

ÉTUDE SPÉCIALE

Services économiques TD



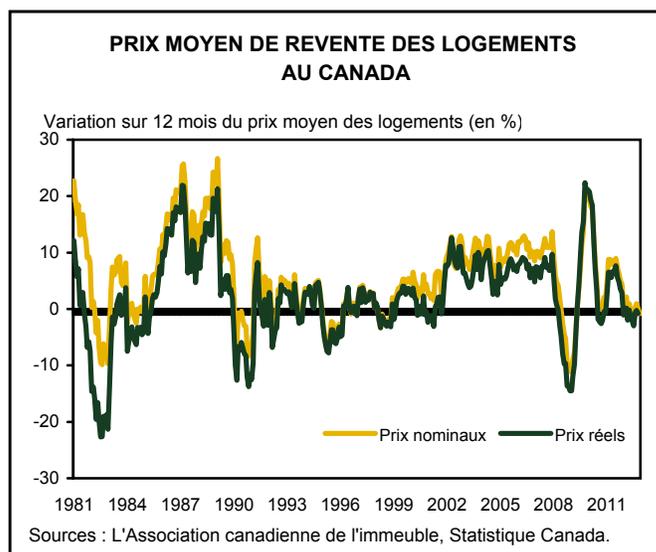
11 mars 2013

ÉVOLUTION À LONG TERME DES PRIX DES LOGEMENTS AU CANADA

Faits saillants

- Le ralentissement du marché canadien de l'habitation étant bien amorcé, nombreux sont ceux qui s'inquiètent de la valeur future de leur maison. Cela n'a rien de surprenant, car l'immobilier constitue le principal actif financier de la plupart des Canadiens.
- Le marché de l'habitation est enclin à passer par des hauts et des bas cycliques, et le Canada semble sur le point de connaître un modeste et graduel ajustement à la baisse au cours des trois prochaines années.
- Nous prévoyons que, au-delà de 2015, le taux de rendement annuel de l'immobilier sera de 3,5 %, ce qui correspond au taux d'augmentation à long terme des prix des logements au Canada. En revanche, ce rythme sera légèrement plus faible que dans le passé (5,4 %).
- Étant donné la série de rendements décevants prévue pour les années à venir, le taux de rendement annuel de l'immobilier s'établira à environ 2 % en chiffres nominaux pour la prochaine décennie. Autrement dit, la progression des prix des logements devrait se contenter de suivre celle de l'inflation.
- L'évolution à long terme des prix des logements est principalement tributaire des facteurs macroéconomiques fondamentaux, comme la croissance des revenus et de l'économie, et l'évolution du profil démographique (p. ex., augmentation de la population et formation des ménages).
- Des changements structurels, tels que le vieillissement de la population et la part des immigrants dans le nombre total d'acheteurs, sont susceptibles d'influer sur les rendements immobiliers. Cependant, les auteurs de diverses études ne s'entendent pas sur la nature du risque, à la hausse ou à la baisse, que représentent ces changements à l'égard de notre projection de 3,5 % établie selon un scénario constant.

Le ralentissement du marché canadien de l'habitation étant bien amorcé, nombreux sont ceux qui s'inquiètent de la valeur future de leur maison. Le marché de l'habitation est enclin à passer par des hauts et des bas cycliques, et le Canada semble sur le point de connaître un modeste et graduel ajustement à la baisse au cours des trois prochaines années. Étant donné la série de rendements décevants prévue, le taux de rendement annuel de l'immobilier s'établira à environ 2 % en chiffres nominaux pour la prochaine décennie. Autrement dit, la progression des prix des logements devrait se contenter de suivre celle de l'inflation. Au-delà de 2015, les prix des logements devraient rebondir et enregistrer un taux de rendement annuel de 3,5 %. Après déduction de l'inflation mesurée par l'Indice des prix à la consommation (IPC), l'évolution prévue des prix représentera en fait un gain annuel de 1,5 % pour



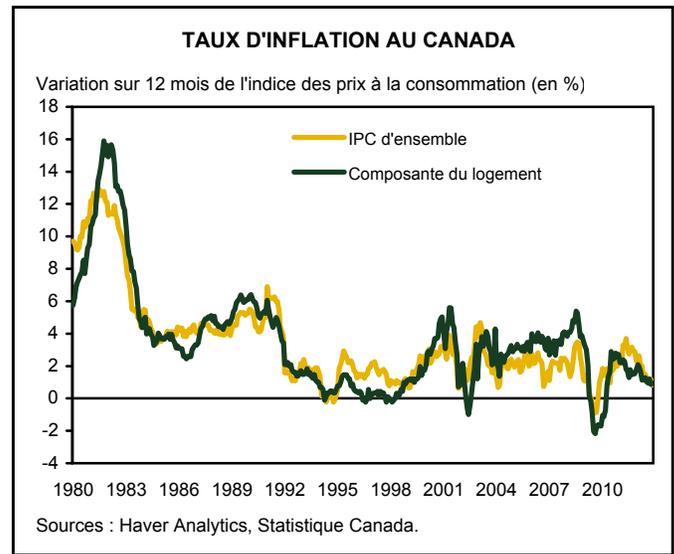
les propriétaires. Il s'agit d'un rendement réel inférieur à celui enregistré depuis 1980. Ces projections sont fondées sur l'évolution antérieure des prix des logements et les tendances à long terme que sous-tendent plusieurs indicateurs macroéconomiques.

