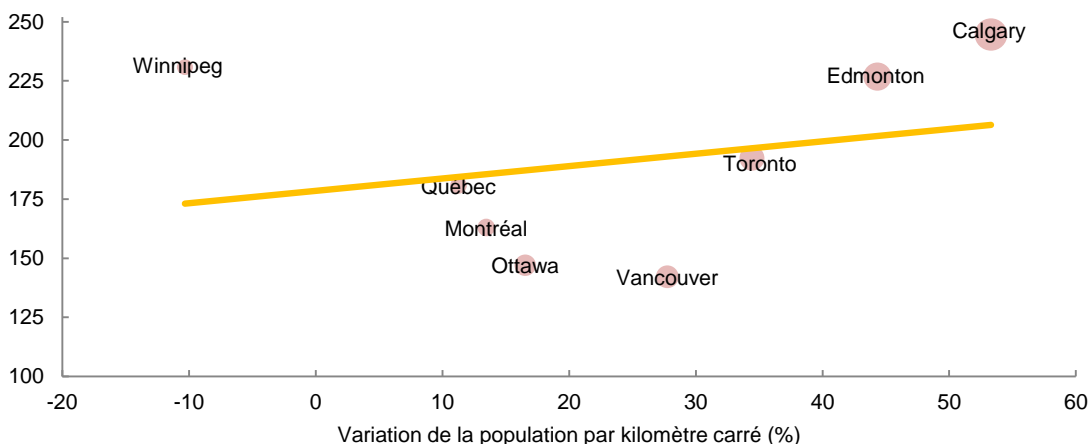
Source : enquête de Demographia sur l'accessibilité à la propriété à l'échelle internationale (2015)

Pour examiner les conséquences de ces contraintes d'offre, il est utile de considérer l'incidence de la densité de population urbaine sur les prix des logements.

Le **Graphique 10** montre que, sur la période de 1995 à 2014, il existait une forte relation positive entre l'augmentation de la densité de population et celle des prix des maisons dans les centres urbains au Canada<sup>21, 22</sup>.

## Graphique 10 : De 1995 à 2014, les prix des logements augmentent à mesure que s'accroît la densité urbaine

Variation des prix (%)

