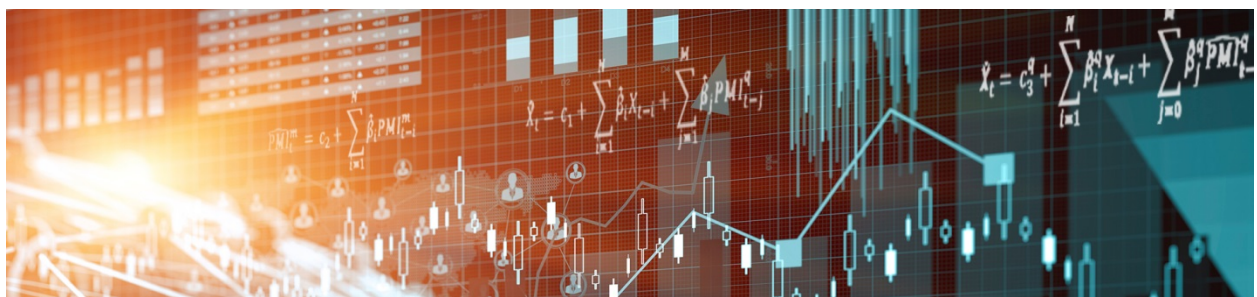


Note analytique du personnel / Staff Analytical Note 2019-12

Démêler les facteurs qui influencent les reventes de logements



par Mikael Khan¹ et Taylor Webley²

¹ Département de la Stabilité financière

² Département des Analyses de l'économie canadienne

Banque du Canada

Ottawa (Ontario) K1A 0G9, Canada

mkhan@banqueducanada.ca; twebley@banqueducanada.ca

Les notes analytiques du personnel de la Banque du Canada sont de brefs articles qui portent sur des sujets liés à la situation économique et financière du moment. Rédigées en toute indépendance du Conseil de direction, elles peuvent étayer ou remettre en question les orientations et idées établies. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles des auteurs uniquement. Par conséquent, elles ne traduisent pas forcément le point de vue officiel de la Banque du Canada et n'engagent aucunement cette dernière.

Remerciements

Nos remerciements vont à Russell Barnett, Marc-André Gosselin, Grahame Johnson, Dan de Munnik, Brian Peterson et Jing Yang pour leurs commentaires utiles. Nous remercions aussi Maria teNyenhuis pour l'aide qu'elle nous a apportée dans le calcul des microdonnées.

Résumé

Nous utilisons un modèle élaboré récemment et des microdonnées sur les prêts individuels pour décomposer les mouvements sur le marché de la revente depuis 2015. Nous constatons que les facteurs fondamentaux, notamment l'accessibilité au logement et l'emploi à temps plein, ont fait contreponds aux ventes de maisons existantes pendant la période visée par notre étude. Les modifications apportées récemment aux règles hypothécaires ont vraisemblablement contribué à ralentir l'activité de revente au Canada, mais nous estimons que leur incidence a été relativement faible. Ainsi, les variations des reventes depuis 2015 reflètent surtout des écarts par rapport aux fondamentaux de long terme, principalement en Colombie-Britannique et en Ontario. Nous montrons que les écarts dans ces provinces présentent une forte corrélation avec les attentes à l'égard des prix des logements, qui ont crû rapidement en 2016 puis diminué compte tenu des nouvelles orientations des politiques provinciales du logement.

Sujets : Méthodes économétriques et statistiques; Stabilité financière; Réglementation et politiques relatives au système financier; Logement; Évolution économique et financière récente

Codes JEL : C, C2, C22, E, E2, R, R2, R21

Abstract

We use a recently developed model and loan-level micro data to decompose movements in housing resales since 2015. We find that fundamental factors, namely housing affordability and full-time employment, have had offsetting effects on resales over our study period. Recent mortgage rule changes have likely contributed to slower resale activity in Canada, but their impact is estimated to be relatively small. Thus, much of the variation in resales since 2015 reflects deviations from long-run fundamentals, most notably in British Columbia and Ontario. We show that the deviations from fundamentals in these provinces are strongly correlated with house price expectations, which rose rapidly in 2016 but then retreated following provincial housing policy changes.

Topics: Econometric and statistical methods; Financial stability; Financial system regulation and policies; Housing; Recent economic and financial developments

JEL codes: C, C2, C22, E, E2, R, R2, R21

Introduction et messages clés

L'activité de revente de logements s'est accrue de façon notable au Canada entre 2015 et le milieu de 2016, atteignant un sommet historique au deuxième trimestre de 2016. Depuis, les reventes de logements ont beaucoup ralenti et, au premier trimestre de 2019, elles se situaient environ 20 % sous les niveaux records enregistrés. Ce ralentissement a coïncidé avec l'entrée en vigueur de diverses mesures de politique liées au logement et avec une période marquée par un resserrement de la politique monétaire. Déterminer l'importance relative des facteurs qui influencent les ventes de maisons existantes a donc été un défi. Dans la présente note, nous utilisons un modèle élaboré récemment et des microdonnées sur les prêts individuels pour décomposer les mouvements sur le marché de la revente. Notre analyse se fonde sur des données qui remontent au début de 2015, parce que c'est à ce moment que les reventes ont été estimées pour la dernière fois comme étant à des niveaux presque conformes aux facteurs fondamentaux. Voici les principaux messages :