Avant de penser à l'avenir, observons d'abord le passé

Des facteurs économiques influent sur l'évolution à court et à long terme des prix. Parmi les facteurs à court terme, on trouve les taux d'intérêt, la disponibilité du crédit, les prix des terrains, le taux de chômage et les modifications apportées à la réglementation sur les prêts hypothécaires. L'offre de logements est aussi moins flexible à court terme.

À plus long terme, toutefois, les prix des logements affichent une croissance plus stable. De plus, ils sont influencés par davantage de facteurs macroéconomiques que les prix à court terme. Entre 1980 et 2012, par exemple, les prix des résidences ont augmenté de 5,4 % par an en moyenne au Canada. La période choisie dans le cadre de cette étude l'a été pour deux raisons. La première, c'est qu'elle est suffisamment longue pour comprendre plusieurs cycles économiques, ce qui élimine le risque que les résultats soient faussés par des sommets ou des creux cycliques. La deuxième, c'est que 1980 est la première année pour laquelle l'Association canadienne de l'immeuble a commencé à publier de façon constante les prix moyens des résidences. Au Canada, l'inflation globale s'est établie à 3,3 % par an en moyenne durant cette période. Compte tenu de l'inflation, le taux de rendement annuel réel de l'immobilier s'est donc chiffré à 2,1 %.

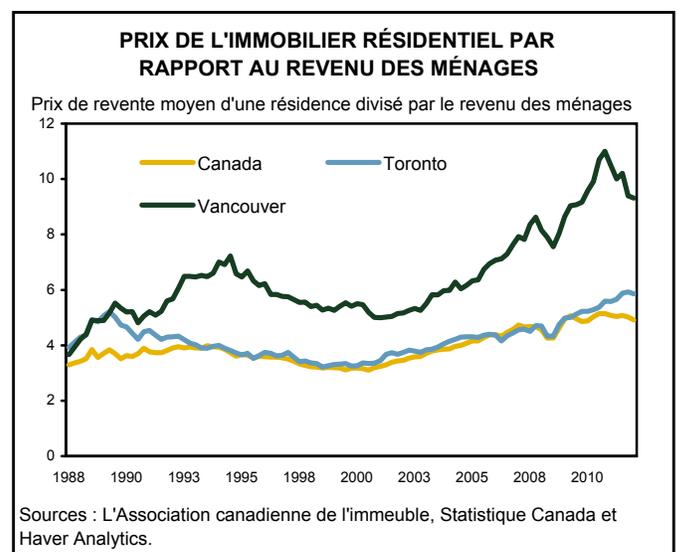
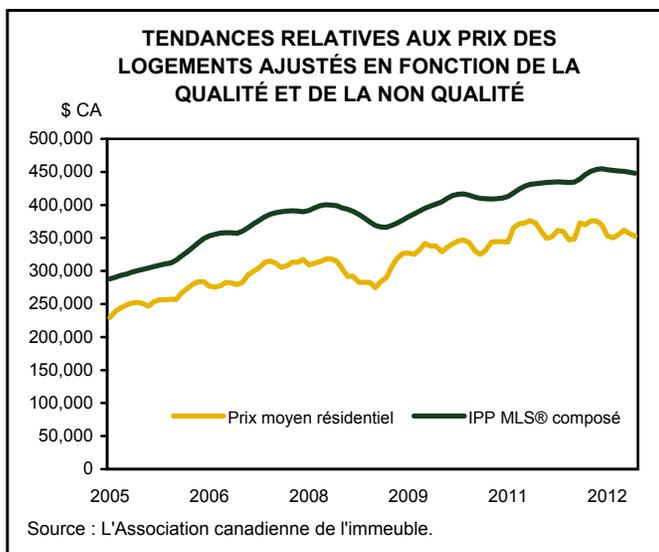
La série de données utilisée ne tient pas compte des

