

Prix des maisons : le Québec dans une bulle ?

*Pierre Emmanuel Paradis, économiste et président, et Julien Mc Donald-Guimond, économiste
3 mai 2021*

Depuis quelques semaines, les prix de l'immobilier sont sur toutes les lèvres, et pour cause. « *House prices are going ballistic* » titrait le prestigieux magazine The Economist le 10 avril dernier, citant une hausse moyenne en termes réels (donc, excluant l'inflation) de 5 % des prix des maisons dans 27 pays, soit la plus forte enregistrée depuis plus d'une décennie. Parmi cet ensemble, c'est au Canada que les prix ont le plus augmenté depuis 2000, s'étant multipliés par 2,7 fois au cours de la période¹. À Montréal, des hausses de prix annuelles variant entre 11 % et 17 % ont été enregistrées lors des quatre derniers trimestres de 2020 (versus 2019), puis ont été suivies d'un bond de 19 % au premier trimestre de 2021 (par rapport au même trimestre de 2020). Il est maintenant question d'achats suivant une visite d'une quinzaine de minutes, sans même faire inspecter les lieux par un professionnel reconnu². Qu'est-ce qui explique cette dynamique et faut-il s'en inquiéter ?

Plusieurs facteurs sont à l'origine de cet engouement. D'abord, les restrictions sanitaires mises en place pour contrer la pandémie de COVID-19 ont grandement limité les possibilités d'activités sociales, ainsi que les dépenses qui y sont associées. Ce faisant, le rôle du logement s'est considérablement bonifié, servant à la fois de zone sanitaire sécurisée et de lieu de travail ou de scolarisation, ainsi que d'unique option de restaurant, de centre de divertissement et même de destination vacances. Ces mêmes changements forcés à nos habitudes de vie et de consommation ont également conduit à une hausse de l'épargne, permettant le remboursement de dettes et l'accumulation d'économies. Bon nombre de ménages ont alors cherché à améliorer leur situation résidentielle pour refléter ces nouvelles réalités, dont certaines pourraient subsister même lorsque la pandémie aura été maîtrisée.

Par ailleurs, d'autres réalités économiques présentes avant la pandémie, entre autres un chômage faible, l'émergence pré-pandémique du télétravail et de bas taux d'intérêt, contribuaient déjà à une croissance rapide des prix des maisons.

Dans ce contexte, cette analyse présente nos réflexions sur deux questions principales :

1. Les Québécois ont-ils perdu la tête ? Achètent-ils des maisons à des prix trop élevés et susceptibles de compromettre leur marge de manœuvre financière ou leur capacité d'épargner ?
2. Les prix vont-ils poursuivre leur ascension ou, au contraire, baisser fortement au cours des mois à venir ?

¹ Economist.com, *Global house prices Our interactive guide to housing data across the world.*

² Vailles F. *Quand l'État doit-il agir ?* La Presse, 24 avril 2021.

Question 1 : Les Québécois ont-ils perdu la tête ?

Réponse : en cette fin de premier trimestre 2021, les Québécois n'avaient pas encore perdu la tête... mais presque !

Pour analyser ceci, nous avons extrait les données historiques de 2006 à 2021 (premier trimestre) sur les prix des maisons, mais aussi d'autres variables macroéconomiques, notamment les taux d'intérêt hypothécaires et le revenu disponible des ménages. À partir de ces données, nous avons analysé l'évolution du prix des maisons, puis calculé dans quelle mesure les acheteurs pouvaient se les offrir compte tenu de l'environnement économique actuel.

D'abord, les prix de l'immobilier se sont fortement appréciés au cours de l'année 2020 et en début de 2021, et ce, bien au-delà de la croissance du revenu disponible. Tandis que les prix des maisons dans la région métropolitaine de Montréal représentaient environ 4,6 fois le revenu disponible d'un ménage québécois moyen entre 2010 et 2017, ce ratio a bondi à 5,8 au premier trimestre de 2021 (Figure 1). Bien que cette hausse se soit amorcée avant le début de la pandémie, soit depuis le début de 2018 environ, la hausse des prix a été nettement plus marquée depuis un an, en plus d'avoir été plus volatile.