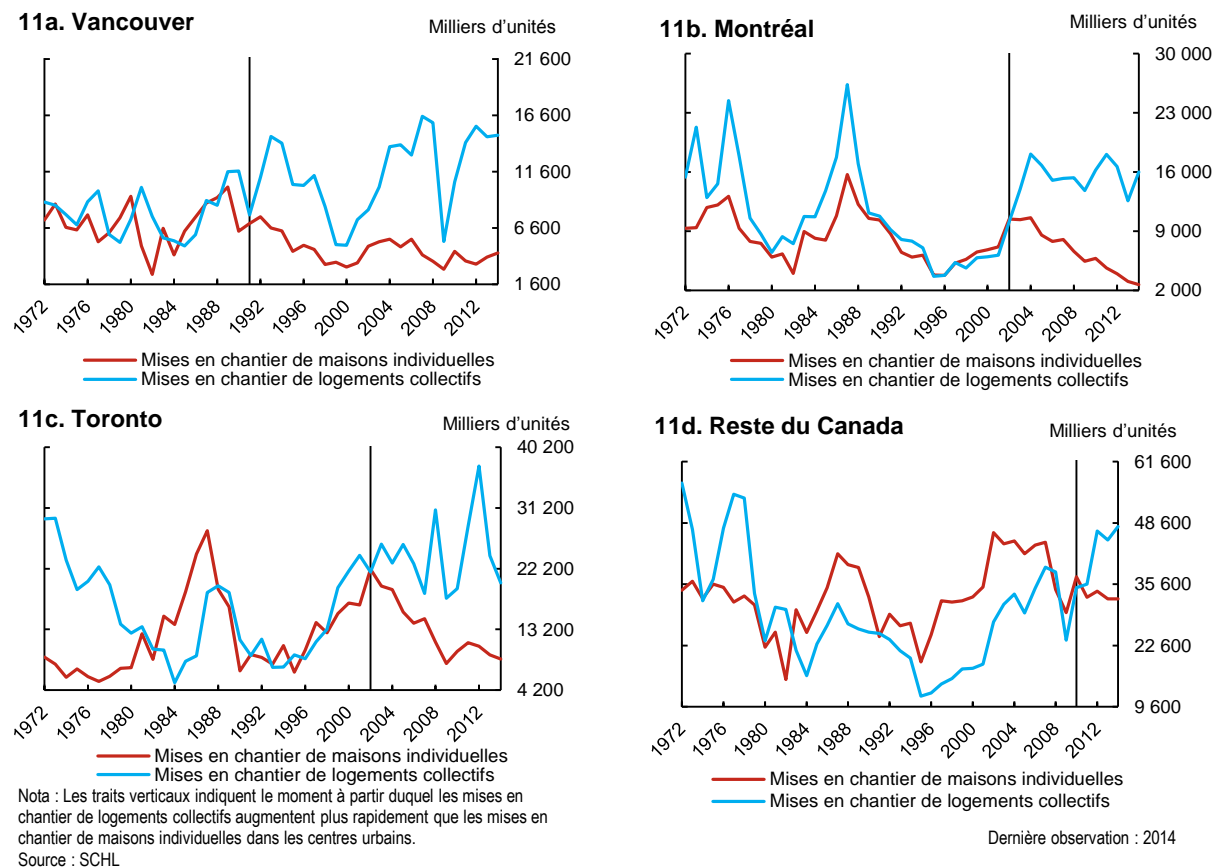


Sources : séries de données sur les prix des maisons du Service inter-agences (indice des prix des maisons Teranet dans le cas de Québec et de Montréal) et Statistique Canada

L'accroissement de la densité de population, combiné aux contraintes réglementaires et géographiques, donne lieu à des incitations par les prix qui causent des variations dans la composition du stock de logements disponibles<sup>23</sup>. Plus particulièrement, à mesure que les prix des maisons individuelles augmentent, les logements d'immeubles en copropriété deviennent une solution de rechange plus abordable.

À Vancouver, ville bordée sur trois côtés par l'eau et située au pied de montagnes côtières, la construction d'immeubles en copropriété domine les mises en chantier depuis le début des années 1990. On assiste actuellement à une évolution similaire en faveur de ce type d'habitation à Montréal et à Toronto (**Graphique 11**)<sup>24</sup>. Au cours des dernières années, Toronto et Vancouver ont vu les prix des maisons individuelles augmenter de deux à trois fois plus rapidement que ceux des logements collectifs (principalement les logements d'immeubles en copropriété). Comme environ le tiers du parc immobilier au Canada se trouve à Toronto, Montréal et Vancouver, ce changement n'est pas anodin. À l'extérieur des trois plus grandes villes canadiennes, les logements d'immeubles en copropriété commencent tout juste à égaler les maisons individuelles en importance.

**Graphique 11 : Compte tenu de la densité de population croissante et des contraintes d'offre, les mises en chantier de logements collectifs dominant dans les grandes villes canadiennes**



Étant donné ces contraintes d'offre, l'urbanisation croissante de la population canadienne exerce des pressions à la hausse sur les prix des logements au pays.

## **Conséquences sur le plan des politiques**

Compte tenu de ces facteurs de demande et d'offre, dont les effets ont eu tendance à se conjuguer pour faire monter les prix des logements plus rapidement que le revenu depuis 1995 dans les pays avancés, en particulier dans les régions urbaines, quelles conséquences doit-on tirer pour la politique monétaire et, surtout peut-être, pour les politiques de stabilité financière?

Les économies avancées de notre groupe de référence ont connu des évolutions similaires pendant et après la crise financière mondiale. Leurs exportations vers leurs principaux partenaires commerciaux plus gravement touchés par la crise ont chuté considérablement. Leurs institutions financières et marchés financiers ont souffert des répercussions des tensions financières mondiales. La liquidité et les conditions du crédit se sont nettement resserrées.

Face à cette situation, les autorités de ces pays ont assoupli leurs politiques monétaires, abaissant leurs taux directeurs de façon marquée. Grâce à leurs cadres crédibles de ciblage de l'inflation, à leurs régimes de changes flexibles et à la résilience de leurs systèmes financiers, cette détente monétaire contracyclique s'est traduite par une baisse des taux d'intérêt réels sur tout l'éventail des échéances. Elle a facilité la reprise économique en stimulant la demande intérieure, notamment dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, tel le logement, et a fait remonter les prix des maisons après le repli enregistré pendant la crise.

Jusqu'ici, la reprise à l'échelle du globe s'est toutefois révélée faible, si bien que les taux d'intérêt intérieurs et mondiaux se sont maintenus à des niveaux historiquement bas. Ces faibles taux ont soutenu la demande de logements et les prix de ces derniers durant la période qui a suivi la crise.

Comme les prix élevés des logements ont d'importantes conséquences pour la stabilité financière, la Banque du Canada suit de près le marché de l'habitation. En particulier, comme nous l'avons souligné dans les livraisons récentes de la *Revue du système financier*, la hausse des prix des maisons contribue à deux vulnérabilités importantes susceptibles d'avoir une incidence sur la stabilité financière :

1. Une hausse des prix des maisons est généralement associée à une augmentation du niveau d'endettement et du levier financier des ménages<sup>25</sup>.
2. Une hausse des prix des maisons représente une source potentielle de déséquilibre des prix des actifs si elle est induite par des anticipations de progression des prix incompatibles avec l'évolution des facteurs fondamentaux<sup>26</sup>. Un tel déséquilibre pourrait se corriger brusquement et provoquer des tensions financières<sup>27</sup>.