- Entre le premier trimestre de 2015 et le quatrième trimestre de 2018, les reventes de logements ont reculé de 17 000 unités à l'échelle nationale. Une petite part seulement de ce recul (moins de 3 000 unités) est attribuable aux facteurs fondamentaux, ce qui s'explique par des variations considérables, mais compensatoires, de l'accessibilité à la propriété et de l'emploi.
 - On estime qu'une détérioration de l'accessibilité à la propriété a réduit de 46 000 unités le niveau de l'activité de revente dictée par les facteurs fondamentaux, et que 40 % de cette réduction découle directement de l'augmentation des taux hypothécaires. La proportion restante est due à la forte croissance des prix des logements observée entre 2015 et le milieu de 2017.
 - Les modifications apportées aux règles hypothécaires, tant sur le marché des prêts assurés que des prêts non assurés, ont collectivement fait diminuer d'environ 10 000 unités le niveau estimé des ventes de maisons existantes soutenues par les facteurs fondamentaux. Nous montrons que ces changements ont beaucoup allongé le temps dont les emprunteurs ayant de fortes contraintes financières ont besoin pour accumuler leur mise de fonds. Ainsi, à moins d'une baisse considérable des prix des logements par rapport au revenu, ces modifications auront un effet persistant à la baisse sur les reventes.
 - La vigueur du marché du travail et, dans une mesure bien moindre, l'afflux considérable d'immigrants en Colombie-Britannique ont en grande partie contrebalancé (de plus de 53 000 logements) l'effet modérateur qu'ont eu la détérioration de l'accessibilité à la propriété et les modifications des règles hypothécaires sur le niveau des reventes soutenues par les facteurs fondamentaux.
- Les déséquilibres de l'activité de revente depuis 2015 sont essentiellement attribuables à l'évolution du marché en Colombie-Britannique et en Ontario, et semblent être alimentés par les attentes relatives aux prix des logements¹.
 - Les ventes de maisons existantes ont dépassé les niveaux induits par les facteurs fondamentaux de long terme en 2015 et en 2016, une période d'effervescence sur les marchés du logement de Toronto, de Vancouver et des régions avoisinantes.
 - Les déséquilibres des reventes à l'échelle provinciale présentent une forte corrélation avec les attentes à l'égard des prix des logements. Celles-ci ont crû rapidement en 2016, puis diminué compte tenu des nouvelles orientations de la politique provinciale du logement en Colombie-Britannique et en Ontario.

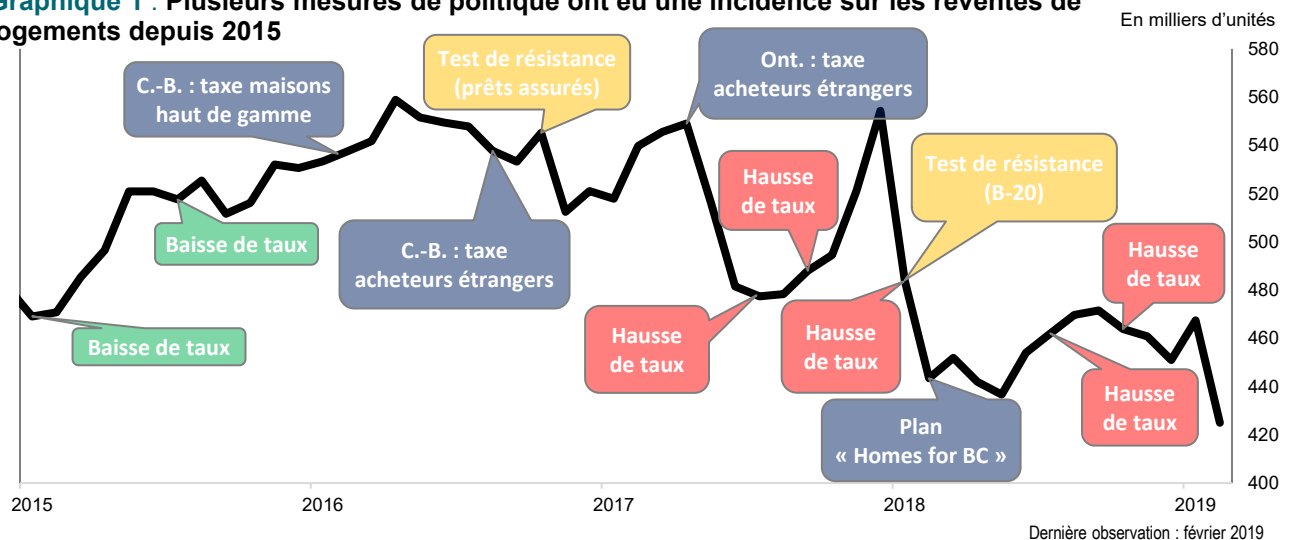
¹ Dans la présente note, on entend par « déséquilibres » l'écart entre les reventes réelles et le niveau estimé des reventes soutenues par les facteurs fondamentaux de long terme.

Ces constatations confortent le point de vue selon lequel la robustesse qu'affichaient auparavant les ventes de maisons existantes était influencée par des anticipations extrapolatives (ce que confirment également les données sur l'activité des investisseurs). Ces anticipations se sont rapidement atténuées après l'entrée en vigueur des mesures de politique.

Contexte

Au cours des trois dernières années, plusieurs mesures de politique ont eu une incidence sur les reventes de logements au Canada. Le resserrement des politiques fédérales entourant l'admissibilité aux prêts hypothécaires, les variations des taux hypothécaires (attribuables en partie à la politique monétaire) et les mesures prises par des provinces pour atténuer les déséquilibres sur le marché du logement dans certaines régions ou certains segments (**graphique 1**) en font partie. Puisque les canaux par lesquels ces mesures se transmettent varient, leurs répercussions sur les reventes à court et à long terme sont différentes. Il est donc essentiel de déterminer l'importance relative de ces mesures pour pouvoir exprimer une opinion sur l'évolution passée et future du marché de la revente.