Figure 1. Ratio du prix moyen des maisons dans la région de Montréal sur le revenu disponible moyen d'un ménage québécois, T1 2006 à T1 2021

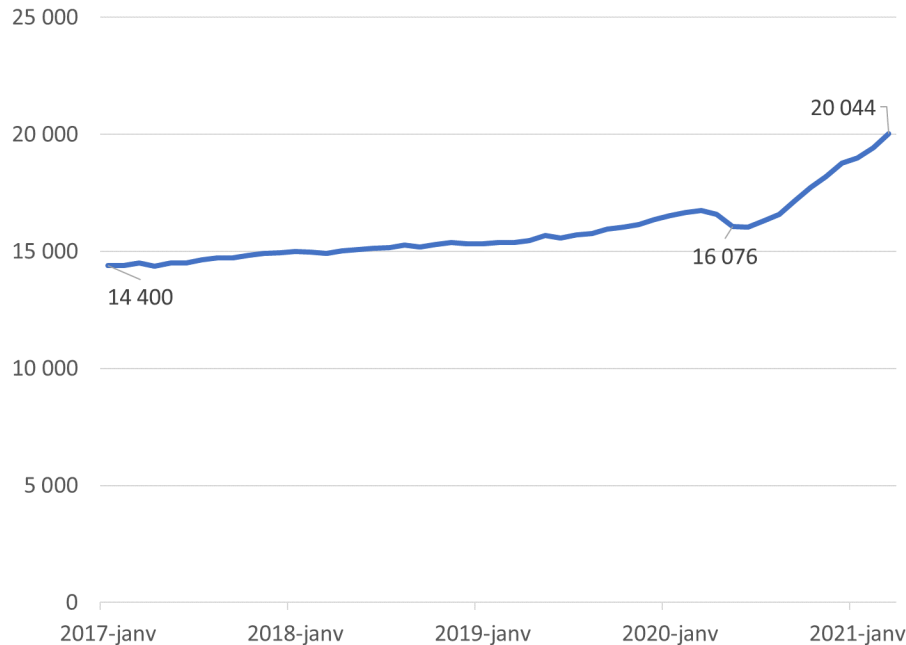


Sources : Association canadienne de l'immeuble (prix immobiliers), Institut de la statistique du Québec (revenu disponible) et Statistique Canada (salaire hebdomadaire moyen, population de 15 à 64 ans et nombre de ménages).

Le nombre de ventes immobilières a aussi augmenté au cours des derniers mois (Figure 2). Après avoir diminué au début de 2020, alors que tous faisaient de leur mieux pour s'ajuster au choc de

la pandémie, les ventes ont crû beaucoup plus rapidement, soit de 16 076 ventes par mois en mai (moyenne mobile rétrospective des 12 derniers mois) à plus de 20 000 en mars 2021 (+ 25 %).

Figure 2. Nombre de ventes immobilières par mois au Québec, moyenne mobile rétrospective sur 12 mois, janvier 2017 à mars 2021



Source : Registre foncier du Québec. La moyenne mobile 12 mois permet d'atténuer la forte saisonnalité des ventes de maisons au Québec, ce qui fait ressortir la tendance moyenne de la dernière année.

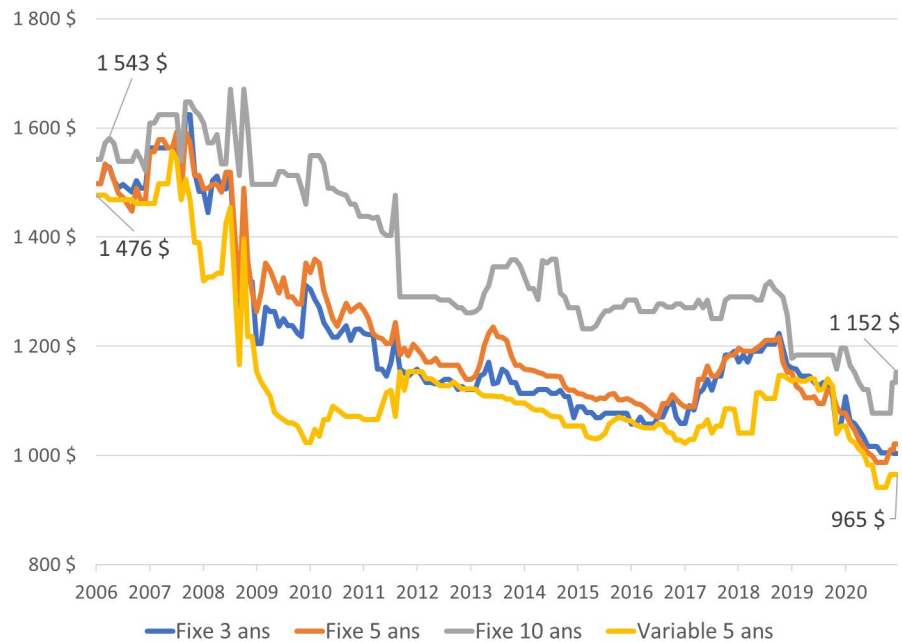
Ces fortes croissances simultanées des prix et du nombre de transactions signalent une forte hausse de la demande. Toutefois, avant de déclarer qu'une bulle se développe au sein d'un marché, il convient d'observer les facteurs et conditions favorables pouvant expliquer cet engouement récent pour le marché immobilier³.