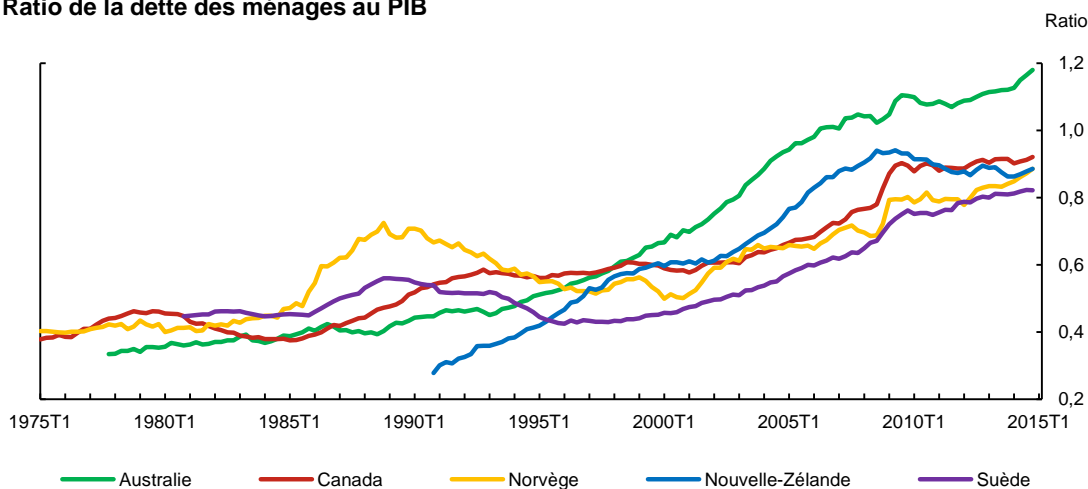
L'élément déclencheur probable dans le cas de ces deux vulnérabilités serait un choc mondial majeur à l'origine d'une vive montée du chômage et peut-être

également des taux d'intérêt. Si cet élément déclencheur devait se matérialiser, les effets défavorables sur le système financier et l'économie se trouveraient amplifiés par l'exposition des banques et des autres intermédiaires à ces dernières.

En examinant l'expérience des pays de notre groupe de référence après la crise, on constate que les ménages affichent des niveaux similaires de levier financier, mesurés par le ratio de la dette des ménages au PIB (**Graphique 12**)<sup>28</sup>. Le levier financier des ménages s'est accru en phase avec les prix des maisons, les ménages ayant tiré parti des bas taux d'intérêt de l'après-crise. Seule exception : la Nouvelle-Zélande, où une modeste réduction du levier financier des ménages semble s'être opérée. Au Canada, le ratio de la dette des ménages au PIB a augmenté depuis 1975, quoique le taux de croissance de ce ratio ait sensiblement fléchi depuis 2010. Dans le cas de la Suède et de la Norvège, ce ratio a également progressé à un rythme modeste après la crise<sup>29</sup>.

### Graphique 12 : Le levier financier des ménages s'est accru, surtout depuis 1995

Ratio de la dette des ménages au PIB



Sources : BRI et base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE* (données sur le PIB nominal)

Dernière observation : 2014T4

Les inflexions du taux de croissance du levier financier que l'on peut observer dans le graphique après la crise pourraient être dues aux mesures macroprudentielles adoptées par ces pays. Ces mesures ont permis à la politique monétaire expansionniste de se transmettre jusqu'aux ménages ayant la capacité d'emprunter<sup>30</sup>.

Les **Graphiques 13a** et **13b** s'inspirent de recherches récentes du FMI, qui montrent que les politiques macroprudentielles prenant la forme d'un plafonnement du rapport prêt-valeur ou du ratio de la dette au revenu se sont durcies dans de nombreux pays au cours des dix dernières années<sup>31</sup>. Les travaux du FMI, comme ceux d'autres économistes, font état de résultats selon lesquels le durcissement aurait contribué à :

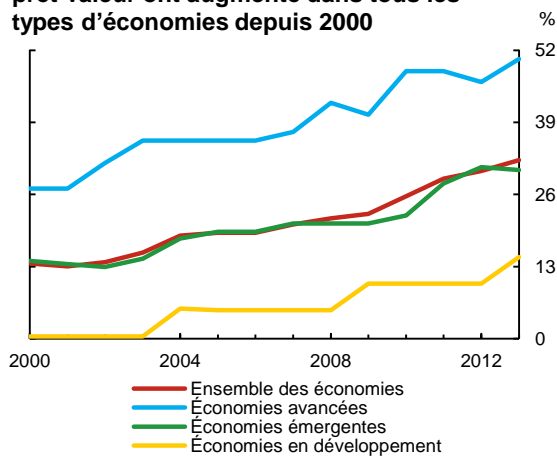
- diminuer la procyclicité du crédit aux ménages et du levier financier des banques;

- modérer la croissance du crédit;
- améliorer la qualité du crédit des emprunteurs;
- réduire le taux d'augmentation des prix des maisons.

