Documents de travail du Département des Affaires
économiques de l'OCDE No. 1145

Restructurer les marchés
canadiens du logement :
Financements, accessibilité
financière et étalement
urbain

Calista Cheung

<https://dx.doi.org/10.1787/5jz0zbcdpq37-fr>

DEPARTEMENT DES AFFAIRES ECONOMIQUES

**RESTRUCTURER LES MARCHES CANADIENS DU LOGEMENT : FINANCEMENTS,
ACCESSIBILITÉ FINANCIÈRE ET ÉTALEMENT URBAIN**

DÉPARTEMENT DES AFFAIRES ÉCONOMIQUE DOCUMENT DE TRAVAIL No. 1145

Par Calista Cheung

Les documents de travail de l'OCDE ne doivent pas être présentés comme exprimant les vues officielles de l'OCDE ou de ses pays membres. Les opinions exprimées et les arguments employés sont ceux des auteurs.

Accord pour publication donné par Robert Ford, Directeur Adjoint, Branche Études Pays, Département des Affaires économiques.

Les Documents de travail du Département des Affaires économiques sont disponibles sur notre site Internet : www.oecd.org/eco/documentsdetravail

JT03360588

Document complet disponible sur OLIS dans son format d'origine

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice du statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

Les documents de travail de l'OCDE ne doivent pas être présentés comme exprimant les vues officielles de l'OCDE ou de ses pays membres. Les opinions exprimées et les arguments employés sont ceux des auteur(s).

Les documents de travail exposent des résultats préliminaires ou des travaux de recherche en cours menés par l'auteur/les auteurs et sont publiés pour stimuler le débat sur un large éventail de questions sur lesquelles l'OCDE travaille.

Les commentaires sur les documents de travail sont les bienvenus et peuvent être adressés au Département des Affaires économiques, OCDE, 2 rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France ou à l'adresse mél. suivante : eco.contact@oecd.org

Ce document et toute carte qu'il peut comprendre sont sans préjudice au statut de tout territoire, de la souveraineté s'exerçant sur ce dernier, du tracé des frontières et limites internationales, et du nom de tout territoire, ville ou région.

© OECD (2014)

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org.

ABSTRACT/RÉSUMÉ

Restructurer les marchés canadiens du logement : financements, accessibilité financière et étalement urbain

Les prix des logements ont sensiblement augmenté au Canada au cours des dix dernières années, portant la dette des ménages et la construction de logements à des points hauts historiques. Bien que le durcissement de la politique macroprudentielle ait ralenti la croissance des emprunts des ménages ces dernières années, l'évolution à la hausse des prix de l'immobilier d'habitation s'est poursuivie, et l'accessibilité financière du logement demeure un problème majeur dans les centres urbains. Les primo-accédants doivent par conséquent consacrer une part plus importante de leurs revenus à l'achat de leur logement et sont exposés à de futures hausses des taux d'intérêt. La construction excessive de logements en copropriété dans quelques grandes villes semble constituer un facteur de risque, en particulier s'il y avait une correction majeure des prix sur ce segment qui se répercuterait sur d'autres compartiments du marché. Le pays bénéficie d'un système de financement du logement efficace et sain, qui a bien fonctionné tout au long de la crise financière mondiale grâce à un cadre solide de surveillance financière et à la garantie explicite de l'État dont bénéficie le marché hypothécaire. Néanmoins, la position dominante occupée par la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), une société d'État, sur le marché de l'assurance prêt hypothécaire se traduit par la concentration d'un volume de risques important au niveau des finances publiques. Une amélioration des conditions de concurrence sur le marché de l'assurance prêt hypothécaire pourrait contribuer à une diversification de ces risques et à une réduction des éléments de passif éventuel assumés par les contribuables, tandis qu'une limitation de la couverture des pertes sur prêts permettrait d'obtenir un meilleur équilibre entre les intérêts individuels et collectifs. Il est possible que plusieurs villes pâtissent d'une pénurie de logements locatifs, en particulier dans la gamme des biens immobiliers accessibles pour les ménages à faibles revenus. Les politiques d'urbanisme se sont traduites par des zones d'habitation peu denses qui contribuent au niveau relativement élevé des émissions de carbone liées aux transports. Pour remédier à ces externalités, il faut renforcer les signaux-prix en matière d'aménagement foncier, d'utilisation des routes, de congestion et de stationnement, tout en intégrant mieux la planification des transports en commun. Pour empêcher que les ménages à faibles revenus ne soient marginalisés, il faudrait que les politiques d'aménagement favorisent la mixité sociale et incitent davantage le secteur privé à construire des logements abordables. Ce Document de travail se rapporte à l'*Étude économique de l'OCDE du Canada 2014* (www.oecd.org/eco/etudes/canada.htm).