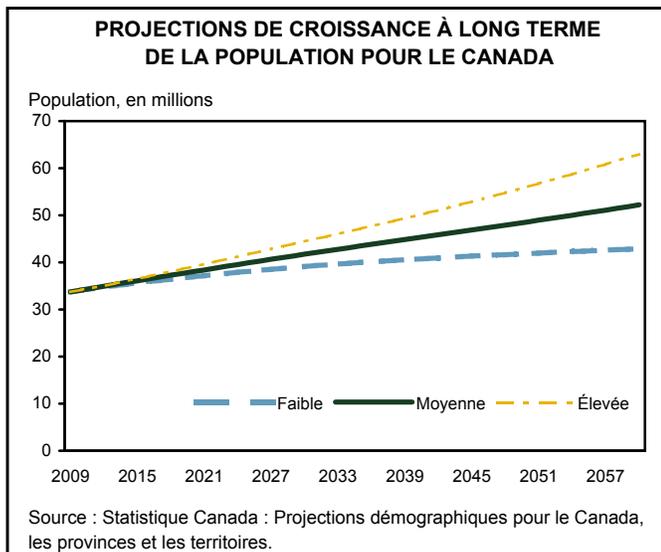


changements apportés à la composition au fil du temps. De surcroît, elle ne reflète pas les ajustements relatifs à la qualité. Idéalement, il aurait fallu recourir à l'Indice des prix des propriétés MLS® (IPP MLS®), qui décortique certains de ces changements de composition. Or, la série de données ne commence qu'en 2005, ce qui nous empêche de dégager une tendance historique suffisante sur laquelle fonder notre projection.

Les prix des logements afficheront une croissance inférieure à la moyenne au cours des dix prochaines années

Ces dix dernières années, l'habitation a fait plutôt bonne figure : les prix des logements ont augmenté d'environ 7 % par an à l'échelle nationale. En revanche, le marché canadien de l'habitation a nettement ralenti au cours des six derniers





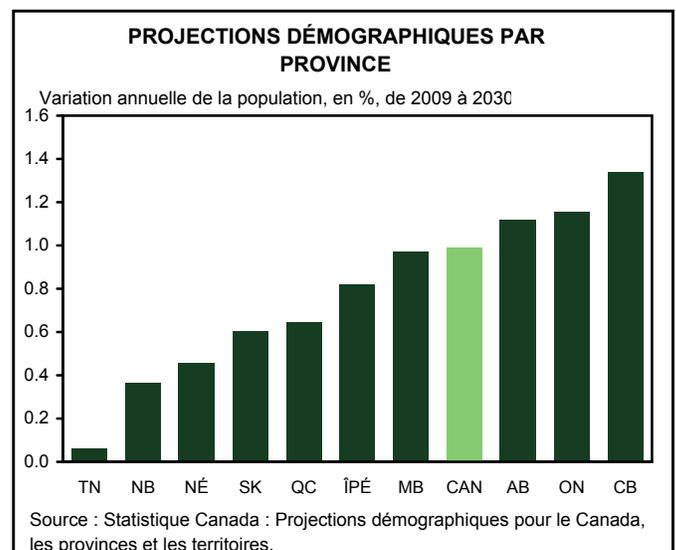
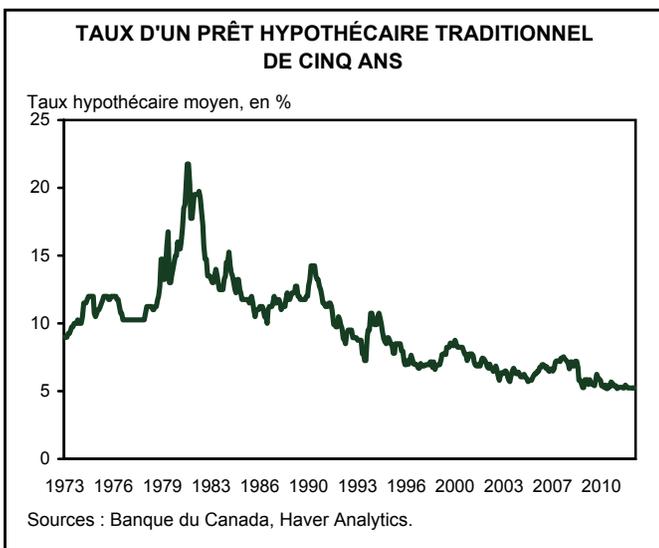
mois. Le resserrement des règles hypothécaires et les critères plus stricts en matière d'octroi de prêt sont deux des catalyseurs ayant contribué à la chute des ventes et au ralentissement de la croissance des prix. Malgré ce ralentissement, les prix ne correspondent toujours pas aux facteurs économiques fondamentaux sous-jacents, comme le ratio prix/revenu, le ratio prix/loyer et les mesures mensuelles sur l'accessibilité. Ces tendances, conjuguées à la hausse des taux d'intérêt et à la faible croissance économique, présagent un ajustement à la baisse graduel du marché de l'habitation au cours des prochaines années. Au-delà de 2015, nous prévoyons que l'augmentation des prix renouera avec un taux de croissance à long terme de 3,5 %, compte tenu de notre évaluation des facteurs fondamentaux sous-jacents. À la lumière de ce qui précède, les prix ne progresseront que de 2,0 % par an sur l'ensemble de la prochaine décennie.