Tout d'abord, les taux d'intérêt hypothécaires jouent un rôle fondamental dans la détermination du pouvoir d'achat des ménages pour une maison car, pour un emprunt hypothécaire donné, une baisse des taux d'intérêt signifie que les paiements mensuels à réaliser seront moindres.

La Figure 3 illustre l'effet de la baisse tendancielle des taux hypothécaires sur le pouvoir d'achat des ménages entre 2006 et 2021. Spécifiquement, elle présente l'évolution du coût mensuel d'une hypothèque de 250 000 \$ ayant un terme de 25 ans pour les différents types de taux offerts par les institutions financières.

³ Dufour R. « Les bulles les plus destructrices sont celles en immobilier résidentiel » La Presse, 24 avril 2021.

Figure 3. Évolution du coût mensuel d'une hypothèque de 250 000 \$, terme de 25 ans, mai 2006 à avril 2021



Source : ratehub.ca, calculs des auteurs.

Le niveau du taux d'intérêt fait une différence substantielle sur le coût mensuel des paiements hypothécaires. Alors qu'un ménage empruntant 250 000 \$ en 2006 devait supporter un coût mensuel variant de 1 476 \$ à 1 543 \$, il ne suffirait aujourd'hui que d'environ 965 \$ à 1 152 \$ par mois pour soutenir la même hypothèque⁴. Cette économie de 400 \$ à 500 \$, variable selon le type de taux choisi et (surtout) récurrente à chaque mois, représente une économie considérable pour la majorité des ménages québécois.

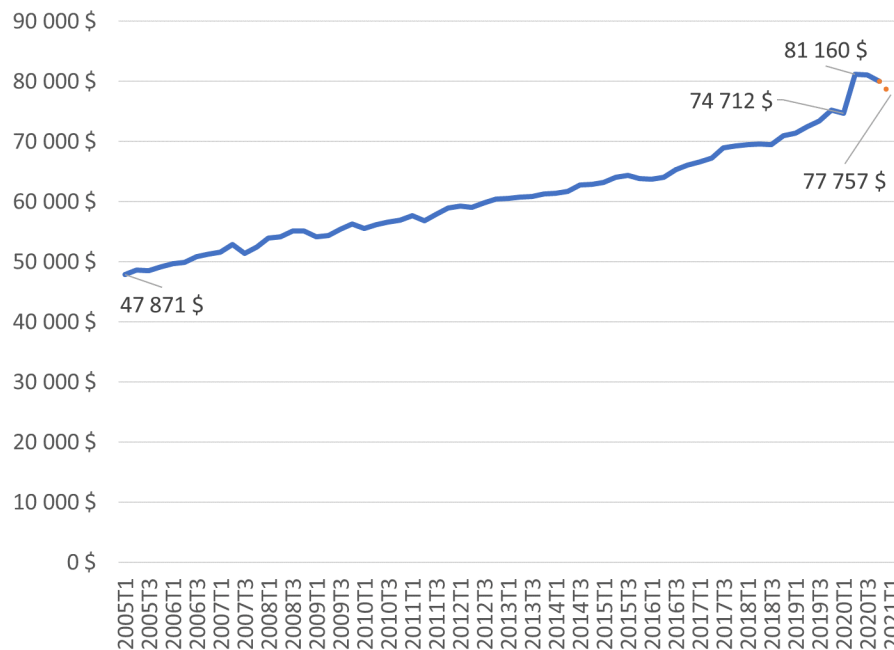
Un autre déterminant majeur de la demande immobilière est le revenu disponible des ménages. Bien que la pandémie de COVID-19 et les mesures sanitaires qui y sont rattachées aient fait chuter l'emploi dans plusieurs secteurs, un large pan de l'économie a pu se relever rapidement et redémarrer ses activités. De plus, le revenu disponible ne se compose pas uniquement des revenus d'emploi : les revenus nets de placement, les héritages, les emprunts auprès de parents et, particulièrement cette dernière année, les transferts gouvernementaux entrent tous dans le revenu final disponible des familles.