Classification JEL : E02, E44, E61, G21, G22, G23, G28, H21, H42, H71, R14, R21, R31, R38, R48, R52, R58

Mots clefs : Logement, prix du logement, marché hypothécaire, financement du logement, réglementation financière, risque du système financier, titrisation de créances hypothécaires, réglementation macro-prudentielle, dette des ménages, prêts hypothécaires à risque (subprime), accessibilité, marchés locatifs, logement social, croissance compacte, étalement urbain, urbanisme, impôt foncier, utilisation du sol, redevance d'aménagement, densification

Deconstructing Canada's Housing Markets: Finance, Affordability and Urban Sprawl

House prices have increased significantly in Canada over the past decade, driving household debt and residential construction activity to historical highs. Although macro-prudential tightening has slowed the pace of household borrowing in the last few years, house prices have continued to trend higher, and affordability remains a major challenge in urban centres. First-time home buyers must therefore spend more of their incomes to purchase a house and are vulnerable to future interest rate hikes. Overbuilding in the condominium sectors of major cities appears to be a source of risk, especially if a major price correction in these segments spills over into other markets. The country benefits from a sound and effective housing finance system, which performed well throughout the global financial crisis thanks to strong regulatory oversight and explicit government backing of the mortgage market. Nonetheless, the dominance of the crown corporation CMHC in the mortgage insurance market concentrates a significant amount of risk in public finances. Improving competitive conditions in the mortgage insurance market could help diversify these risks and reduce taxpayer contingent liabilities, while introducing coverage limits on loan losses would better align private and social interests. There may be a shortage of rental housing in several cities, especially in the range that low-income households can afford. Urban planning policies have resulted in low-density residential development which contributes to relatively high transport-related carbon emissions. Addressing these externalities requires stronger pricing signals for land development, road use, congestion and parking, combined with better integration of public transit planning. To prevent the marginalisation of low-income households, planning policies should support social mix and increase incentives for private-sector development of affordable housing. This Working Paper relates to the 2014 *OECD Economic Review of Canada* (www.oecd.org/eco/economic-survey-canada.htm).

JEL classification codes: E02, E44, E61, G21, G22, G23, G28, H21, H42, H71, R14, R21, R31, R38, R48, R52, R58

Keywords: housing, house prices, mortgage markets, housing finance, financial regulation, financial system risk, mortgage securitisation, macro-prudential regulation, household debt, subprime, affordability, rental markets, social housing, compact growth, urban sprawl, urban planning, property tax, land use, development charge, densification

Table des matières

Restructurer les marchés canadiens du logement : financements, accessibilité financière et étalement urbain	6
Le niveau élevé des prix des logements et de l'endettement des ménages est une source de préoccupation7	
Les déséquilibres du marché du logement semblent localisés.....	12
Les niveaux élevés d'endettement accentuent la vulnérabilité des ménages.....	16
Évaluation des risques du secteur du logement pour le système financier.....	19
Facteurs de solidité du marché du logement avant et depuis la crise	19
Les restrictions à l'activité de prêt ont été assouplies.....	21
Une surveillance financière solide et l'intervention des pouvoirs publics ont soutenu le marché du logement tout au long de la crise	23
La réglementation du financement hypothécaire a été durcie depuis la crise.....	26
Le système de financement du logement semble reposer sur une structure saine	29
La demande de titrisation des créances hypothécaires doit continuer à être suivie attentivement	31
Ajustements visant à réduire les risques pour les contribuables et à améliorer la concurrence.....	32
L'accessibilité financière du logement s'est dégradée de façon disproportionnée pour les ménages modestes.....	34
Il pourrait y avoir une pénurie de logements locatifs abordables	36
Les politiques urbaines ont contribué à de très forts taux d'émission de carbone dans les transports et favorisé l'exclusion sociale	40
Des politiques de construction résidentielle plus vertes et plus soucieuses d'intégration sociale.....	43
Bibliographie	46