Graphique 1 : Plusieurs mesures de politique ont eu une incidence sur les reventes de logements depuis 2015



Dans la présente note, nous utilisons un modèle à correction d'erreurs ([Webley, 2018](#)) élaboré récemment et des microdonnées sur les prêts individuels pour décrire en détail l'activité de revente au Canada depuis 2015. Il y a deux avantages principaux à utiliser ce modèle :

1. Il aide à distinguer les variations des reventes qui sont attribuables à des facteurs fondamentaux de long terme de celles qui découlent d'écarts transitoires par rapport à ces fondamentaux.
2. Il fournit des estimations à l'échelle provinciale, ce qui nous permet d'exploiter la grande hétérogénéité observée dans l'activité sur le marché du logement au pays.

Dans le modèle, le niveau de l'activité de revente soutenue par des facteurs fondamentaux de long terme est établi en fonction de l'emploi à temps plein, de l'accessibilité à la propriété et des flux migratoires^{2,3}. Nous tentons de quantifier l'incidence des changements apportés récemment aux règles hypothécaires en modifiant l'indice d'accessibilité à la propriété par rapport à la version de référence du modèle. Cette modification s'appuie sur des microdonnées détaillées concernant tous les prêts hypothécaires consentis par des entités sous réglementation fédérale au Canada.

Notre analyse se fonde sur des données qui remontent au début de 2015, soit la période où les reventes ont été estimées pour la dernière fois comme étant à des niveaux presque conformes aux facteurs fondamentaux à l'échelle nationale et dans la plupart des provinces. La vigueur exceptionnelle des reventes observée en 2016 et les reculs prononcés qui ont suivi sont donc compris dans la période à l'étude.

Nous commençons par quantifier la part de l'activité de revente pouvant être expliquée par les facteurs fondamentaux pris en compte dans le modèle de référence. Nous ajoutons ensuite à ces paramètres une estimation de l'incidence des politiques macroprudentielles qui ne fait pas partie du modèle. Enfin, nous examinons les variations inexplicables résiduelles des reventes.

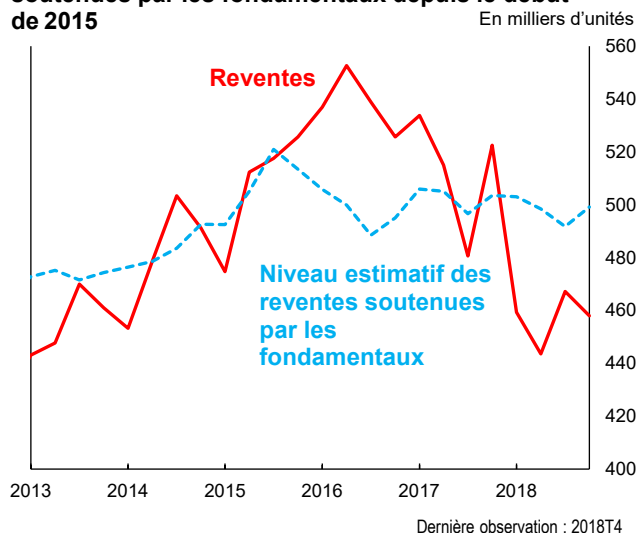
Facteurs fondamentaux pris en compte dans le modèle de référence

Les ventes de maisons existantes à l'échelle nationale se sont considérablement accrues au début de 2015 (**graphique 2**), en raison surtout du dynamisme affiché en Colombie-Britannique et en Ontario. Le recul de l'activité de revente au pays depuis le sommet historique atteint au deuxième trimestre de 2016 a été brutal. Même si les reventes représentent moins de 2 % de l'activité économique, leur recul a retranché environ 0,2 % au niveau du produit intérieur brut réel. Toutefois, ni la forte croissance des reventes entre le premier trimestre de 2015 et le deuxième trimestre de 2016, ni le recul prononcé qui a suivi ne peuvent être expliqués par les variables fondamentales du modèle. En effet, le niveau estimatif de l'activité de revente soutenue par les facteurs fondamentaux a très peu varié depuis 2015, puisque les gains découlant de l'expansion solide de l'emploi et des flux migratoires importants ont été à peu près contrebalancés par l'effet modérateur qu'a eu la détérioration de l'accessibilité à la propriété (**graphique 3**).

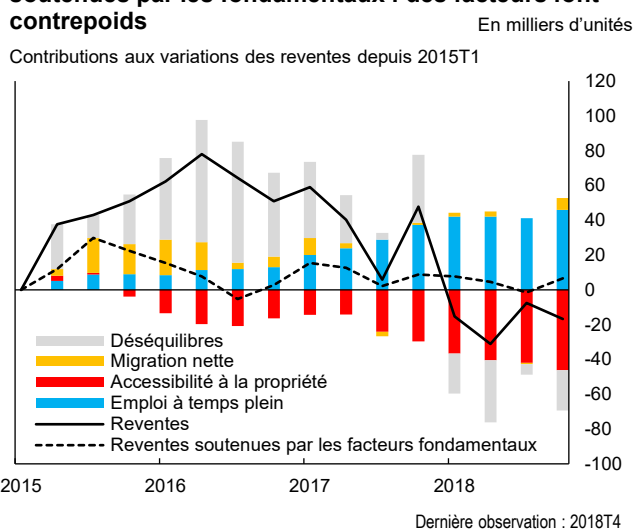
² Les flux migratoires ne sont utilisés que dans l'équation pour la Colombie-Britannique, puisqu'ils ne sont pas statistiquement significatifs ailleurs.