Un simple coup d'œil au revenu disponible des ménages québécois permet de constater qu'il s'est non seulement maintenu, mais même fortement apprécié depuis le début de la pandémie (Figure 4). Si plusieurs facteurs se cachent derrière cette augmentation, l'un des principaux est sans contredit la hausse sans précédent de 49 % des transferts versés aux ménages lors du deuxième trimestre de 2020, reflétant l'ampleur considérable des mesures d'aide

⁴ Les hypothèses de calcul du coût de l'hypothèque sont les suivantes : emprunt de 250 000 \$, amortissement sur 25 ans et intérêts composés mensuellement.

gouvernementale consenties pour atténuer les conséquences économiques négatives de la pandémie.

Figure 4. Revenu disponible moyen des ménages québécois, T1 2005 à T1 2021

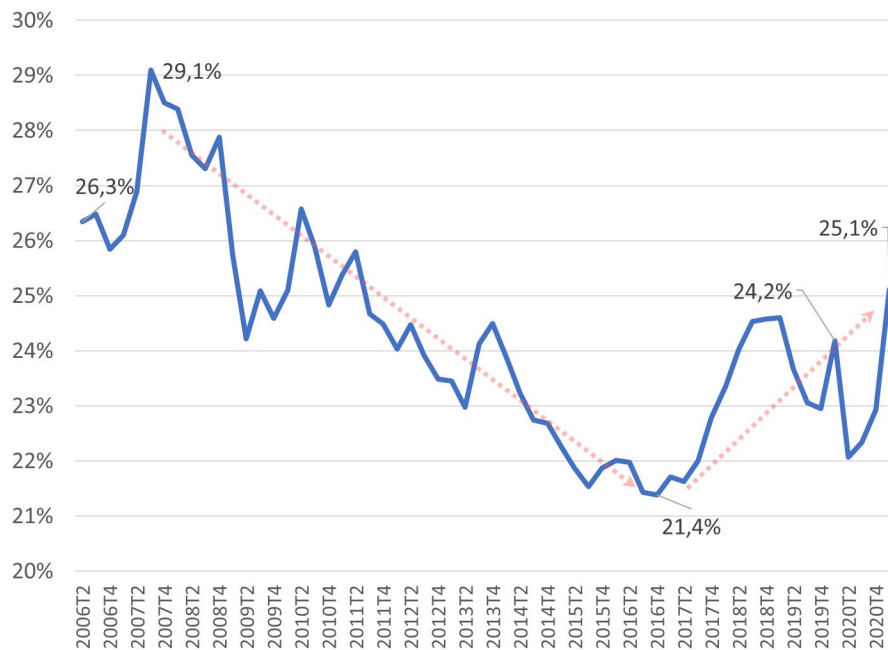


Sources : Institut de la statistique du Québec (revenu disponible) et Statistique Canada (salaire hebdomadaire moyen, population de 15 à 64 ans et nombre de ménages). La donnée du premier trimestre de 2021 est une projection basée sur l'évolution observée du salaire hebdomadaire moyen au cours de ce même trimestre.

Comment déterminer alors si la hausse récente de l'activité immobilière est soutenue par des facteurs logiques et raisonnés, ou s'il s'agit du premier signe d'une bulle à venir ? La manière la plus intuitive de synthétiser ces différents phénomènes est de calculer le ratio moyen entre le coût d'une hypothèque et le revenu personnel disponible des ménages québécois. En bout de piste, c'est cet indicateur qui détermine le véritable fardeau hypothécaire auquel font face les nouveaux acheteurs.