Encadrés

1. Pourquoi est-il possible que les ratios prix des logements/loyers soient surestimés ?	10
2. Le système de financement de l'immobilier au Canada comparé au système des États-Unis	19
3. Évaluation du déficit de logements locatifs au niveau local.....	38

Tableaux

1. Ratios prix des logements/revenus	10
2. Provinces où les loyers sont réglementés	11
3. Corrélation instantanée des variations annuelles des prix des logements dans différentes villes canadiennes.....	13
4. Innovations sur le marché de l'assurance prêt hypothécaire entre 2003 et 2007.....	21
5. Mesures visant à durcir la réglementation de l'assurance hypothécaire depuis 2008	27

Graphiques

1.	Dépenses de logement	7
2.	Indicateurs des prix des logements	8
3.	Dynamique du marché du logement	9
4.	La dynamique du marché du logement est très variable d'une région à l'autre du pays	9
5.	Le ratio entre les coûts de logement des propriétaires-occupants et ceux des locataires est élevé. 11	
6.	Prix des maisons individuelles et des appartements	14
7.	Nombre de logements par ménage	14
8.	Stock de logements neufs invendus pour 1 000 habitants en proportion de la moyenne de long terme	15
9.	Logements en cours de construction à Toronto	15
10.	Endettement des ménages	17
11.	Accessibilité du crédit hypothécaire	18
12.	Impact d'une plus longue durée d'amortissement sur la capacité moyenne des ménages à emprunter	22
13.	Hausse réelle des prix des logements et expansion du crédit hypothécaire aux ménages	23
14.	Le taux de prêts hypothécaires en souffrance demeure faible	24
15.	Distribution des points de crédit des prêts à RPV élevé assurés par la SCHL, approuvés chaque année	26
16.	Proportion de l'encours de prêts hypothécaires résidentiels titrisés dans le cadre du programme TH LNH	31
17.	Part des ménages qui consacrent plus de 30 % de leur revenu avant impôt au logement	35
18.	Average of real rent increases and vacancy rates by major cities	38
19.	Des maisons plus grandes pour des familles plus petites	40
20.	Émissions de CO2 par habitant dues aux transports et densité d'urbanisation, 2005-2006	41
21.	Prix des terrains	43

Restructurer les marchés canadiens du logement : financements, accessibilité financière et étalement urbain

Par

Calista Cheung¹

Comme de nombreux autres pays de l'OCDE, le Canada a connu un boom du logement au cours des dix dernières années, alimenté par le dynamisme de l'expansion économique et de la croissance démographique et l'assouplissement des conditions de crédit. Les prix réels de l'immobilier d'habitation ont enregistré une hausse de 87 % depuis 2000 et, contrairement à l'évolution observée dans de nombreux autres pays, ils sont demeurés globalement élevés tout au long de la crise financière mondiale. Au cours de cette période, le taux d'accession à la propriété a augmenté davantage au Canada que dans tout autre pays avancé, passant de 66 % en 2001 à 69 % en 2011. L'investissement en logements a quasiment atteint un point haut historique à 7 % du produit intérieur brut (PIB), alors qu'il s'établissait à 4.4 % du PIB en 2000, jetant le doute sur la pérennité du boom observé. Autre motif de préoccupation, les ratios des prix des logements aux revenus, d'une part, et aux loyers, d'autre part, figurent parmi les plus élevés de la zone OCDE lorsqu'on examine les moyennes de long terme. Ces signes de surévaluation semblent toutefois correspondre à une dynamique limitée à quelques grandes villes, compte tenu de l'hétérogénéité du marché canadien du logement.

Globalement, les résidents canadiens bénéficient de logements abordables et de bonne qualité : la proportion du revenu des ménages consacrée aux dépenses de logement est proche de la moyenne de l'OCDE (graphique 1), et 90 % des personnes interrogées (soit une proportion supérieure à la moyenne) se déclarent satisfaits de leurs conditions de logement actuelles (OCDE, 2013a). La hausse des prix de l'immobilier d'habitation n'a pas empêché les taux d'accession à la propriété d'augmenter au cours des dix dernières années, dans la mesure où le bas niveau des taux d'intérêt et l'assouplissement des conditions de crédit ont accru la capacité d'emprunt des ménages. En conséquence, le ratio de la dette au revenu des ménages s'est hissé à des niveaux records, atteignant 166 % au 3^e trimestre 2013, alors qu'il s'établissait à 110 % en 2000.