³ L'accessibilité à la propriété est calculée ainsi :
$$accessibilité_{i,t} = \frac{\frac{\text{paiements hypothécaires}}{1 - (1 + i_t^h/c)^{-n_t+c}} * RPV_t * P_{i,t-1}^h}{y_{i,t}/hh_{i,t} \text{ au revenu du ménage}}$$

Graphique 2 : Les reventes sont de moins en moins soutenues par les fondamentaux depuis le début de 2015



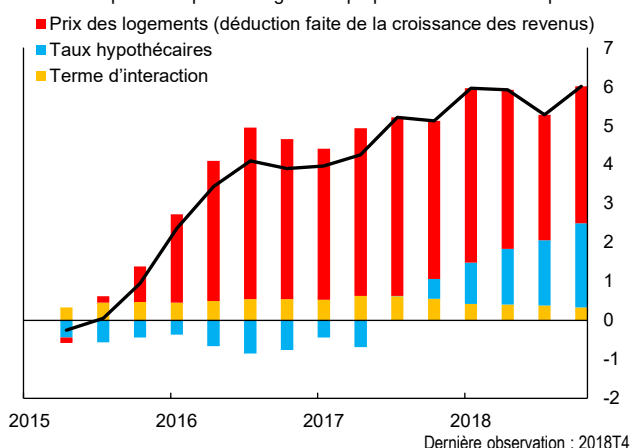
Graphique 3 : Stabilité relative des reventes soutenues par les fondamentaux : des facteurs font contrepoids



L'accessibilité à la propriété s'est détériorée pendant toute la période à l'étude, mais deux phases de cette détérioration ont été plus marquantes (**graphique 4**). Le plus important recul s'est produit entre 2015 et le milieu de 2016 en raison de la hausse rapide des prix des logements en Colombie-Britannique et en Ontario. Les taux hypothécaires ont en partie offert un contrepoids pendant cette période, la Banque ayant baissé à deux reprises le taux cible du financement à un jour en 2015. Les prix des logements se sont stabilisés depuis 2017 et ils ont ainsi cessé de contribuer à la détérioration de l'accessibilité. Par ailleurs, le resserrement de la politique monétaire a fait augmenter les taux hypothécaires, ce qui a commencé à peser sur l'accessibilité à la propriété. De fait, environ 40 % de

Graphique 4 : Les taux hypothécaires jouent un rôle de plus en plus important dans la détérioration de l'accessibilité

Contributions aux variations de l'indice d'accessibilité depuis 2015T1, variation en points de pourcentage de la proportion du revenu disponible



de la détérioration observée entre 2015 et le quatrième trimestre de 2018 est attribuable au relèvement des taux d'intérêt. Toutefois, il s'agit sans doute d'un plafond puisque l'augmentation des taux explique vraisemblablement, du moins en partie, le ralentissement de la progression des prix des logements.

Dans l'ensemble, nous constatons que seulement 10 % de l'augmentation des reventes (hausse de 78 000 unités) entre le premier trimestre de 2015 et le sommet atteint au deuxième trimestre de 2016, et 1 % du recul de 95 000 unités observé depuis, découlent des facteurs fondamentaux. Nous avons cependant des raisons de croire que les modifications des règles hypothécaires ont eu un effet modérateur sur le niveau de l'activité de revente soutenue par les facteurs fondamentaux, lequel n'était pas pris en compte dans le modèle.

Intégration des modifications apportées aux règles hypothécaires

À la suite de la révision des règles de l'assurance prêt hypothécaire (2016) et de la ligne directrice B-20 (2018), tous les emprunteurs potentiels cherchant à obtenir un prêt hypothécaire auprès d'un prêteur sous réglementation fédérale au Canada sont maintenant soumis à un test de résistance fondé sur un scénario de taux hypothécaire. Trois solutions s'offrent aux emprunteurs directement touchés par la mise en œuvre du test de résistance, c'est-à-dire ceux qui sont devenus non admissibles au prêt hypothécaire convoité en raison des nouvelles règles (**figure 1**). Ils peuvent :

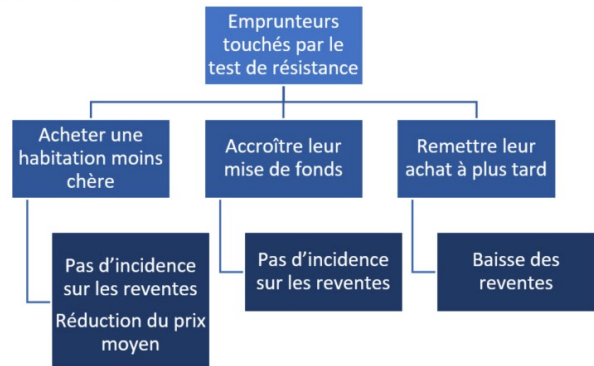
- 1) acheter une habitation moins chère;
- 2) accroître leur mise de fonds pour faire baisser leur ratio du service de la dette sous le seuil d'admissibilité;
- 3) remettre à plus tard leur achat pour accumuler une mise de fonds plus élevée.

Le niveau des reventes au Canada ne sera pas affecté par les emprunteurs qui optent pour les solutions 1 et 2. Par contre, ce niveau baissera au prorata du nombre d'acheteurs potentiels d'habitations qui choisiront de remettre leur achat à plus tard. La persistance de cet effet dépendra du temps supplémentaire qu'il faudra à ces acheteurs pour accumuler leur mise de fonds (**encadré 1**).

L'indice d'accessibilité utilisé dans le modèle permet de tenir compte des modifications apportées aux règles hypothécaires. Nous avons recours à des microdonnées sur les prêts individuels pour calculer quelle réduction de la période d'amortissement maximale aurait la même incidence sur l'admissibilité au crédit hypothécaire que l'application des tests de résistance⁴. Nous insérons ensuite ces données dans l'équation de long terme du modèle, de sorte que les modifications des règles hypothécaires aient une incidence sur le niveau estimatif de l'activité de revente soutenue par les facteurs fondamentaux. Nous justifions ce choix de modélisation dans l'**encadré 1** en montrant que l'incidence, sur les reventes, des modifications apportées aux règles devrait persister bien au-delà des horizons considérés comme pertinents pour la politique monétaire.