La Figure 5 illustre l'évolution de ce ratio depuis le 2^{ème} trimestre de 2006 pour une hypothèque de 25 ans représentant 90 % du prix moyen d'une maison dans la région de Montréal à un taux d'intérêt fixe de 5 ans. Depuis les sommets atteints en 2007-2008, le fardeau hypothécaire moyen avait suivi une longue tendance à la baisse jusqu'en 2017, passant alors d'environ 29 % à un peu moins de 22 %. Ce ratio était ensuite remonté autour de 24 % en 2018-2019, alors que l'économie québécoise roulait rondement et qu'à la fois les prix des maisons et les taux hypothécaires s'appréciaient. Le fardeau hypothécaire est ensuite descendu jusqu'à 22 % au milieu de 2020, mais est depuis brusquement remonté depuis, soit à environ 25 % au premier trimestre de 2021 – son plus haut niveau depuis une décennie.

Figure 5. Ratio du coût moyen d'une hypothèque sur le revenu personnel disponible des ménages, T2 2006 à T1 2021



Sources : Association canadienne de l'immeuble (prix immobiliers), Institut de la statistique du Québec (revenu disponible), Statistique Canada (salaire hebdomadaire moyen, population de 15 à 64 ans et nombre de ménages), ratehub.ca (taux hypothécaires). Calculs des auteurs.

Le fait que ce ratio n'ait pas beaucoup augmenté en première moitié de 2020, mais qu'il ait plutôt légèrement baissé, signifie qu'ensemble, la hausse du revenu disponible et la baisse des taux d'intérêt ont plus que compensé la forte croissance des prix de l'immobilier jusqu'à ce moment. Par conséquent, l'engouement d'alors pour le marché immobilier ne serait pas illogique, dans la mesure où notre lieu de vie revêt une plus grande importance qu'auparavant, il y a beaucoup d'épargne accumulée dans l'économie et les emprunts hypothécaires sont devenus relativement plus abordables.

Cela dit, en ce début de mai 2021, donc presque un an plus tard, la situation a beaucoup changé. Le fardeau hypothécaire s'élève désormais à 25 %, son plus haut niveau depuis 2011, et les prix des maisons ont poursuivi leur ascension rapide. Outre la hausse de 19 % du prix moyen d'une résidence à Montréal au premier trimestre de 2021 par rapport à l'année précédente, les témoignages s'accumulent à l'effet que les acheteurs se bousculent pour miser sur les propriétés disponibles, souvent sans procéder à l'ensemble des vérifications d'usage pour un tel achat. Le tout est exacerbé par un nombre de nouvelles maisons mises en vente qui demeure trop faible pour répondre à la demande⁵.

En contrepartie, le revenu disponible des ménages pourrait souffrir de l'arrêt anticipé du soutien

⁵ Au premier trimestre de 2021, le ratio du nombre de ventes sur les nouvelles inscriptions était toujours supérieur au seuil jugé problématique par la Société canadienne d'hypothèque et de logement (SCHL).

gouvernemental lié à la pandémie. De plus, même si la Banque du Canada ne semble pas vouloir hausser les taux d'intérêt dans un avenir rapproché, toute augmentation future, même si elle est faible, pourrait affecter significativement la capacité de payer de plusieurs ménages.

Par conséquent, plusieurs acteurs économiques ont exprimé (avec raison) leurs inquiétudes face à la récente embellie du marché immobilier et à ses conséquences possibles si elle devait se poursuivre et s'aggraver au cours des prochains mois. La section suivante aborde les dernières prévisions de l'évolution des prix du marché pour 2021.

Question 2 : Les prix vont-ils poursuivre leur ascension ou, au contraire, baisser fortement au cours des mois à venir ?

Réponse : même si tout est possible, le scénario le plus réaliste est une poursuite de la croissance des prix jusqu'en 2023, mais à un rythme nettement plus modéré

The Economist a publié une analyse prévisionnelle internationale couvrant l'horizon 2021 à 2023 et décortiquant l'influence des principaux facteurs des variations de prix des maisons dans 27 pays⁶. Pour le Canada, une hausse annuelle moyenne de 3,5 % en termes réels est attendue sur deux ans (2021-2023), donc environ 5,5 % en termes nominaux, avec une plus forte hausse la première année. L'intervalle de confiance entourant la prévision indique néanmoins que la hausse pourrait être plus forte ou, au contraire, une baisse (réelle) des prix pourrait être observée, notamment en 2023.

La même analyse identifie également cinq facteurs pouvant avoir une influence sur le prix futur des maisons, ainsi que l'ampleur et le sens de cette influence durant les deux années de la période de prévision (Tableau 1).