1. Calista Cheung été économiste dans la Branche Pays Études, Département économique de l'OCDE ; courriel: calistacheung@yahoo.com. Ce travail a été réalisé pour l'*Étude économique de l'OCDE sur le Canada* publiée en juin 2014 sous l'autorité du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement de l'OCDE. L'auteur tient à remercier Willem Adema, Rudiger Ahrend, Christophe Andre, Dan Andrews, Nicola Brandt, Boris Cournede, Robert Ford, Justine Garrett, Nathalie Girouard, Peter Jarrett, Isabel Koske, Pierre Leblanc, Tadashi Matsumoto, Alvaro Pereira, Angelica Salvi del Pero et des experts du gouvernement canadien pour leurs précieux commentaires et suggestions, ainsi que Françoise Correia pour assistance statistique et Mee-Lan Frank pour leur excellente aide technique.

Graphique 1. Dépenses de logement

En pourcentage du revenu disponible ajusté brut des ménages¹, 2011 ou dernière année connue

Note : Les dépenses de logement recouvrent les loyers effectifs et imputés ainsi que les postes de dépenses suivants : l'entretien et la réparation des logements, l'alimentation en eau, l'électricité, le gaz et les autres combustibles, les meubles, articles d'ameublement et articles de ménage, ainsi que les biens et services acquis pour l'entretien courant de l'habitation.

1. Hors amortissement mais après prélèvements et transferts et les prestations sociales en nature comme l'éducation et les soins de santé.

Source : OCDE (2013), *Comment est la vie ? 2013 – Mesurer le bien-être*.

Le niveau élevé des prix des logements et de l'endettement des ménages est une source de préoccupation

Les prix réels des logements ont globalement évolué à la hausse depuis 1970, sachant que cette augmentation tendancielle a été ponctuée par trois périodes de forte appréciation : le début des années 70, où les prix réels de l'immobilier d'habitation se sont accrus de 45 %, la fin des années 80, où ils ont connu une envolée de 68 %, et l'épisode actuel qui a débuté en 2000 (graphique 2, partie A). Des éléments empiriques laissent à penser que le mouvement de hausse des prix des logements canadiens, au moins au cours des 30 dernières années, peut s'expliquer dans une large mesure par la croissance des revenus et de la population (Peterson et Zheng, 2011). Les conditions de crédit ont également joué un rôle important : les taux d'intérêt hypothécaires ont évolué à la baisse pendant une grande partie de cette période, et les trois principales phases d'expansion observées depuis 1970 ont toutes été caractérisées par une croissance annuelle à deux chiffres du crédit hypothécaire. Le taux d'accession à la propriété a atteint 69 % en 2011, contre 60 % en 1971, l'augmentation la plus forte ayant eu lieu entre 1991 et 2006. Cette hausse aurait probablement été plus rapide encore si cette période n'avait été marquée par une tendance des individus à fonder une famille plus tardivement.

Comme dans nombre d'autres pays de l'OCDE, le régime fiscal préférentiel dont bénéficient les propriétaires-occupants au Canada a probablement contribué à amplifier les effets de la vigueur de la demande et du faible coût du crédit sur les prix des logements. Parmi ces avantages fiscaux figurent la non-imposition des loyers imputés, une exonération d'impôt sur les plus-values pour les résidences principales (y compris au moment de la mort), ainsi que les remboursements de taxes pour habitation neuve au titre de la taxe sur les produits et services (TPS) et de la taxe de vente harmonisée (TVH), qui réduisent le taux effectif d'imposition de la valeur ajoutée pour les logements neufs remplissant les conditions requises de 5 % à 3.2 %. Néanmoins, à la différence de nombreux autres pays, le Canada ne permet pas aux propriétaires-occupants de déduire leurs charges d'intérêts hypothécaires de leur revenu imposable, ce qui compense en partie les avantages fiscaux dont ils bénéficient par ailleurs. Plus généralement, les propriétaires ne peuvent déduire les dépenses de logement car ni le revenu ni les dépenses associés aux