Le **tableau 1** résume l'effet des tests de résistance sur la période d'amortissement. Nous constatons que les modifications des règles touchant les prêts assurés et les prêts non assurés correspondent, dans les deux cas, à une réduction d'environ 0,7 an de la période d'amortissement maximale pour l'ensemble des emprunteurs. Dans les provinces où les prix des logements sont relativement bas (et où la proportion de prêts hypothécaires assurés est plus grande), la modification touchant les prêts assurés a une plus grande incidence que celle visant les prêts non assurés. Comme on pouvait s'y attendre, la modification s'appliquant aux prêts non assurés a des répercussions plus importantes en Ontario et en Colombie-Britannique, où les prix des logements sont les plus élevés et où des prêts hypothécaires non assurés sont consentis pour la vaste majorité des achats.

Figure 1 : Solutions pour les emprunteurs touchés par le test de résistance



⁴ En principe, on peut obtenir les mêmes résultats en exerçant un « choc » sur le taux hypothécaire utilisé pour calculer l'indice d'accessibilité à la propriété. Nous préférons utiliser la période d'amortissement maximale parce que, contrairement aux taux hypothécaires, cette variable n'a changé au cours de l'histoire qu'à la suite de modifications de la réglementation macroprudentielle.

Tableau 1 : Réduction de la période d'amortissement maximale correspondant aux résultats des tests de résistance (en années)

	Alb.	C.-B.	Man.	N.-B.	T.-N.-L.	N.-É.	Ont.	Î.-P.-É.	Qc	Sask.	Canada
Prêts hypothécaires assurés	1,1	0,6	0,9	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	1,1	0,7
Prêts hypothécaires non assurés	0,6	0,9	0,5	0,2	0,3	0,3	0,8	0,3	0,4	0,4	0,7

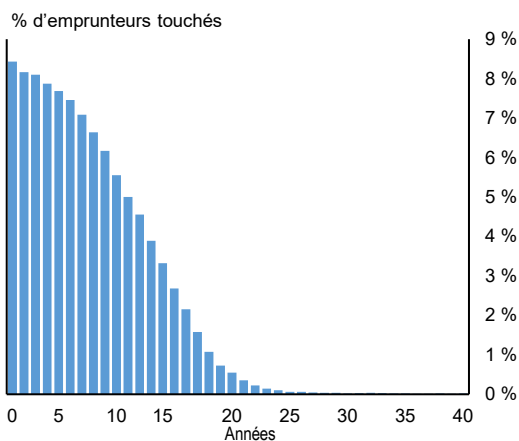
Il faut noter que les résultats des tests de résistance exprimés en unités équivalentes de réduction de la période d'amortissement sont moins radicaux que ceux des changements apportés au fil des ans à la période d'amortissement maximale, habituellement par tranche de cinq ans. La raison à cela est que même si les tests de résistance s'appliquent à tous les emprunteurs, ils n'ont d'incidence que sur ceux dont les ratios du service de la dette se situent relativement près des limites réglementaires. En effet, la réduction implicite de la période d'amortissement pour les emprunteurs *touchés* est beaucoup plus élevée que les chiffres indiqués dans le **tableau 1** : elle est de six ans pour les emprunteurs détenant un prêt assuré et de neuf ans pour ceux détenant un prêt non assuré. Pour quantifier l'incidence de chaque modification apportée aux règles sur l'ensemble des emprunteurs (et par conséquent sur les reventes), ces chiffres sont extrapolés en fonction de la part des emprunteurs touchés et de la part de marché relative des segments de prêts assurés et non assurés. Par exemple, la modification de la ligne directrice B-20 a touché environ 10 % des emprunteurs détenant un prêt non assuré, qui représente environ 75 % du marché hypothécaire.

Encadré 1 : Tests de résistance appliqués aux prêts hypothécaires et temps requis pour accumuler une mise de fonds

Nous tentons de quantifier, à l'aide de données sur les prêts hypothécaires individuels consentis, le temps supplémentaire requis pour accumuler une mise de fonds à la suite des changements apportés récemment aux règles hypothécaires⁵.

Nous commençons par repérer sur le marché des prêts assurés et des prêts non assurés les emprunteurs qui n'auraient pas réussi le test de résistance si celui-ci avait été en vigueur au cours des quatre trimestres précédant chaque modification des règles. Puis, nous calculons la mise de fonds supplémentaire (en dollars) dont chaque emprunteur touché aurait eu besoin pour réussir le test de résistance. Nous appliquons ensuite un taux d'épargne de 7 %⁶ aux revenus de ces emprunteurs, afin d'établir une estimation de leurs économies annuelles. Enfin, nous établissons pendant combien d'années ils devraient épargner pour accumuler la mise de fonds supplémentaire requise. Nos calculs reposent sur l'hypothèse implicite que le ratio du prix des maisons au revenu demeure constant.

Graphique 1-A : Temps supplémentaire requis pour accumuler une mise de fonds



Le **graphique 1-A** montre qu'il y a une grande hétérogénéité des emprunteurs. Par exemple, presque un emprunteur touché sur dix aurait besoin de moins d'un an pour accumuler la mise de fonds supplémentaire dont il a besoin pour réussir le test de résistance. Et environ un emprunteur touché sur cinq aurait besoin de plus de quinze ans pour y arriver. La médiane des années supplémentaires requises pour accumuler la mise de fonds est de 6,3 ans.