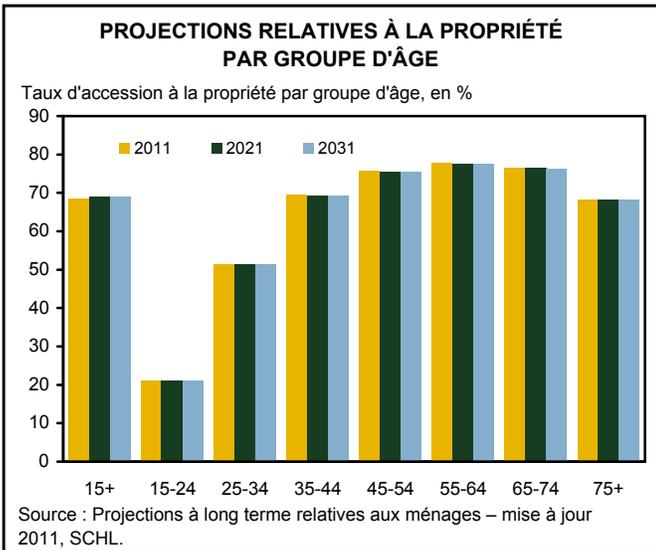
Des facteurs macroéconomiques influent sur les prix des logements à long terme

Des économistes ont tenté de cerner les paramètres qui influent sur l'évolution des prix des logements, tels que l'année de construction et l'évolution récente, à la hausse ou à la baisse, des prix. À long terme, les facteurs propres aux ménages ont une moins grande incidence que les facteurs macroéconomiques sur la croissance des prix de l'immobilier. Parmi les facteurs qui auraient la plus grande incidence, on trouve la croissance des revenus et de l'économie, ainsi que l'évolution démographique et la formation des ménages. Dans les prochains paragraphes, nous vous présentons nos projections à long terme pour chacun de ces paramètres.

Nous avons publié deux études^{1, 2} estimant le rythme de croissance à long terme de l'économie, tant à l'échelle nationale qu'à l'échelle des provinces. Dans ces études, nous avons conclu qu'un plus faible taux d'activité et de piètres gains de productivité nuiront à la croissance économique future du Canada. Plus précisément, nous anticipons un taux annuel de croissance économique réelle à long terme d'environ 2 % d'ici 2021. En chiffres nominaux, cela se traduit par un taux de croissance des revenus et de l'économie d'environ 4 %. La progression du revenu personnel suit généralement le rythme de l'expansion économique. Par conséquent, la croissance imminente des revenus et de l'économie est inférieure d'environ 1,5 point de pourcentage à ce qu'elle était auparavant. Les tendances liées au revenu personnel ont une importance particulière, car les gains à cet égard pèsent sur l'accessibilité globale à la propriété.

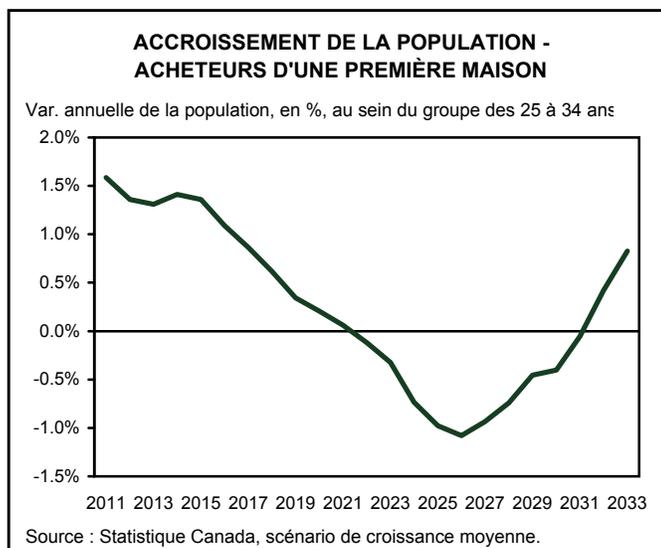
Pour ce qui est de l'évolution démographique, les





dernières projections de Statistique Canada révèlent que le taux annuel d'accroissement de la population ralentira sensiblement, passant de 1,0 % actuellement à environ 0,6 % en 2030³. Même si ces chiffres pourraient être modifiés en fonction des résultats du recensement de 2011, les changements apportés ne devraient pas avoir d'incidence majeure sur les tendances à long terme. La demande de logements dépend de l'accroissement de la population. En effet, si le rythme de l'accroissement démographique diminue, l'augmentation des prix de l'immobilier (un bon indicateur de la demande) devrait également ralentir.