biens immobiliers sont reconnus par le système fiscal. Des déductions d'impôt sont également prévues en faveur des primo-accédants : le Régime d'accession à la propriété (RAP) permet à ces ménages d'emprunter jusqu'à 25 000 CAD sur leur régime enregistré d'épargne-retraite (REER) non imposé pour financer la mise de fonds nécessaire à l'acquisition d'un logement, et ils bénéficient d'un crédit d'impôt pour l'achat d'une première habitation (CIAPH) de 750 CAD. Certains éléments indiquent que les dépenses fiscales engagées au titre du RAP bénéficient de manière disproportionnée aux ménages les plus aisés, étant donné que les personnes à faibles revenus sont moins susceptibles de disposer d'une épargne constituée dans le cadre d'un REER (Steele, 2007).

Graphique 2. Indicateurs des prix des logements

100 = Moyenne de long terme¹

1. Calculée sur la période allant du 1^{er} trimestre 1970 au 4^e trimestre 2013.

2. Prix nominaux corrigés par le déflateur de la consommation privée.

Source : OCDE, Base de données sur les prix des logements ; Indice composite de prix de maison Teranet-Banque Nationale.

La phase d'expansion actuelle paraît différente des précédentes au sens où l'accélération de la croissance démographique semble avoir déclenché une réaction de la construction de logements, mesurée en proportion du PIB, nettement plus importante que par le passé (graphique 3, partie A), même si elle tient peut-être en partie à un phénomène de rattrapage, après un sous-investissement manifeste au cours des années 90. Cela peut s'expliquer également par la croissance plus rapide de la population âgée de 25 à 34 ans, le groupe le plus susceptible d'accéder à la propriété, au cours des dernières années. Entre 2007 et 2012, ce segment de population a augmenté en moyenne de 1.8 % par an, contre 1.2 % pour l'ensemble de la population. En outre, la hausse des prix des logements a été plus rapide que la croissance des revenus des ménages, malgré cette réaction exceptionnellement forte de l'offre (graphique 3, partie B). L'augmentation des prix de l'immobilier d'habitation a été générale depuis 2000, même si son ampleur a varié considérablement suivant les villes et les types de logement. Outre le contexte de taux d'intérêt bas au niveau mondial, une offre de crédit peu coûteuse, la vigueur de la croissance économique ainsi que la hausse persistante des prix des produits de base, et donc des termes de l'échange, ont également contribué à tirer vers le haut les prix des logements dans les régions d'exploitation des ressources naturelles (graphique 4, partie A), compte tenu de l'augmentation des revenus et donc de la demande, mais aussi du fait du renchérissement des matériaux de construction et des coûts de main-d'œuvre.

Bien qu'ils aient légèrement diminué en 2009 au cours de la crise financière mondiale, les prix réels des logements ont rebondi depuis pour atteindre de nouveaux sommets, suscitant un vif débat sur la question de savoir si une « bulle » s'était formée (voir par exemple Roubini, 2013 ; O'Brien, 2013). Ainsi, des analyses de TD Economics (2012) laissent à penser que les hausses de prix observées avaient commencé à dépasser les augmentations correspondant aux paramètres fondamentaux dès 2006. En

novembre 2013, Fitch Ratings estimait que les logements étaient encore surévalués et que cette surévaluation pouvait aller jusqu'à 20 % (Fitch, 2013), tandis que dans son rapport au titre de l'article IV de 2014 (FMI, 2014), le Fonds monétaire international concluait que les prix de l'immobilier d'habitation étaient supérieurs de 10 % aux niveaux justifiés par les paramètres fondamentaux. Cela dit, selon d'autres travaux, les prix des logements sont conformes aux paramètres fondamentaux, notamment au niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt (voir par exemple Wiebe, 2014 ; Dunning, 2014).

Graphique 3. **Dynamique du marché du logement**

Source : OCDE, *Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 95.

Graphique 4. **La dynamique du marché du logement est très variable d'une région à l'autre du pays**

Source : Statistique Canada et Demographia, *International Housing Affordability Survey*, 2014.