Beaucoup d'incertitude entoure ces estimations, en particulier parce qu'on ne dispose pas de beaucoup de données sur les taux d'épargne individuels. Concernant l'analyse de sensibilité, le **tableau 1-A** montre que la médiane des années requises pour accumuler la mise de fonds varie en fonction du taux d'épargne présumé des acheteurs potentiels. Indépendamment de ce taux, le message est le même : les répercussions des changements apportés aux règles hypothécaires sur les ventes de maisons existantes devraient se faire sentir très longtemps, puisque la plupart des emprunteurs touchés devront épargner pendant de nombreuses années pour compenser l'incidence du test de résistance.

Tableau 1-A : Analyse de sensibilité

Taux d'épargne (%)	Médiane des années supplémentaires requises
3,5	12,7
7	6,3
10	4,4
15	3,0

Bien entendu, une diminution du ratio du prix des maisons au revenu permettrait de compenser considérablement le temps supplémentaire requis pour épargner. Nous constatons qu'une réduction de 20 % des prix des logements (par rapport aux revenus) éliminerait, pour tous les emprunteurs touchés par le test de résistance, la nécessité d'épargner des fonds supplémentaires.

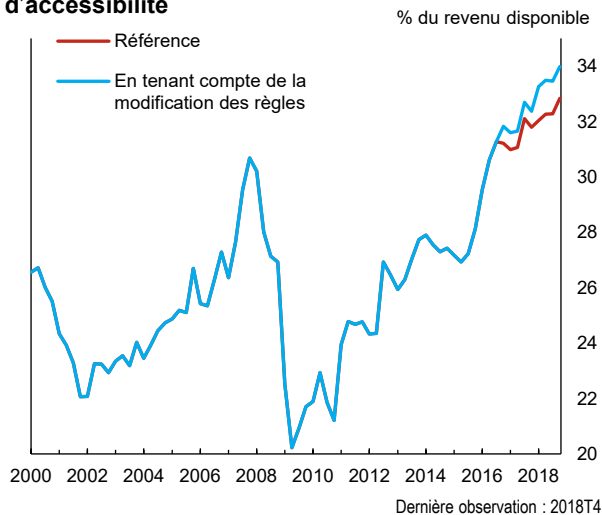
⁵ Nous tenons à remercier Maria teNyenhuis pour l'aide qu'elle nous a apportée dans le calcul des microdonnées.

⁶ D'après les microdonnées de l'enquête sur les dépenses des ménages de 2009, le taux d'épargne médian des personnes de moins de 40 ans qui sont locataires est de 7 %. Ces données ne sont toutefois pas disponibles pour les années après 2009. Si le taux d'épargne pour ce groupe avait diminué au même rythme que le taux d'épargne global après 2009, il serait actuellement de 3,5 %.

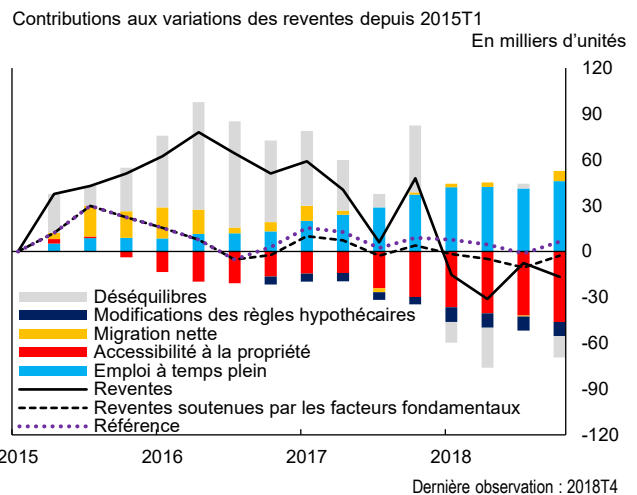
Le **graphique 5** montre l'incidence de l'intégration des modifications des règles hypothécaires sur l'indice d'accessibilité à la propriété, tandis que le **graphique 6** illustre comment la contribution des facteurs fondamentaux aux variations des ventes s'en trouve modifiée⁷. Au quatrième trimestre de 2018, le niveau de l'activité de revente soutenue par les facteurs fondamentaux était estimé avoir baissé d'environ 10 000 unités par suite des effets combinés des deux modifications apportées aux règles hypothécaires⁸.

Il faut toutefois tenir compte de deux avertissements importants concernant cette estimation. Le premier est que la baisse estimative de 10 000 unités du niveau des ventes dictées par les facteurs fondamentaux ne représente que l'incidence *directe* de l'application des tests de résistance. Même s'il est selon nous peu probable que ces tests aient eu des répercussions considérables sur l'emploi ou le revenu des ménages, il est possible que le recul de la demande de logements attribuable aux politiques soit en partie à l'origine du ralentissement de la croissance des prix des logements qui a été observé. Dans la mesure où cette hypothèse se confirme, ce ralentissement viendra cependant contrebalancer, au fil du temps, l'incidence négative directe de ces politiques sur les ventes de maisons existantes en favorisant l'accessibilité à la propriété.

Graphique 5 : L'intégration des modifications des règles hypothécaires accroît d'environ 4 % l'indice d'accessibilité



Graphique 6 : Baisse d'environ 10 000 unités sur le marché des ventes soutenues par les fondamentaux découlant des modifications des règles hypothécaires



Le deuxième avertissement est que, dans le passé, l'indice d'accessibilité a été associé à des changements des *paiements en tant que tels* (en proportion du revenu), tandis que les modifications des règles hypothécaires ne font augmenter que les ratios du service de la dette utilisés pour déterminer l'*admissibilité* des emprunteurs. Par conséquent, il ne convient d'ajuster l'indice d'accessibilité pour tenir compte des modifications des règles que dans la mesure où le fardeau accru que représente l'accumulation d'une mise de fonds plus élevée a une incidence semblable à celle d'une hausse des coûts du service de la dette sur le comportement d'achat d'une habitation. Nous croyons néanmoins que cette approche est un premier pas concret en vue d'établir une distinction entre les effets des changements des règles et ceux d'autres facteurs sur les ventes au Canada.