L'accroissement démographique est un bon indicateur de la croissance économique et de la demande globale de logements. Les acheteurs d'une première maison (dans la tranche de 25 à 34 ans) jouent aussi un rôle important, car ce sous-ensemble de la population compte pour une grande



PROJECTIONS - RENDEMENTS FINANCIERS ET IMMOBILIERS

Rendement annuel moyen, en %

	Vingt prochaines années
Liquidités (bons du Trésor à 3 mois)	3.1
Oblig. (indice obligataire universel DEX)	3.8
Actions	
Canadiennes (indice comp. S&P/TSX)	7.0
Américaines (S&P 500)	7.0
Internationales (MSCI EAEO)	7.0
Prix des résidences	
Rendement équivalent avant impôts*	4.4
Rendement après impôts	3.5

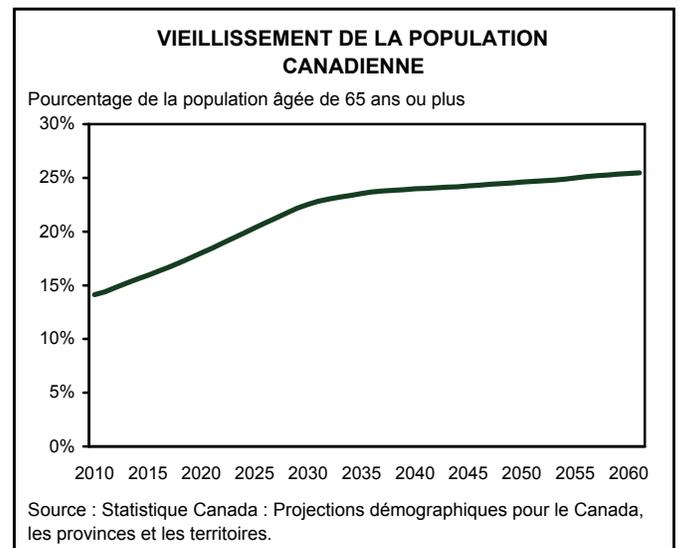
Remarque : *Revenu du ménage moyen d'un résident de l'Ontario.
Projections des Services économiques TD, janvier 2013.

part de la demande. Or, selon les dernières projections de Statistique Canada par cohorte d'âge, le poids de ce groupe reculera graduellement au cours des prochaines années, ce qui atténuera quelque peu la pression à la hausse sur les prix des logements.

Le taux de formation des ménages exerce aussi une grande influence sur la croissance à long terme des prix des logements. Les projections établies selon un scénario constant indiquent que le rythme annuel de formation des ménages devrait passer d'environ 190 000 à quelque 145 000 à 155 000 au cours des vingt à trente prochaines années⁴.

Même si l'augmentation de la population et la formation des ménages ralentissent, cela ne freinera pas nécessairement le rendement des actifs immobiliers. Cela serait néanmoins le cas si l'offre de logements s'ajustait à la demande. Dans un tel cas, les constructeurs et les promoteurs adapteraient également leur rythme de construction en fonction des facteurs fondamentaux sous-jacents de la demande.

En ce qui a trait à l'inflation, l'inflation globale diminue



TAUX DE RENDEMENT ANNUEL MOYEN DE L'IMMOBILIER CANADIEN PAR RÉGION MÉTROPOLITAINE DE 1980 À 2012

	Nominal %	Réel %
CANADA	5.4	2.1
Vancouver	6.4	3.2
Victoria	5.5	3.4
Calgary	4.7	1.2
Edmonton	4.4	1.0
Regina	5.9	2.5
Saskatoon	5.3	2.0
Winnipeg	5.2	1.9
Toronto	6.1	2.7
Ottawa	5.5	2.2
Halifax	5.2	2.0
Saint John	4.1	0.9

Remarque : Le taux de rendement réel de l'immobilier est calculé au moyen de l'IPC d'ensemble pour chaque région métropolitaine.
Sources : L'Association canadienne de l'immeuble, Statistique Canada.

de façon constante depuis le début des années 1990. À la fin de 2011, le gouvernement fédéral a reconduit, pour une période de cinq ans, la cible de maîtrise de l'inflation de la Banque du Canada. Cette cible, établie à 2 %, correspond au point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %⁵. Par conséquent, et compte tenu des pressions inflationnistes modérées et de la faible croissance économique attendues, nous estimons qu'un taux d'inflation à long terme de 2 % reste une hypothèse plausible.