Les préoccupations relatives à l'existence éventuelle d'une bulle découlent dans une large mesure du niveau record des ratios des prix des logements aux revenus, d'une part, et aux loyers, d'autre part. Ces ratios figurent parmi les plus élevés de la zone OCDE par rapport à leur moyenne de long terme (voir le tableau 1 pour le premier de ces deux indicateurs). Néanmoins, aucun de ces deux ratios ne donne une image exacte de la situation en termes d'accessibilité financière et de viabilité : les ratios prix/revenus sont généralement fondés sur des moyennes, alors que les propriétaires-occupants se caractérisent dans la plupart des cas par des niveaux de revenus supérieurs à la moyenne. Les ratios prix/loyers peuvent

également prêter à confusion, en raison de divers problèmes de mesure (encadré 1) et du fait que les dispositifs de réglementation des loyers en vigueur dans la moitié des provinces (tableau 2) ont limité les hausses des loyers. Par ailleurs, ces indicateurs ne tiennent pas compte du fait que l'accessibilité financière du logement a été grandement améliorée par la faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires au cours des dix dernières années. Néanmoins, le ratio entre les coûts de logement des propriétaires-occupants et ceux des locataires s'est hissé à un niveau nettement supérieur à sa moyenne de long terme (graphique 5).

Tableau 1. Ratios prix des logements/revenus

Moyenne de long terme pour chaque pays (de 1981 à 2013) = 100

	1981-85	1986-90	1991-95	1996-00	2001-05	2006-10	2011-13	T4 2013 ¹
Canada	78.3	94.5	99.3	92.2	99.0	119.6	128.5	130.6
États-Unis	108.6	103.5	96.4	92.9	104.9	102.6	85.3	90.2
Japon	118.2	123.6	116.1	101.2	87.1	73.0	65.2	62.9
Allemagne	132.1	109.0	106.9	99.6	86.7	77.3	80.8	84.1
France	89.3	93.0	88.9	78.5	100.9	130.7	130.9	127.9
Italie	104.7	85.4	101.0	82.3	99.7	118.2	114.5	108.2
Royaume-Uni	81.0	102.2	80.2	78.5	113.6	131.3	122.0	124.2
Australie	77.1	86.6	91.5	89.1	117.1	126.3	120.6	126.9
Nouvelle-Zélande	n.d.	74.4	81.5	91.7	106.2	131.3	125.2	131.5
OCDE	104.7	103.9	98.7	91.7	101.1	103.5	93.9	95.3

Note : Le ratio prix des logements/revenus est le rapport entre les prix nominaux des logements et le revenu disponible nominal par habitant.

1. Ou dernière période connue.

Source : Base de données de l'OCDE sur les prix des logements.

Encadré 1. Pourquoi est-il possible que les ratios prix des logements/loyers soient surestimés ?

En matière de ratios prix des logements/loyers, l'indice Teranet-Banque nationale est la mesure privilégiée pour les prix des logements, dans la mesure où il est calculé suivant la méthode des ventes répétées, qui permet de simuler un niveau de qualité constant et de cerner ainsi des variations de prix relativement pures. Néanmoins, la qualité de nombre des biens couverts par l'indice s'est sans doute améliorée du fait de rénovations, or ces améliorations qualitatives ne sont pas prises en compte dans cette mesure (Dunning, 2014). Les dépenses de rénovation des logements ont augmenté lentement mais sûrement depuis le milieu des années 2000 et représentent aujourd'hui 40 % de l'investissement en logements, contre 25-30 % en moyenne au cours des années 90. En outre, l'indice Teranet ne couvre que 11 grands marchés, qui connaissent généralement une croissance de la population et une hausse des prix des logements plus rapides que la moyenne nationale. En conséquence, il est possible que l'utilisation de cet indice conduise à surestimer l'ampleur de l'appréciation des logements au niveau national. En outre, la mesure des loyers normalement utilisée pour calculer les ratios prix des logements/loyers est la composante loyer de l'indice des prix à la consommation (IPC), qui présente des défauts techniques conduisant à sous-estimer les véritables hausses des loyers. Ainsi, les données antérieures à juillet 2009 reposaient sur l'hypothèse que les loyers demeuraient identiques en cas de changement de locataire ; or, ils tendent en réalité à augmenter à cette occasion, et un quart des locataires déménagent chaque année (Dunning, 2014). Statistique Canada s'est attaqué à ce problème en révisant la méthodologie relative à ces données à partir de juillet 2009.