⁷ Nous ne produisons pas de nouvelles estimations à l'aide du modèle en fonction de l'indice d'accessibilité modifié. Nous utilisons plutôt les coefficients estimés jusqu'en 2015 et effectuons une simulation dynamique pour les années suivantes.

⁸ Les données montrent que les modifications apportées à la ligne directrice B-20 ont eu un effet marqué de substitution intertemporelle au quatrième trimestre de 2017, les emprunteurs ayant décidé de devancer leur achat avant l'entrée en vigueur du test de résistance au premier trimestre de 2018. Ce devancement et la baisse correspondante qu'il a entraînée par la suite ne devraient plus avoir d'incidence sur le niveau de l'activité de revente à partir du quatrième trimestre de 2018.

Dans cette section, nous avons examiné les effets persistants des modifications des règles sur le niveau des reventes soutenues par les facteurs fondamentaux en nous concentrant sur les emprunteurs qui n'ont pas réussi le test de résistance. Les modifications des règles ont probablement assombri également l'humeur, sur le marché, de certains emprunteurs qui n'ont pas été touchés et amplifié du même coup l'incidence négative sur l'activité de revente observée à court terme.

Interprétation des déséquilibres sur le marché de la revente

Nous sommes mieux en mesure d'expliquer l'activité de revente si nous tenons compte des modifications apportées aux règles hypothécaires. Une part considérable des mouvements sur ce marché depuis 2015 ne peuvent cependant être expliqués par les fondamentaux pris en compte dans le modèle⁹. Pensons notamment à l'augmentation des ventes de maisons existantes en 2015 et en 2016, qui avaient dépassé largement les niveaux jugés conformes aux facteurs fondamentaux. Il n'est toutefois pas vraiment étonnant que les fondamentaux ne puissent expliquer la vigueur du marché de la revente pendant cette période, puisque de l'avis général, les marchés du logement de l'Ontario et de la Colombie-Britannique montraient des signes d'effervescence. En effet, 90 % des déséquilibres sur le marché de la revente entre le début de 2015 et le sommet atteint au deuxième trimestre de 2016 ont été observés dans ces deux provinces.

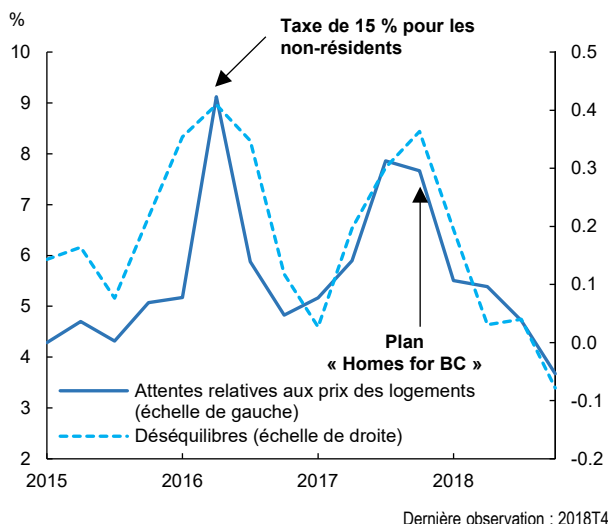
Il est intéressant de noter que les déséquilibres des reventes à l'échelle provinciale présentent une forte corrélation avec les attentes à l'égard du prix des logements¹⁰ (**graphique 7**) établies d'après les résultats de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada. Des travaux de recherche antérieurs ([Khan et Verstraete, 2018](#)) avaient conclu que les attentes relatives aux prix des logements affichaient des tendances extrapolatives. Cette corrélation est particulièrement évidente en Colombie-Britannique, où les attentes ont crû rapidement en 2016 avant de se replier. Ces reculs avaient coïncidé avec l'entrée en vigueur, en août de la même année, d'une taxe de 15 % sur les achats de logements par des non-résidents du Canada. Cette taxe a ensuite été portée à 20 % en février 2018, dans le cadre d'un vaste plan relatif au logement. En Ontario, les attentes à l'égard des prix ont également monté en flèche jusqu'au deuxième trimestre de 2017, lorsqu'une taxe semblable de 15 % pour les non-résidents s'inscrivant dans le Plan de l'Ontario pour le logement équitable a été instaurée. Les baisses des reventes observées à la suite des mesures prises par les deux provinces ont largement dépassé le nombre d'acheteurs non-résidents présents dans ces marchés. Cette constatation nous donne à croire que les plus grandes répercussions de ces politiques ont découlé de chocs affectant les anticipations des acheteurs d'habitations canadiens ([Khan et Verstraete, 2019](#)), qui semblent expliquer une grande part des variations des reventes qui ne sont pas soutenues par les facteurs fondamentaux pendant la période à l'étude.

⁹ Nous examinons les variations des reventes qui ne sont pas dictées par les facteurs fondamentaux dans le contexte de l'équation de long terme du modèle, parce que les fondamentaux n'ont qu'une très faible influence sur les variations à court terme des reventes (du fait principalement de leur très forte volatilité relative).

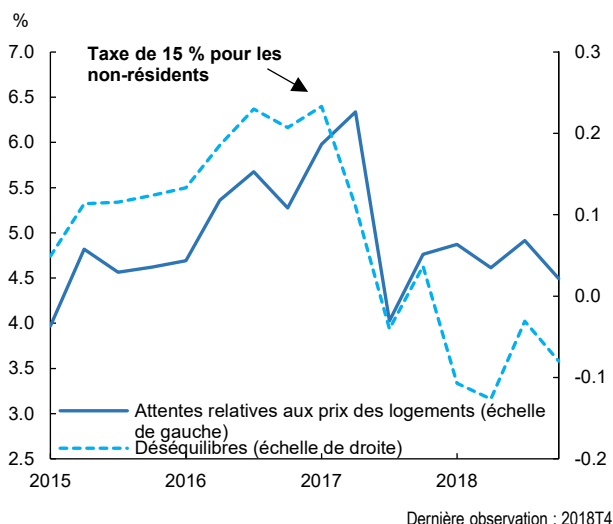
¹⁰ D'après le taux médian des variations attendues des prix des habitations au cours des douze prochains mois.

