



# PERSPECTIVE

Craig Alexander

Premier vice-président et économiste en chef  
Groupe Banque TD

## SURÉVALUATION IMMOBILIÈRE ET DETTE À LA CONSOMMATION MENACENT L'ÉCONOMIE

Les économistes s'entendent pour dire que la faiblesse persistante des taux d'intérêt a mené à une surévaluation de l'immobilier au Canada. Reste à savoir son ampleur. À un bout du spectre, des prévisionnistes prédisent une correction des prix de l'ordre de 20 à 25 % à un moment donné dans un proche avenir. À l'autre bout, des équipes, parmi lesquelles les Services économiques TD, sont d'avis que la surévaluation est de l'ordre de 10 à 15 % en moyenne à l'échelle du pays. Il s'agit d'une évaluation analytique établie d'après les tendances des prix des marchés locaux, les paramètres économiques fondamentaux (le revenu, l'emploi, les taux d'intérêt, les données sociodémographiques et la région, par exemple) ainsi que la capacité d'emprunt des ménages. Si la surévaluation des prix cessait rapidement, la correction qui aurait lieu serait trois fois plus importante que celle du début des années 1990. Il faut toutefois un catalyseur pour déclencher une forte correction. Deux principaux événements peuvent jouer ce rôle, soit une hausse marquée du chômage ou une hausse importante des taux d'intérêt. Aucun des deux n'est dans la boule de cristal des prévisionnistes pour 2012 ou 2013. C'est pourquoi notre scénario de base prévoit une diminution graduelle des ventes et une contraction des prix au cours des années à venir. Il ne faut quand même pas sous-estimer la situation. Reconnaissons qu'elle a donné lieu à un important déséquilibre qui menace réellement l'économie canadienne à moyen terme. Ce déséquilibre porte à croire qu'il serait prudent d'adopter d'autres mesures pour ralentir la croissance des prêts.

### La surévaluation immobilière se concentre dans certains marchés

Il faut également préciser que ce déséquilibre semble sévir dans certaines régions plus que d'autres, au pays. Si on applique le critère de l'abordabilité pour les acheteurs locaux, Vancouver est sans conteste le marché le plus à risque. Le problème, c'est que ce critère ne revêt aucune pertinence pour les acheteurs étrangers qui considèrent la ville de la côte pacifique comme un endroit intéressant où habiter ou investir. Le marché torontois de la copropriété est aussi source de préoccupation, à cause principalement de l'essor qu'y connaît la construction de ce type de logement. Les tours résidentielles achevées, le marché pourra-t-il absorber l'arrivée de nouveaux logements à vendre et les propriétaires d'immeubles de placement trouveront-ils des locataires? À en croire certains modèles d'évaluation immobilière, d'autres villes sont à risque, comme Québec et Montréal. Cependant, exception faite de certaines villes, il est naturel de supposer que l'éventuelle hausse à venir des taux d'intérêt, extrêmement bas actuellement, causera une commotion sur l'ensemble des marchés immobiliers.

### La faiblesse soutenue des taux d'intérêt à l'origine d'un endettement excessif des ménages

L'augmentation de la dette des ménages inquiète beaucoup, également. Bien que d'habitude,



chez les Canadiens, l'endettement personnel évoque instantanément les cartes de crédit, le gros de la croissance de l'endettement depuis dix ans est attribuable aux prêts immobiliers garantis que sont, par exemple, les prêts hypothécaires traditionnels et les produits financiers tels que les marges de crédit hypothécaires. Le taux d'endettement par rapport au revenu disponible est dorénavant supérieur à 150 %. Bien que ce chiffre ait diminué au quatrième trimestre de 2011, l'endettement s'est tout de même alourdi de 6,1 % sur douze mois. La diminution du ratio est due à une progression verticale du revenu des entreprises non constituées en société, inclus dans le revenu personnel, et des revenus agricoles, de nature souvent temporaire. Le taux d'endettement par rapport au revenu disponible est voué à augmenter au cours des prochains trimestres et devrait atteindre le pic de 160 % qu'ont connu les États-Unis et le Royaume-Uni avant les corrections survenues sur leurs marchés immobiliers fin 2013. Même si, comme je le signalais dans une analyse de Perspective en janvier ([Les implications d'un ratio d'endettement des particuliers élevé](#)), le ratio d'endettement n'est qu'une petite indication du risque financier dans son sens large, il nous informe que les ménages sont plus endettés et plus vulnérables qu'avant aux chocs économiques ou financiers.