Tableau 1. Effet d'une variation de divers facteurs sur le prix réel futur des maisons, points de pourcentage

	Année 1	Année 2
Revenu des ménages	+0,84	+0,50
Chômage	-0,35	-0,82
Taux d'intérêt	-0,51	-0,50
Abordabilité	0	0,32
Mises en chantier	-0,03	+0,01

Source : The Economist, prévisions internationales des hausses des prix des maisons, résultats pour 16 « pays riches », 10 avril 2021. Ces résultats montrent l'ampleur de la variation du prix réel des maisons découlant d'une variation donnée (augmentation à hauteur d'un écart-type) de ces différents facteurs. L'abordabilité est définie comme étant le prix des maisons relativement aux revenus et loyers (« *homes cost relative to incomes and rents* »).

À court terme, la variable la plus influente est le revenu des ménages, suivi des taux d'intérêt puis du taux de chômage. En se projetant dans deux ans, le chômage aura alors la plus grande

⁶ *Our house-price forecast expects the global rally to lose steam*, édition du 10 avril 2021.

importance, suivi à égalité par le revenu et les taux d'intérêt (quoique leurs influences soient en sens opposés) et, dans une moindre mesure, l'abordabilité des maisons.

En transposant ces résultats au Québec, il est possible de s'attendre aux effets suivants. D'abord, selon les données récentes de Royal LePage, le Québec serait la principale région canadienne de surchauffe des prix⁷. De plus, les taux d'intérêt ne devraient pas varier significativement à court terme⁸, tandis que les deux autres variables (abordabilité et mises en chantier) ne devraient pas changer la donne au cours de la prochaine année. Par conséquent, le revenu des ménages et le taux de chômage seront les deux variables à surveiller au cours des prochains mois. En date d'aujourd'hui, la fin des mesures de soutien du revenu devrait limiter sa croissance en 2021, tandis que le taux de chômage (8,9 % en 2020) devrait graduellement redescendre vers son niveau d'avant-pandémie (5,1 % en 2019).

D'autres prévisionnistes ont également abordé la question des prix de l'immobilier pour le marché canadien en 2021. Ainsi, Royal LePage s'avère plutôt optimiste, anticipant une hausse nominale de 13,5 % au Canada cette année (16,0 % pour Montréal). Desjardins l'est encore davantage, avec une hausse prévue de 19,4 % des prix sur le marché québécois de la revente en 2021. En revanche, l'Association professionnelle des courtiers immobiliers du Québec anticipe une hausse plus modeste de 5 % pour les prix médians en 2021.

Quant à la pérennité de telles hausses de prix et de volumes de ventes, le comportement historique du marché immobilier démontre qu'il est possible d'anticiper les volumes attendus de reventes de maisons à partir d'indicateurs fondamentaux comme l'emploi et le fardeau hypothécaire. Lorsque le nombre de maisons vendues dépasse largement la tendance suggérée par ces facteurs fondamentaux, une correction à la baisse est à prévoir⁹ ; toutefois, le moment précis de cette inversion de tendance est pratiquement imprévisible.

Les écarts entre les volumes de ventes et leur projection selon les facteurs fondamentaux permettent aussi d'anticiper la croissance des prix. Ainsi, plus le nombre de ventes observées dépasse le niveau suggéré par ces facteurs fondamentaux, plus la croissance des prix tend à s'accélérer. Comme l'offre de logements peut difficilement s'ajuster à court terme (délais de construction, limites d'espace disponible), toute hausse de la demande se reflète presque entièrement dans les prix des maisons. Inversement, un retour des ventes vers leur tendance projetée aura pour effet de ralentir la croissance des prix, et même dans les cas extrêmes d'engendrer une baisse de ceux-ci. En ce sens, la théorie économique explique bien les récentes augmentations des prix et des ventes de maisons. Elle prédit aussi que le retour des ventes vers le niveau cohérent avec les facteurs fondamentaux arrivera un jour, bien qu'à une date difficile à prévoir.

⁷ Royal LePage, *Tendances du marché immobilier canadien 2021 Prévisions de Royal LePage*.

⁸ Source : Banque du Canada, lien Internet : <https://www.banqueducanada.ca/2021/04/fad-communique-2021-04-21/>.

⁹ Webley (2018). *Fundamental Drivers of Existing Home Sales in Canada*. Banque du Canada, Document d'analyse du personnel 2018-16.