Source : Dunning, W. (2014), « How to Dissect a Housing Bubble », Will Dunning Inc., 12 mars.

Tableau 2. **Provinces où les loyers sont réglementés**

Province	Réglementation des hausses de loyers
Ontario	Les propriétaires peuvent augmenter les loyers des locataires en place une fois tous les 12 mois, en les avisant de cette augmentation par écrit 90 jours au préalable, selon les lignes directrices en vigueur dans cette province, que le gouvernement définit chaque année sur la base de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC). Pour procéder à une augmentation de loyer supérieure à celle prévue par ces lignes directrices, les propriétaires doivent en demander l'autorisation à la Commission de la location immobilière. Aucune limite ne s'applique aux augmentations de loyers en cas de changement de locataire.
Québec	Les propriétaires peuvent augmenter les loyers des locataires en place une fois tous les 12 mois. Aucune limite ne s'applique aux augmentations de loyers, mais les locataires peuvent contester en justice l'ajustement effectué. Le propriétaire d'un logement peut en augmenter le loyer lorsqu'un nouveau locataire y emménage, mais il doit fournir à celui-ci un avis indiquant le plus bas loyer qui a été acquitté au cours des 12 mois antérieurs au début du bail. Le locataire peut contester le loyer et demander à la Régie du logement d'en fixer le niveau.
Colombie britannique	Les propriétaires peuvent relever les loyers une fois par an d'un pourcentage égal au taux d'inflation augmenté de deux points de pourcentage, en avisant les locataires 3 mois auparavant de cette hausse. Le gouvernement fixe le taux maximum d'augmentation admissible chaque année. Les locataires ne peuvent contester les hausses de loyers, sauf si elles sont supérieures au montant autorisé.
Manitoba	Les propriétaires peuvent augmenter les loyers des locataires en place une fois tous les 12 mois, en les avisant de cette augmentation par écrit 3 mois au préalable, selon les lignes directrices en vigueur dans cette province. Le propriétaire peut demander à la Direction de la location à usage d'habitation l'autorisation d'appliquer une hausse plus importante que celle prévue par les lignes directrices, s'il peut démontrer que celle-ci n'est pas suffisante pour couvrir l'augmentation de ses dépenses. Un locataire peut contester toute hausse de loyer auprès de la Direction de la location à usage d'habitation.
Île-du-Prince-Édouard	Les propriétaires peuvent augmenter les loyers une fois par an d'un taux admissible annuel fixé par la Commission de réglementation et d'appels chaque année, en avisant les locataires de cette hausse trois mois au préalable. Pour procéder à une hausse supérieure au taux admissible, les propriétaires doivent obtenir l'approbation du Directeur de la location des propriétés résidentielles. Les propriétaires ne peuvent pas procéder à une augmentation de loyer en cas de changement de locataire si une hausse du loyer a déjà eu lieu au cours de l'année considérée.

Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL).

Graphique 5. **Le ratio entre les coûts de logement des propriétaires-occupants et ceux des locataires est élevé**

Note : Rapport entre la composante « logement en propriété » de l'indice des prix à la consommation (IPC) et sa composante « logement locatif ».

Source : Statistique Canada.

Les déséquilibres du marché du logement semblent localisés

Au Canada, le niveau national des prix des logements constitue sans doute un piètre indicateur de la situation sous-jacente du marché, étant donné l'hétérogénéité du marché canadien de l'immobilier d'habitation. Selon une étude antérieure de la Banque du Canada, le marché national du logement est segmenté, compte tenu de la faiblesse de la corrélation à long terme entre les fluctuations de prix observées dans les principaux centres urbains (Allen et al., 2006). À court terme, néanmoins, les prix des logements tendent à évoluer en parallèle au niveau régional (Cunningham et Kolet, 2007). Des coefficients de corrélation simultanée calculés avec une fréquence annuelle indiquent qu'il existe des liens robustes entre les marchés de l'est tel que Toronto, Hamilton, Windsor, Montréal et Québec, ainsi qu'entre certaines villes de l'ouest (tableau 3). En outre, selon des analyses récentes, il semble que les fluctuations des prix des produits de base influent sur les prix des logements dans les provinces de l'ouest, de même qu'à Toronto et à Québec (Wiebe, 2013). À Vancouver, les prix ont été tirés vers le haut par les Jeux olympiques d'hiver de 2010, ainsi que par l'augmentation rapide de la population liée à l'immigration, comme à Toronto et Montréal.