Les Services économiques TD ont mis en garde, pendant un certain temps, contre les risques d'une surévaluation immobilière et d'un endettement des ménages. La Banque du Canada en a aussi fait état dans ses allocutions, dans sa publication Revue du système financier et dans son récent communiqué sur sa décision relative aux taux d'intérêt. Le gouvernement du Canada, qui a reconnu ces risques, doit être félicité pour avoir resserré la réglementation sur l'assurance hypothécaire trois fois ces dernières années. N'eût été les mesures gouvernementales, le ratio d'endettement des particuliers atteindrait aujourd'hui 160 %. Les Canadiens ne sont pas restés sourds aux avertissements. La progression de l'endettement des particuliers en 2011 a d'ailleurs ralenti, pour s'établir à la moitié de son taux de croissance des deux années d'avant la récession. Malgré le réconfort d'un pareil ralentissement, la croissance des emplois et des revenus sera modérée au cours des douze prochains mois, avec comme implication un alourdissement graduel de la dette des ménages avec le temps.

La question est de savoir si l'intervention d'autres mesures s'impose. Si rien ne peut être fait pour contrer le déséquilibre de l'immobilier et de l'endettement des particuliers qui s'est créé, des mesures peuvent être prises pour l'empêcher de s'accroître.

Ce qui essentiellement incite à investir dans l'immobilier, c'est l'actuelle faiblesse des taux d'intérêt, qui rend de nombreux marchés attractifs et abordables. Toutefois, la Banque du Canada est coincée. D'un côté, elle doit fixer le taux de financement à un jour à un niveau qui convienne pour l'ensemble de l'économie. Et les perspectives d'une seule croissance économique graduelle exigent qu'il soit d'environ 1,00 %. Qui plus est, la Réserve fédérale américaine a indiqué s'attendre à maintenir les taux d'intérêt américains à court terme légèrement au-dessus du zéro jusqu'à fin 2014. Le fait que la Banque du Canada hausse les taux d'intérêt alors que la Fed est dans l'attente rendrait les liquidités et les obligations canadiennes plus intéressantes pour les investisseurs, ce qui propulserait le huard davantage au-dessus de la parité avec le billet vert en donnant lieu à un ralentissement de la croissance économique. Ce scénario suppose que les taux d'intérêt canadiens demeureront à des niveaux extrêmement bas un certain temps.

On m'a souvent demandé, à l'occasion d'exposés que j'ai donnés, pourquoi les institutions financières ne peuvent tout simplement pas s'entendre pour prêter moins. Parce que ce serait de la collusion et que c'est illégal. Aussi, pour ce qui est des services financiers, le Canada dispose d'un



marché très concurrentiel. Les taux hypothécaires promotionnels proposés au début de 2012 sont évidemment un outil pour élargir les parts de marché. En termes simples, il est impossible que des prêteurs individuels restreignent la croissance de la dette par d'importantes mesures unilatérales dans le marché d'aujourd'hui. La férocité de la concurrence rend également compte du fait que les prêteurs canadiens peuvent financièrement supporter une correction du marché immobilier.

### **Un risque limité pour le système financier, mais inquiétant pour l'économie**

Le système financier canadien est plus solide. Les institutions financières détiennent d'importantes quantités de capitaux garantes de leur solvabilité, même dans le cas de contextes économique et financier des plus négatifs. Des tests de résistance sont régulièrement menés afin d'évaluer la réaction à des simulations de situations extrêmement défavorables, y compris une dévaluation immobilière brutale. Aussi, une grande partie des prêts liés à l'immobilier sont assurés. Par conséquent, les institutions financières peuvent continuer d'offrir aux ménages d'intéressants incitatifs pour emprunter, sans mettre indûment en danger leur solvabilité.

C'est à l'ensemble de l'économie que le niveau élevé d'endettement des consommateurs et la surévaluation immobilière posent le plus grand risque. Dans son dernier rapport annuel sur le Canada, le Fonds monétaire international indique que « des chocs macroéconomiques négatifs [...] pourraient avoir pour conséquence la perte d'un grand nombre d'emplois, le resserrement des conditions de prêt et une baisse du prix des habitations, ce qui entraînerait une longue période de faible consommation, alors que les ménages réduiraient leurs dettes ». Ne nous y méprenons pas : la réunion de toutes ces forces causerait probablement une récession.