Les politiques macroprudentielles les plus efficaces à ce jour semblent avoir été le plafonnement du rapport prêt-valeur et du ratio de la dette au revenu<sup>32</sup>. La hausse des pondérations en fonds propres imposées aux banques à l'égard de leurs portefeuilles de prêts hypothécaires a également eu un effet<sup>33</sup>. Bien que des données de long terme sur ces instruments ne soient pas encore disponibles, à terme, les mesures permanentes qui visent à remédier aux lacunes réglementaires d'ordre structurel et qui sont relativement simples à appliquer et à surveiller s'avéreront sans doute les plus efficaces.

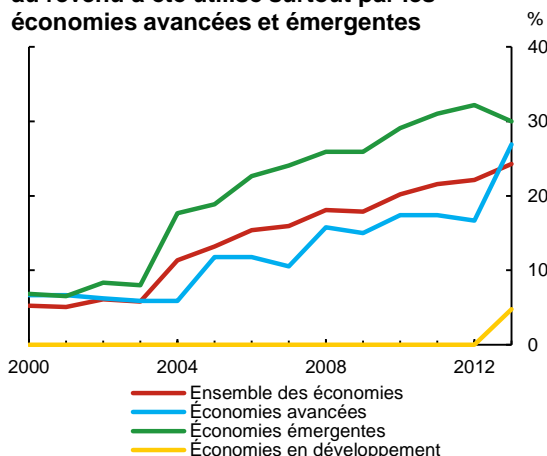
### Graphique 13 : Les politiques macroprudentielles sont de plus en plus utilisées pour remédier aux vulnérabilités du secteur du logement

13a. Les restrictions appliquées au rapport prêt-valeur ont augmenté dans tous les types d'économies depuis 2000



Source : FMI

13b. Le plafonnement du ratio de la dette au revenu a été utilisé surtout par les économies avancées et émergentes



Dernière observation : 2013

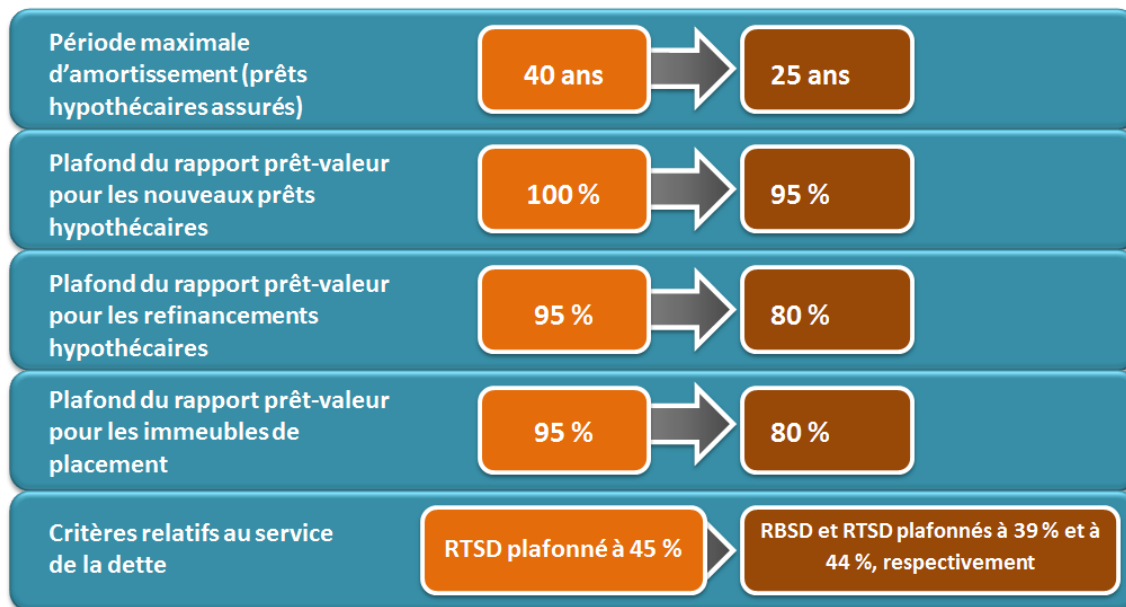
Au Canada, les autorités ont mis en œuvre quatre séries successives de mesures de durcissement des politiques macroprudentielles, surtout en ce qui concerne les règles régissant les prêts hypothécaires assurés (**Figure 1**). Je n'en mentionnerai ici que les principales. La période d'amortissement des prêts assurés a été ramenée de 40 à 25 ans<sup>34</sup>. Le rapport prêt-valeur maximal a été abaissé à 95 % dans le cas des nouveaux prêts hypothécaires et à 80 % dans celui des refinancements hypothécaires et de l'achat d'immeubles de placement. Ces deux derniers changements éliminent *de facto* les nouvelles assurances pour les refinancements hypothécaires et l'achat d'immeubles de placement. Par ailleurs, les critères d'admissibilité tels que le plafonnement du ratio total du service de la dette et du ratio brut du service de la dette, ainsi que les exigences relatives aux taux d'intérêt utilisés pour déterminer l'admissibilité de l'emprunteur, ont aussi été resserrés<sup>35</sup>.