Les coûts d'emprunt jouent eux aussi un rôle important dans l'évaluation des tendances relatives aux prix des logements. Bien que les taux d'intérêt aient en ce moment un effet stimulant, leur faiblesse ne durera pas éternellement. Selon nos projections, un taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada plus neutre serait d'environ 3,5 %. Si nous nous prêtons à un exercice semblable pour un prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans moyen, le taux hypothécaire neutre se situerait autour de 7 %. Cela suppose un écart de 1,5 point de pourcentage entre le taux de rendement de l'obligation du gouvernement du Canada à cinq ans et le taux moyen d'un prêt hypothécaire traditionnel de cinq ans. En raison du ralentissement de la croissance économique et de la stabilisation relative de l'inflation par rapport à la moyenne des trente dernières années, les taux neutres devraient se situer à un niveau inférieur à court et à long terme. À titre de comparaison, le taux moyen d'un prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans était de 9,4 % entre 1980 et 2012.

TAUX DE RENDEMENT À LONG TERME DE L'IMMOBILIER CANADIEN
Résultat par rapport au profil national

Supérieur à la moy.	Égal à la moy.	Inférieur à la moy.
Vancouver	Regina	Halifax
Victoria	Saskatoon	Saint John
Calgary	Winnipeg	
Edmonton	Ottawa	
Toronto		

Projections des Services économiques TD, janvier 2013.

En résumé

Le taux estimatif de rendement annuel à long terme de l'immobilier de 3,5 % est bien plus faible que le taux de 5,4 % enregistré depuis 1980. Les pressions inflationnistes modérées qu'on entrevoit à l'horizon sont en grande partie responsables de cet écart. Le reste est attribuable à l'affaiblissement de la croissance des revenus et de l'économie. La diminution des taux d'intérêt et l'ajustement de l'offre pourraient néanmoins contrebalancer ces pressions à la baisse.

Le marché résidentiel est souvent considéré comme un investissement et un bien de consommation. Le tableau de la page précédente indique nos projections relatives à plusieurs instruments financiers pour les dix et vingt prochaines années. Les actifs résidentiels se voient généralement attribuer une prime par rapport aux liquidités étant donné qu'ils comportent un risque d'illiquidité accru.

Dans le cas d'une résidence principale, le taux de rendement de l'actif immobilier est non imposable, ce qui accroît le rendement après impôts par rapport à celui qu'offrent les liquidités, les obligations et les actions, si ces placements sont détenus à l'extérieur d'un régime enregistré d'épargne-retraite (REER). Dans le tableau ci-dessus, nous avons indiqué les rendements avant impôts et après impôts selon les prix des résidences dans le but de faciliter la comparaison. Si l'on se fonde sur le revenu du ménage moyen d'un résident de l'Ontario, le rendement équivalent avant impôts devrait se chiffrer à environ 4,4 %, selon les taux d'imposition du revenu des particuliers provincial et fédéral en vigueur. Par conséquent, la croissance des prix des logements devrait dépasser celle des liquidités et des obligations – mais pas celle des actions – au cours des vingt prochaines années.

Risques liés à ces projections

Les sections précédentes de la présente étude font référence à plusieurs changements structurels à venir, notamment le vieillissement de la population et le ralentissement de l'accroissement démographique attendus au Canada.

Or, les auteurs de diverses études ne s'entendent pas sur la nature des effets, favorables ou défavorables, de ces changements sur les prix des logements. Et même lorsqu'il y a consensus sur la nature des effets, ils ne s'entendent pas sur leur ampleur.

Lorsqu'une personne approche de la retraite ou est à la retraite, plusieurs options s'offrent à elle : (1) une fois les enfants partis, elle trouvera peut-être qu'une maison plus petite est plus facile d'entretien ou moins coûteuse; (2) elle peut conserver sa maison; (3) elle peut recourir à un emprunt hypothécaire inversé pour financer en partie sa retraite; et (4) selon son état de santé, un logement pour personnes âgées ou un appartement au sein d'un village-retraite constitue une autre option. Du fait de la variété des options offertes, il est difficile d'évaluer l'effet du vieillissement de la population sur le marché de l'habitation. Est-ce que seul le type de logements achetés changera, ou y aura-t-il une forte diminution du nombre de propriétaires?

Une étude souligne que le taux d'accession à la propriété continue d'augmenter au-delà de 40 ans si l'on tient compte du niveau d'instruction des propriétaires⁶. Par ailleurs, certaines études soutiennent que l'évolution démographique n'a aucune incidence sur les prix et que, si c'est le cas, ses effets sont temporaires⁷. En revanche, d'autres études stipulent que le vieillissement de la population est susceptible d'entraîner un resserrement du marché du travail⁸. La réduction de la main-d'œuvre disponible entraînerait une hausse du revenu personnel, ce qui soutient les prix des logements.