Une correction du marché immobilier toucherait l'économie par plusieurs biais. D'abord, le secteur de la construction se contracterait. Ensuite, il y aurait une baisse des dépenses de consommation, qui comptent actuellement pour 63 % de l'économie. Cette baisse résulterait des répercussions d'une diminution de la confiance des consommateurs et de la richesse des ménages. Il y a fort à parier que les pertes sur prêts essuyées par les prêteurs donneraient lieu à un resserrement des modalités d'emprunt, ce qui s'ajouterait aux éléments qui dissuaderaient les ménages à dépenser.

Nombreux sont ceux qui connaissent le concept des cycles économiques qui caractérisent le comportement des économies dans le temps. Une reprise est suivie d'une expansion, au cours de laquelle des déséquilibres économiques se créent. À un moment donné se produit un choc, aux manifestations variées : ce peut être une accélération de l'inflation, un choc pétrolier ou une hausse prononcée des taux d'intérêt. Le choc provoque un ralentissement économique, qui élimine du système les déséquilibres. Au moment où le choc économique et financier mondial a frappé le Canada en 2008, le pays a eu la chance de n'avoir aucun grand déséquilibre national. Ce qui est particulièrement troublant aujourd'hui est de savoir que le contexte de faibles taux d'intérêt persistants a été à l'origine de déséquilibres, ayant rendu l'économie canadienne vulnérable à une hausse des coûts du service de la dette et à un relâchement des conditions du marché de l'emploi. Lorsque la Banque du Canada finira par porter les taux d'intérêt à un niveau plus normal, soit de deux à trois points de pourcentage supérieurs aux taux d'aujourd'hui, il y a des chances que la hausse crée un choc pour de nombreux Canadiens. Selon nos estimations, quand les taux d'intérêt auront retrouvé un niveau plus normal, plus de un million de ménages canadiens (grosso modo 10 % des ménages actuellement endettés) devront consacrer pas moins de 40 % de leurs revenus au remboursement mensuel de leurs dettes, un niveau qui place les ménages dans une situation



---

financièrement vulnérable, d'après la Banque du Canada. Et ce chiffre augmentera si la dette continue de progresser à son rythme actuel.

### **L'application de mesures supplémentaires serait prudente**

Cela donne à penser aux mesures qui pourraient être prises pour contrecarrer une autre accentuation du déséquilibre ou pour atténuer la réaction future à une majoration des taux d'intérêt. Une mesure possible consisterait à faire passer l'amortissement des prêts hypothécaires de 30 à 25 ans. Une autre mesure porterait sur l'introduction d'un taux d'intérêt plancher à appliquer à toute évaluation de l'état des revenus, un taux minimum de 5,50 % par exemple, pour décider de l'admissibilité à un prêt hypothécaire, sans égard à la période d'amortissement ni à la valeur du ratio. Cette mesure ne ferait pas changer le taux d'intérêt auquel l'acheteur conclut sa transaction, mais elle permettrait d'assurer que le consommateur pourra faire face à ses obligations financières dans un contexte de taux d'intérêt élevés. Un autre exemple consisterait à faire une évaluation plus rigoureuse de l'état des revenus avant l'octroi de toute marge hypothécaire, notamment en retenant comme critère la capacité du demandeur de rembourser sa marge de crédit sur une période de 20 ans, une façon de définir un montant maximal des marges de crédit consenties. Enfin, la mise de fonds initiale pourrait être haussée modestement, de 5 % à 7 %, par exemple.

Étant donné la perspective d'une croissance économique modeste et de l'existence de déséquilibres, des mesures musclées – comme la majoration substantielle du montant minimal de la mise de fonds, en le faisant passer à plus ou moins 10 % de la valeur de l'achat – ne conviennent pas. Un resserrement des normes devrait s'opérer de manière graduelle afin d'éviter une accentuation brutale des déséquilibres actuels. Il n'est donc pas recommandé que ces mesures soient appliquées dans leur ensemble. Il serait plus prudent d'assister à un mouvement constant et progressif exercé contre l'accumulation des dettes des ménages et contre l'appréciation des prix de l'immobilier. Ces mesures dont nous avons parlé sont, sans exception, toutes indiquées pour le long terme et non uniquement pour la conjoncture actuelle.

*Craig Alexander*  
*416-982-8064*  
*craig.alexander@td.com*

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.