Selon des données récentes, ces mesures ont conduit à une hausse des cotes de crédit moyennes, ce qui a amélioré la qualité du crédit des emprunteurs (**Graphique 14a**). S'agissant de la hausse du crédit aux ménages, le **Graphique 14b** montre que la croissance tendancielle du crédit hypothécaire est



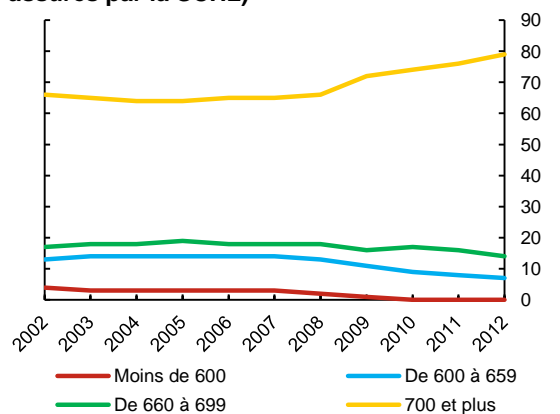
passée de 14 % en 2007-2008 (taux de variation sur trois mois annualisé) à quelque 5 % en 2013-2015<sup>36</sup>.

**Figure 1 : Le durcissement des politiques macroprudentielles au Canada de 2008 à 2012**



**Graphique 14 : Les politiques macroprudentielles du Canada dans l'après-crise ont contribué à une hausse de la qualité du crédit des emprunteurs et à une baisse du crédit aux ménages**

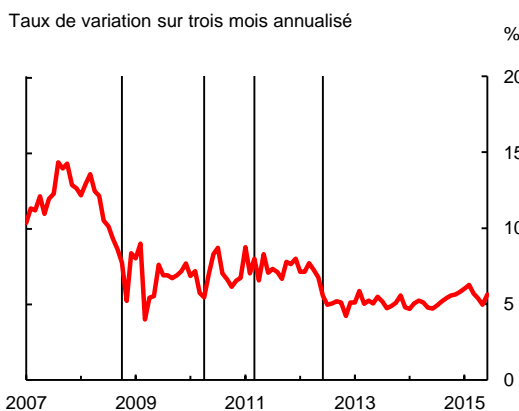
**14a. Répartition des cotes de crédit à l'octroi du prêt (prêts hypothécaires à ratio élevé assurés par la SCHL)**



Sources : SCHL (*Rapport annuel 2012* et *L'Observateur du logement au Canada 2012*)

Dernière observation : 2012

**14b. Crédit hypothécaire**



Nota : Les traits verticaux représentent les modifications apportées à l'assurance hypothécaire garantie par l'État.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : juin 2015

## Conclusion

Pour conclure, j'aimerais mettre en exergue quelques éléments essentiels de la montagne de faits, de graphiques et d'analyses que je viens de passer en revue. Ainsi que je l'ai mentionné d'entrée de jeu, le but de mon exposé est d'apporter un éclairage utile à un débat éclairé sur le logement et les prix des maisons,

compte tenu de leur importance pour l'économie canadienne et le système financier.

Premièrement, les prix réels des maisons augmentent par rapport au revenu au Canada et dans d'autres pays comparables depuis une vingtaine d'années. Ce constat peut s'expliquer par de nombreux facteurs, situés pour la plupart du côté de la demande, mais aussi de l'offre.

Deuxièmement, sur le plan de la demande, des forces démographiques, surtout la migration et l'urbanisation, ont joué un rôle dans l'évolution des prix des maisons, tout comme l'amélioration des conditions du crédit par la baisse des taux d'intérêt réels à long terme dans le monde de même que par la voie de la libéralisation et de l'innovation financières. Il existe, bien évidemment, d'autres facteurs de demande qui mériteraient davantage de données et d'analyses, notamment les effets de l'investissement étranger et les évolutions possibles des préférences.