Parallèlement, compte tenu du vieillissement et du départ à la retraite des travailleurs, il convient de revoir la dynamique des revenus. À mesure que les baby-boomers vieilliront et prendront leur retraite, la part de la population canadienne qui tire un revenu fixe d'un régime de retraite augmentera. Ces sources de revenus comprennent notamment le Régime de pensions du Canada (RPC) ou le Régime de rentes du Québec (RRQ), les régimes de retraite d'employeur et la Sécurité de la vieillesse (SV). En vertu de la plupart de ces régimes ou programmes, la pension annuelle croît en fonction de l'inflation ou d'un autre indicateur du coût de la vie. Dans ce contexte, à mesure que les baby-boomers prendront leur retraite et que leur part dans la population totale augmentera, il y aura des pressions à la baisse sur la croissance globale des revenus à moyen terme.

Après cette brève recension des écrits, nous constatons l'absence de consensus quant aux effets des changements démographiques imminents sur l'immobilier. Dans nos projections, nous avons présumé que les baby-boomers ne

procéderont pas massivement à la vente de leur maison, ce qui ferait chuter les prix moyens des logements. Et même si c'était le cas – puisqu'on se demande toujours combien d'entre eux réduiront leurs actifs immobiliers – les baby-boomers ne vendront pas tous leur maison le même jour. Ces ajustements se produisent sur de nombreuses années, ce qui atténue leurs effets. Qui plus est, l'offre tend généralement à s'ajuster en fonction de l'évolution de la demande au fil du temps.

Outre le phénomène du vieillissement, on comptera de plus en plus sur l'immigration pour alimenter l'accroissement démographique. Une étude récente portant sur les expériences des nouveaux Canadiens sur le plan du logement conclut que les immigrants ont énormément de difficulté à accéder à la propriété à leur arrivée, en particulier sur les marchés plus dispendieux comme ceux de Toronto et de Vancouver⁹. La location constitue généralement l'option par défaut pour les nouveaux arrivants. Néanmoins, les immigrants finissent souvent par trouver des logements abordables, environ la moitié des répondants étant propriétaires quatre ans après leur arrivée.

Si l'accroissement démographique s'avérait presque exclusivement attribuable aux immigrants, l'effet sur la demande de logements serait plus important que celui pris en compte dans nos projections. Par exemple, dans une étude menée en 2012, nous soutenions que, pour neutraliser en partie l'incidence du vieillissement de la population, la cible annuelle d'immigration devrait passer de 250 000 personnes actuellement à 350 000 après 2016¹⁰. Si ces projections s'avèrent exactes, les nouveaux arrivants représenteront une part croissante du taux global de formation des ménages. La transition parfois longue que vivent de nombreux nouveaux arrivants pourrait faire grimper la demande de logements à louer ou d'habitations plus abordables au cours des quelques années suivant leur arrivée au Canada.

Le type de produits hypothécaires (à taux fixe ou variable) qui seront vendus sur le marché au cours des vingt prochaines années est aussi incertain. Ces dernières années, nous avons observé davantage de prêts hypothécaires à taux variable que de prêts à taux fixe, même si des données récentes publiées par l'Association canadienne des conseillers hypothécaires accrédités (ACCHA) semblent suggérer que cette tendance pourrait être sur le point de se stabiliser ou même de s'inverser¹¹. Comme nous l'avons vu ces dernières années, le gouvernement peut modifier les règles relatives aux prêts hypothécaires assurés ainsi que les conditions d'octroi de prêt des banques à charte. Il peut

en outre resserrer les conditions d'octroi de prêt en vue de s'assurer que le seuil d'endettement des consommateurs ne progresse pas beaucoup plus rapidement que leurs revenus. D'autres changements à la réglementation – à savoir un resserrement ou un assouplissement – pourraient survenir au cours des vingt prochaines années.

Un certain degré d'hétérogénéité du côté des prix des logements

Les tendances relatives au marché de l'habitation, à l'économie et à l'évolution du profil démographique diffèrent nettement d'un bout à l'autre du pays. Dans le tableau correspondant, nous vous présentons la progression des prix des logements observée sur nombre des principaux marchés du Canada. L'Association canadienne de l'immeuble ne compile pas de données pour les villes de Montréal et de Québec, qui sont donc exclues de la liste. En chiffres nominaux, la croissance annuelle des prix des logements varie entre 4,1 % à Saint John et 6,4 % à Vancouver, de 1980 à 2012.

L'écart régional observé dans le passé devrait perdurer. Au moyen de la même méthodologie que celle utilisée pour établir le profil national, nous avons classé les marchés de l'habitation des grandes régions métropolitaines en trois catégories, en fonction de leur taux de rendement prévu : supérieur à la moyenne, égal à la moyenne et inférieur à la moyenne.