Conclusion et réflexions additionnelles

Dans un contexte de bulle spéculative, les ménages anticipant des hausses importantes et imminentes de prix se dépêchent de réaliser des transactions, parfois dans des conditions sous-optimales et à des prix déjà élevés. Cela incite d'autres ménages à faire de même pour « profiter » des prix qui gonflent, puis d'autres encore espérant la même chose, etc. À l'extrême, cette dynamique engendre des niveaux de prix trop élevés, donc déconnectés des réalités économiques présentes. Dans un tel cas, après un certain temps, la surévaluation devient évidente, la bulle « éclate » et plusieurs ménages se retrouvent avec un actif payé trop cher et qu'ils n'ont pas les moyens de rembourser, ni de revendre sans y perdre au change.

Dans le cas présent, les prix des maisons et le nombre de transactions augmentent beaucoup plus rapidement que leur rythme historique, ce qui s'apparente à une bulle de prix – notamment au regard des données du premier trimestre 2021¹⁰. Toutefois, plusieurs facteurs conjoncturels exceptionnels contribuent à cette dynamique, soit de très bas taux d'intérêt et une pandémie qui a vu les ménages bénéficier de généreux transferts gouvernementaux et d'un taux d'épargne en forte hausse. Résultat : en ce début d'année 2021, le fardeau hypothécaire oscillant autour des 22 % à la mi-année 2020 a crû de 3 points de pourcentage en seulement trois trimestres, s'établissant présentement à 25 %, soit davantage que sa moyenne des 15 dernières années (24,3 %). Cela signifie qu'en date de mars 2021, les ménages disposaient encore de la capacité de payer pour acheter les maisons à ces prix élevés, mais il s'en faudrait de peu pour atteindre une zone critique.

Cela dit, nous voilà rendus au début du mois de mai, avec des prix élevés qui ne pourront pas continuer longtemps d'augmenter à un tel rythme. Dans ce contexte, la pertinence d'une éventuelle intervention gouvernementale pour freiner les ardeurs du marché semble croître de jour en jour.

À notre avis, il semble que les hausses récentes des prix découlent en majeure partie des facteurs contextuels cités plus haut et de l'engouement causé par cette croissance, et non d'une réglementation trop laxiste ou insuffisante. Entre autres, les règles hypothécaires canadiennes ont été plusieurs fois resserrées ces dernières années (ex. ratio d'endettement maximal, mise de fonds minimale, test de solvabilité basé sur le taux hypothécaire le plus élevé plus 2 %), réduisant alors les risques de prêts hypothécaires insolubles. Pour donner un contre-exemple, la crise américaine de 2008-2009 avait été alimentée par des hypothèques couvrant 100 % de la valeur de la propriété, à haut risque (« *subprime* ») et amalgamées dans des instruments financiers exacerbant ce risque (les fameuses « *mortgage-backed securities* »), soit autant d'ingrédients ayant fait gonfler, puis éclater leur bulle immobilière.

Néanmoins, pour éviter les excès et les abus possibles du marché dans un contexte aussi volatil,

¹⁰ Un autre indicateur important pour évaluer le risque d'une bulle immobilière est le ratio entre le prix des logements mis en vente et le montant auquel ces mêmes logements peuvent être loués. Toutefois, une telle analyse nécessiterait des données historiques sur les loyers affichés, qui ne semblent pas exister pour le moment.

les gouvernements, les associations professionnelles et les organismes réglementaires pourraient considérer diverses mesures visant une plus grande transparence de l'information et un frein à la spéculation, telles que, par exemple, l'obligation d'une inspection professionnelle avant l'achat ; l'introduction de règles décourageant les reventes successives d'une même propriété à l'intérieur d'un court délai ; ou encore une plus grande transparence des offres reçues et du prix final de vente.

À tout événement, les réalités macroéconomiques précitées montrent des signaux inquiétants et doivent faire partie des informations pertinentes à considérer dans l'analyse de la situation et des interventions possibles. Également, avant d'instaurer tout changement réglementaire ou législatif, il faudrait s'assurer qu'il soit nécessaire, que sa ou ses cibles soient les bonne(s) et que cela permette d'éviter des abus observés et non sanctionnés par les règles actuelles. De plus, les réalités concrètes du terrain et l'opinion des spécialistes du marché de l'immobilier devraient aussi être prises en compte, afin d'anticiper les avantages et les coûts de toute intervention envisagée.