Troisièmement, du point de vue de l'offre, les contraintes imposées par la géographie et la réglementation ont diminué l'élasticité de l'offre de logements, en particulier dans les centres urbains. Cette réduction de l'élasticité a interagi avec les déplacements de la demande en faveur d'une urbanisation accrue et ainsi poussé les prix des maisons à la hausse dans les grandes villes.

Quatrièmement, les cadres de politique macroéconomique et financière crédibles et efficaces dont se sont dotés le Canada et les autres pays examinés ici ont contribué à une très grande stabilité macroéconomique et financière. Ainsi, face à la lenteur de la reprise mondiale, leurs politiques contracycliques ont permis de soutenir la demande intérieure dans l'après-crise. La vigueur du marché de l'habitation qui en est résulté a amplifié les déséquilibres dans le secteur des ménages, mais les risques découlant de ces vulnérabilités ont été bien gérés grâce à des politiques macroprudentielles complémentaires.

Il ressort donc de l'expérience de ces pays que les politiques macroprudentielles visant à combler les lacunes d'ordre structurel du cadre réglementaire sont les plus à même d'atténuer ces vulnérabilités financières. Elles réduisent les risques extrêmes pour la stabilité financière et renforcent la résilience globale du système financier.

Je vous remercie de votre attention et vous souhaite de profiter de ces dernières journées d'été.

## Notes

---

<sup>1</sup> Bien que ces économies n'aient pas été au cœur de la tourmente, elles ont été durement touchées par la crise et la récession qui s'en est suivie. Des défaillances bancaires généralisées ne s'y sont pas produites, de sorte que le fonctionnement des canaux habituels de financement hypothécaire a été épargné. Les banques de ces pays obtiennent normalement une partie de leur financement de sources externes. Au plus fort de la crise, ces sources se sont dans une large mesure taries, et ces banques ont bénéficié d'un soutien public temporaire à la liquidité. Au Canada, par exemple, le gouvernement fédéral a mis en place en 2009 le Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés.

<sup>2</sup> Les mesures ainsi illustrées sont des indices, non des prix, dont la base a été changée d'après celle des séries de la base de données des prix réels de l'immobilier résidentiel de la Banque fédérale de réserve de Dallas, la moyenne de l'indice de 2005 de chaque pays valant 100. Les graphiques montrent les variations des prix des logements dans chaque pays par rapport à leur moyenne sur la période allant de 1975 au premier trimestre de 2015.

<sup>3</sup> Compte tenu de ce caractère multidimensionnel et des facteurs propres à chaque région d'un pays, le logement et les prix des maisons peuvent être qualifiés d'intrinsèquement hétérogènes, ce qui implique que les mesures des prix soient nécessairement des indices. La qualité des logements est prise en considération dans les indices des prix des ventes répétées par ville S&P/Case-Shiller, mais ces indices ne sont disponibles que pour quelques agglomérations. Au Canada, l'équivalent des indices Case-Shiller est l'indice composite national Teranet-Banque Nationale des prix des maisons. La Banque du Canada utilise, à des fins de surveillance, cet indice ainsi que l'Indice des prix des propriétés du Service inter-agences créé par l'Association canadienne de l'immeuble, de même que les prix de revente moyens des maisons du Service inter-agences. Ces trois indices des prix ont affiché une même tendance à la hausse.

<sup>4</sup> La base des indices du revenu disponible nominal des particuliers a été changée par souci de cohérence avec la base adoptée pour les indices des prix des logements dans chaque pays, ainsi qu'il est précisé dans la note 2.

<sup>5</sup> La Suède est celui de ces pays qui a enregistré le plus faible taux de croissance démographique, mais il est aussi celui où la progression des prix réels des logements a été la plus forte entre 1995 et 2015.

<sup>6</sup> Dans les cinq pays, le taux d'accèsion à la propriété de la population immigrante est légèrement inférieur à celui de la population née dans le pays. Voir à ce sujet : Éditions OCDE (2015), *Indicators of Immigrant Integration 2015: Settling In*, 2 juillet, p. 179.

<sup>7</sup> Statistique Canada, *Cinquante ans de familles au Canada : 1961 à 2011*.

<sup>8</sup> Les données indiquent qu'au Canada, la majeure partie de la hausse du taux d'accèsion à la propriété immobilière est attribuable à la cohorte des plus âgés, ce qui donne à penser que l'allongement de la durée de vie et une meilleure hygiène de vie pourraient avoir soutenu la demande de logements au cours des dernières années.

<sup>9</sup> Par exemple, le ratio d'urbanisation au Canada a augmenté, passant de 75,61 % en 1975 à 77,68 % en 1995 et à 81,65 % en 2014. La Nouvelle-Zélande est le pays le plus urbanisé de l'échantillon. En effet, son ratio dépassait déjà les 80 % en 1975.