- La croissance des prix des logements a généralement été excellente pour les villes qui se trouvent dans la catégorie « supérieur à la moyenne ». Cette tendance devrait se maintenir sous l'effet d'une croissance économique supérieure à la moyenne et des bons taux de migration². Dans les cas de Vancouver et de Toronto,

l'offre pourrait aussi avoir de la difficulté à s'ajuster compte tenu du manque de terrains.

- Les villes classées dans la catégorie « égal à la moyenne » sont Regina, Saskatoon, Winnipeg et Ottawa. À long terme, toutefois, l'accroissement démographique sera moins favorable aux trois premières. Ottawa devrait quant à elle faire meilleure figure sur ce plan, mais nous nous attendons tout de même à ce que la hausse prévue des revenus se situe près de la moyenne nationale.
- Compte tenu des tendances tièdes en matière d'augmentation de la population, conjuguées à de modestes taux de rendement historiques, Halifax et Saint John devraient demeurer dans la catégorie « inférieur à la moyenne ».

Conclusion

À long terme, ce sont les facteurs macroéconomiques fondamentaux qui esquissent les tendances relatives aux prix des logements. Notre analyse suggère que le taux de rendement des actifs immobiliers canadiens s'établira à environ 2 % au cours des dix prochaines années. Par ailleurs, le rythme de croissance des prix à long terme devrait se situer autour de 3,5 %. Plusieurs changements structurels imminents, dont le vieillissement de la population et l'accroissement démographique, dépendent de plus en plus de l'immigration. Or, la nature du lien entre ces tendances et la demande de logements ne fait pas encore l'unanimité. Les divergences entre les climats économiques régionaux signifient aussi que certaines régions métropolitaines enregistreront vraisemblablement des rendements immobiliers supérieurs à ceux d'autres régions.

*Craig Alexander, premier vice-président et
économiste en chef
416-982-8064*

*Derek Burleton, vice-président et
économiste en chef adjoint
416-982-2514*

*Sonya Gulati, économiste
416-982-8063*

Notes et références

1. Bishop, Grant et Burleton, Derek (2009). « A New Normal: Canada's Potential Growth During Recovery and Beyond », Services économiques TD, 10 novembre 2009. < <http://www.td.com/document/PDF/economics/special/gb1109-potential-growth.pdf> >
2. Burleton, Derek et Gulati, Sonya (2012). « Perspectives de croissance à long terme de l'économie des provinces canadiennes : Croissance annuelle inférieure à 2 % à long terme prévue pour six provinces », Services économiques TD, 9 février 2012. < http://www.td.com/francais/document/PDF/economics/special/sg0212_longterm_fr.pdf >
3. Nous nous fondons sur les projections démographiques « moyennes » qui supposent que les taux annuels d'immigration, les taux de migration interprovinciale et les taux d'émigration demeureront comparables à ceux des dernières années.
4. Société canadienne d'hypothèques et de logement, L'Observateur du logement au Canada 2011.
5. « Le gouvernement du Canada reconduit son entente avec la Banque du Canada concernant la cible d'inflation », 8 novembre 2011, Ministère des Finances du Canada, < <http://www.fin.gc.ca/n11/11-115-fra.asp> >
6. Green, Richard K. et Hendershott, Patric H. (1996). « Age, Housing Demand and Real House Prices », *Journal of Regional Science and Urban Economics*, pp. 26 et 465 à 480.
7. Fortin, Mario et Leclerc, André (2000). « Changements démographiques et prix réel des logements au Canada », pp. 00 à 06, Cahier de recherche, Université de Sherbrooke, Faculté des lettres et sciences humaines, Département d'économique.
8. Alexander, Craig (2006). « Long-Term Outlook for Canadian Home Prices », Services économiques TD, 14 septembre 2006. < <http://www.td.com/document/PDF/economics/special/td-economics-special-ca0906-home-prices.pdf> >
9. Haan, Michael (2012). « Les expériences des nouveaux Canadiens sur le plan du logement : d'après l'Enquête longitudinale auprès des immigrants du Canada (ELIC) », Citoyenneté et Immigration Canada, University of New Brunswick, Research and Evaluation, mars 2012.
10. Alexander, Craig, Burleton, Derek et Fong, Francis (2012) « Estimating Canada's Future Immigration Needs », Services économiques TD, 11 septembre. < http://www.td.com/document/PDF/economics/special/ff912_immigration_levels.pdf >
11. Dunning, Will (2012). « Rapport annuel sur l'état du marché hypothécaire résidentiel au Canada », Association canadienne des conseillers hypothécaires accrédités (ACCHA), novembre 2012. < http://caamp.org/meloncms/media/Report%20Fall%202012-11-15_FRN_.pdf >

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à titre informatif seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Il ne vise pas à communiquer de renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans le rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, le rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs et sont sujettes à des risques inhérents et à une incertitude. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et divisions apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.