Graphique 7 : Forte corrélation des déséquilibres des ventes à l'échelle provinciale avec les attentes à l'égard des prix des logements

a. Colombie-Britannique



b. Ontario

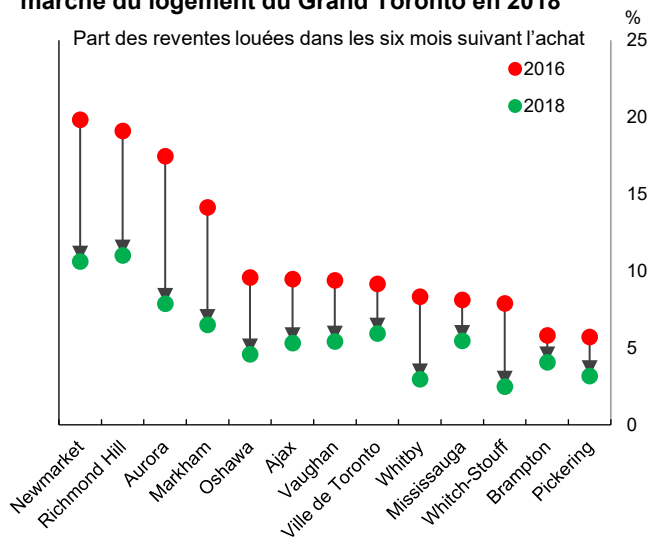


Nota : Les flèches pointent vers le trimestre précédant l'entrée en vigueur de la mesure.

D'autres résultats s'appuyant sur des données de Realosophy montrent des variations des ventes qui ne sont pas dictées par les facteurs fondamentaux. Ces résultats indiquent que dans certaines parties de la région du Grand Toronto en 2016, jusqu'à une vente sur cinq était attribuable à l'activité des investisseurs. En 2018, cette part avait diminué pratiquement de moitié (**graphique 8**), et se situait à des niveaux non atteints depuis 2014.

Dans l'ensemble, les données présentées dans cette section donnent à penser que la vigueur inexplicée de l'activité de revente découle d'anticipations extrapolatives. Ces anticipations ont fait monter la demande de nature spéculative et incité certains ménages à devancer leur achat de crainte d'être exclus du marché plus tard en raison de l'accroissement des prix. Soulignons que les mesures provinciales concernant le logement semblent avoir été le facteur déterminant dans l'élimination de ces sources de demande. En effet, même si elles ne visaient directement qu'une proportion relativement modeste des achats, soit ceux effectués par les non-résidents, ces mesures ont changé les attentes des résidents et déclenché une réponse démesurée sur le marché du logement.

Graphique 8 : Les investisseurs ont délaissé le marché du logement du Grand Toronto en 2018



Plus récemment, cependant, les ventes de maisons existantes ont été inférieures au niveau estimatif dicté par les facteurs fondamentaux. Puisque la vigueur des ventes qui a précédé cette baisse était attribuable à un devancement des achats, il est logique que l'activité ralentisse par la suite pendant un certain temps. Cet effet modérateur ne devrait pas être considérable, 85 % de l'écart cumulatif entre les ventes qui ne sont pas dictées par des fondamentaux et celles soutenues par ces facteurs durant la période à l'étude s'étant déjà résorbé. Les attentes à l'égard des prix des logements restent toutefois assez modérées, surtout en Colombie-

Britannique. S'il est évident que les mesures provinciales liées au logement ont eu un effet à la baisse sur ces attentes, l'ensemble des mesures prises pèse probablement sur celles-ci à divers degrés. Il est également possible que la combinaison de ces mesures amplifie leur incidence sur l'humeur du marché.

Conclusion

Nous avons fourni, dans la présente note, une méthode permettant de démêler l'importance relative de divers facteurs qui influencent les reventes de logements au Canada. Ce qu'il est important de retenir dans le contexte actuel est que la baisse de l'activité de revente depuis le pic atteint en 2016 découle surtout de la détérioration des conditions d'accès à la propriété et de la résorption de l'effervescence sur le marché, qui a coïncidé avec l'entrée en vigueur de politiques provinciales sur le logement et la dissipation des attentes relatives aux prix des logements. L'incidence directe des modifications récentes des règles hypothécaires est en revanche estimée comme étant relativement faible, puisque la robustesse des marchés du travail dans bien des provinces soutient dans une certaine mesure les activités de revente.

Le marché du logement est présentement en terrain inconnu, les effets de diverses mesures de politique ne s'étant pas encore pleinement fait sentir dans le contexte de l'endettement des ménages qui atteint des sommets inégalés et des déséquilibres importants sur le marché. Nous devons donc en surveiller l'évolution de près afin d'évaluer si les corrélations historiques sur lesquelles nous avons fondé notre étude demeurent pertinentes.

Références

Khan M., et M. Verstraete (2018). *Personal Experiences and House Price Expectations: Evidence from the Canadian Survey of Consumer Expectations*, note analytique du personnel n° 2018-8, Banque du Canada.

_____ (2019). *Non-Resident Taxes and the Role of House Price Expectations*, note analytique du personnel n° 2019-8, Banque du Canada.

Webley T. (2018). *Fundamental Drivers of Existing Home Sales in Canada*, document d'analyse du personnel n° 2018-16, Banque du Canada.