<sup>10</sup> Voir, par exemple, *Agglomeration Economics*, publié sous la direction d'Edward L. Glaeser, coll. « National Bureau of Economic Research Conference Reports », Chicago, University of Chicago Press (2010).

<sup>11</sup> Pour un complément d'information sur le recul des taux d'intérêt à long terme, voir C. Wilkins (2014), *La politique monétaire et la reprise décevante*, discours prononcé devant la CFA Society Toronto, Toronto (Ontario), 22 septembre.

<sup>12</sup> Au Canada, par exemple, les taux réduits sur les prêts hypothécaires à 5 ans, qui s'établissaient à un peu plus de 7,25 % en 2000, s'élèvent aujourd'hui à 2,55 %, ce qui représente une diminution d'environ 470 points de base.

---

<sup>13</sup> Voir Fonds monétaire international (2008), « Logement et cycle conjoncturel », *Perspectives de l'économie mondiale*, avril; et E. Cerutti, J. Dagher et G. Dell'Ariccia (2015), *Housing Finance and Real-Estate Booms: A Cross-Country Perspective*, coll. « IMF Staff Discussion Notes », juin.

<sup>14</sup> Voir Fonds monétaire international, *op. cit.*

<sup>15</sup> Des séries temporelles comparables pour la Nouvelle-Zélande ne sont pas disponibles.

<sup>16</sup> Le droit assorti aux obligations sécurisées occupant un rang relativement élevé dans la hiérarchie des droits des créanciers en cas d'insolvabilité, ce droit serait prioritaire sur celui des déposants et d'autres créanciers.

<sup>17</sup> Exception faite de la Suède, ces pays sont d'importants exportateurs de produits de base, qui, de 2002 à 2014, ont bénéficié du renchérissement de ces derniers.

<sup>18</sup> Réduire de manière crédible l'inflation attendue contribue aussi à faire baisser les taux hypothécaires nominaux, ce qui a pour effet de répartir le fardeau réel du service d'une dette hypothécaire plus également sur la durée de celle-ci.

<sup>19</sup> Les investisseurs étrangers considéraient également ces pays comme des marchés attractifs où l'on pouvait investir dans des actifs immobiliers, bien que l'incidence de leurs investissements sur la demande de logements et les prix de ces derniers dans ces pays ne soit probablement pas généralisée. Selon une enquête récente menée auprès d'investisseurs immobiliers internationaux, l'Australie, le Canada, la Suède et plusieurs autres pays représentent les marchés « les plus stables et sûrs » pour les investissements immobiliers. (Voir Association of Foreign Investors in Real Estate (2013), *Foreign Investment Survey*, janvier.) Par ailleurs, le FMI, au terme d'un examen des données disponibles, quoique peu abondantes, a conclu que l'incidence des investisseurs étrangers sur les prix de l'immobilier n'est pas généralisée, mais se limite plutôt à certains marchés urbains et aux tranches de prix supérieures. (Voir H. Ahir, H. Kang et P. Loungani (2014), « Seven Questions on the Global Housing Markets », *IMF Research Bulletin*, Fonds monétaire international, vol. 15, n° 3, p. 6-9.)

<sup>20</sup> Parmi ces politiques, citons un traitement fiscal avantageux (déductibilité des intérêts hypothécaires, fiscalité favorable pour les gains en capital, programmes d'épargne-logement à imposition différée) et des garanties données par l'État sur les prêts hypothécaires.

<sup>21</sup> Si la hausse des prix des maisons pour Vancouver illustrée dans le Graphique 10 est inférieure à ce à quoi l'on pourrait s'attendre, compte tenu des récentes augmentations, c'est que le point de départ de l'échantillon (1995) correspond à un sommet important pour les prix dans cette ville. Les prix des logements ont bondi de 34 % entre 1990 et 1995, tandis que d'autres villes canadiennes ont affiché des taux de croissance négatifs ou minimaux de moins de 10 %. De 1995 à 2005, les prix des logements à Vancouver se sont accrus de 48 %, mais ce chiffre est inférieur à ceux enregistrés par d'autres villes au pays, lesquels oscillaient entre 65 % et près de 140 %. Quant à Winnipeg, sa position dans le graphique est liée au fléchissement de sa densité de population, lequel tient à deux facteurs : la capitale manitobaine a connu la plus faible croissance démographique de toutes les villes au cours de la période de 1995 à 2014, alors que, dans le même temps, ses frontières municipales se sont agrandies de 30 %.

<sup>22</sup> Cette relation se vérifie également dans le cas des villes américaines. Voir CIBC (2012), « Urbanization & Canadian REITs », *Institutional Equity Research Industry Update*, avril.

<sup>23</sup> À mesure que les villes croissent, les prix des logements dans le noyau urbain augmentent en général plus rapidement qu'en périphérie. Cette accentuation de la pente de la « courbe de location » reflète les économies d'agglomération ainsi que le coût d'opportunité plus élevé lié au navettage. Voir D. Capozza et L. Helsey (1989), « The Fundamentals of Land Prices and Urban Growth », *Journal of Urban Economics*, vol. 26, n° 3, p. 295-306.

<sup>24</sup> Les autorités municipales ont aussi encouragé la construction d'immeubles en copropriété afin d'accroître la densité dans certaines zones et de maîtriser les coûts d'infrastructure.

<sup>25</sup> Voir, par exemple, A. Crawford et H. Faruqi (2011-2012), « Quels facteurs expliquent les tendances observées dans l'évolution de la dette des ménages canadiens? », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 3-17.

---

<sup>26</sup> Des anticipations de hausse des prix de nature extrapolative peuvent apparaître en période de forte croissance des prix des logements alimentée par l'évolution des facteurs d'offre et de demande. Voir E. Cerutti, J. Dagher et G. Dell'Ariccia (2015), *Housing Finance and Real-Estate Booms: A Cross-Country Perspective*, coll. « IMF Staff Discussion Notes », juin.

<sup>27</sup> Dans les livraisons de décembre 2014 et de juin 2015 de la *Revue du système financier*, la Banque examine diverses estimations du degré de surévaluation des logements au Canada.

<sup>28</sup> Le ratio de la dette des ménages au PIB est mesuré plus systématiquement dans les différents pays que le ratio de la dette au revenu disponible des ménages et est de ce fait plus utile à des fins de comparaison.

<sup>29</sup> Si les réductions importantes des taux d'intérêt survenues immédiatement après la crise financière ont eu pour effet d'accroître l'accessibilité à la propriété dans ces pays, ce gain a été annulé par la hausse continue des prix des maisons. Par exemple, le Graphique 6 de la livraison de décembre 2014 de la *Revue du système financier* montre que l'accessibilité à la propriété au Canada est demeurée à peu près inchangée depuis 2008.

<sup>30</sup> Selon les données présentées dans *Debt and (Not Much) Deleveraging* (McKinsey Global Institute, février 2015), la dette dans les pays du groupe de référence serait détenue en bonne partie par les ménages disposant d'un revenu relativement élevé.

<sup>31</sup> E. Cerutti, S. Claessens et L. Laeven (2015), *The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence*, document de travail n° WP/15/61, Fonds monétaire international.

<sup>32</sup> *Ibid.*

<sup>33</sup> Les critères de souscription de prêts hypothécaires ont aussi été durcis récemment dans de nombreux pays, ceux-ci ayant mis en application les *Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices* (principes pour de saines pratiques en matière de souscription de prêts hypothécaires à l'habitation) publiés par le Conseil de stabilité financière en avril 2012.

<sup>34</sup> Il est encore possible d'obtenir des prêts hypothécaires non assurés assortis d'une période d'amortissement plus longue; la durée d'amortissement maximale est généralement de 30 ans.

<sup>35</sup> Le ratio total du service de la dette s'entend du pourcentage du revenu annuel brut de l'emprunteur requis pour couvrir les paiements annuels relatifs au logement et toutes les autres dettes de l'emprunteur. Le ratio brut du service de la dette ne tient compte que des paiements liés au logement. Au nombre des autres modifications apportées à l'assurance hypothécaire figurent les suivantes : cote de crédit minimale (sauf quelques exceptions limitées); normes de documentation des prêts plus strictes visant à assurer le caractère raisonnable de l'évaluation de la propriété et des sources et du niveau du revenu de l'emprunteur; élimination de l'assurance hypothécaire pour les lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier non amorties; offre de l'assurance hypothécaire désormais limitée aux habitations dont le prix d'achat est inférieur à 1 million de dollars. En outre, les principes de souscription de prêts hypothécaires et d'assurance hypothécaire ont été harmonisés avec les normes internationales (voir les lignes directrices B-20 et B-21 du Bureau du surintendant des institutions financières).

<sup>36</sup> D'autres facteurs ont aussi agi sur la croissance du crédit hypothécaire durant cette période. Soulignons notamment le fait que l'économie canadienne était en récession à la fin de 2008 et en 2009. La baisse enregistrée pendant cette période ne saurait être attribuée à la première vague de resserrement des règles applicables aux prêts hypothécaires. On trouvera des résultats similaires sur l'effet de ces politiques macroprudentielles dans I. Krznar et J. Morsink (2014), *With Great Power Comes Great Responsibility: Macroprudential Tools at Work in Canada*, document de travail n° WP/14/83, Fonds monétaire international.