Les valeurs des logements varient fortement suivant les villes et les types d'habitations. Ainsi, pour les 35 villes canadiennes couvertes par l'enquête 2014 de Demographia sur l'accessibilité financière du logement, les prix médians des logements s'inscrivaient dans une fourchette allant de 10.3 fois le revenu médian des ménages à Vancouver à 2.3 à Moncton (graphique 4, partie B). À l'échelle nationale, l'accessibilité financière du logement était considérée comme « plutôt limitée », dans la mesure où le ratio prix médian/revenu médian s'établissait à 3.9, ce qui plaçait le Canada au septième rang des neuf pays (essentiellement anglophones) où le logement était le moins abordable. Néanmoins, selon cette enquête, près de 40 % de la population canadienne vit dans une ville où l'accessibilité financière du logement est très limitée ou extrêmement limitée. Par ailleurs, d'après les conclusions d'une récente étude de BMO Capital Markets, les biens immobiliers d'habitation sont abordables sur les trois quarts du marché du logement canadien pour une famille ordinaire, la charge des remboursements d'emprunts hypothécaires et les autres frais liés au logement représentant moins de 40 % du revenu médian des ménages, et ils le demeureraient dans la plupart des cas si les taux d'intérêt devaient augmenter de deux points de pourcentage (Guatieri, 2013). Les principales exceptions sont Vancouver et Toronto, où la croissance des prix des logements ces dernières années a été entièrement imputable aux maisons individuelles (graphique 6), ce qui laisse à penser que la demande *ex ante* a augmenté plus vite que l'offre sur ces marchés. Cela dit, les prix des immeubles à logements multiples dans ces villes se sont stabilisés ces dernières années, compte tenu de la réaction énergique de l'offre dans le secteur des logements en copropriété. Les restrictions relatives à l'utilisation des terrains jouent peut-être un rôle dans cette divergence, et ce point sera abordé par la suite.

Une autre source de préoccupation réside dans l'envolée de la construction de logements en proportion du PIB vers les sommets qui avaient été atteints au cours des précédents booms de l'immobilier d'habitation (graphique 3, partie A). Selon des estimations empiriques du Fonds monétaire international (FMI, 2013), à la mi-2012, le Canada se caractérisait par un excédent de l'offre sur le marché immobilier d'habitation, dans la mesure où son stock de logements était supérieur de 1.5 % à son « niveau d'équilibre », déterminé à partir du taux de formation des ménages, des revenus disponibles, des coûts de construction, des taux d'intérêt hypothécaires et de la hausse des prix des habitations. Le stock de logements par ménage a de fait augmenté au cours des années 2000 et semble avoir atteint son plus haut niveau depuis 40 ans (graphique 7). Il est possible que cela soit lié à une hausse de la demande de logements de villégiature ou de placements immobiliers : la proportion de ménages possédant une résidence secondaire est restée stable au cours de la période 1999-2005, mais elle est passée ensuite de 16.1 % en 2005 à 18.4 % en 2012 (Statistique Canada, 2014).

Tableau 3. Corrélation instantanée des variations annuelles des prix des logements dans différentes villes canadiennes

1985-2013

	Canada	Victoria	Vancouver	Calgary	Edmonton	Regina	Saskatoon	Winnipeg	Windsor	Hamilton	Toronto	Ottawa	Montréal	Québec	Halifax	St. John's
Canada (moyenne)	1.00															
Victoria	0.47	1.00														
Vancouver	0.71	0.80	1.00													
Calgary	0.54	0.36	0.44	1.00												
Edmonton	0.52	0.44	0.54	0.86	1.00											
Regina	0.16	0.07	0.21	0.18	0.36	1.00										
Saskatoon	0.36	0.15	0.34	0.42	0.67	0.85	1.00									
Winnipeg	0.42	0.13	0.28	0.44	0.50	0.76	0.76	1.00								
Windsor	0.55	0.16	0.28	0.12	0.07	-0.33	-0.18	-0.15	1.00							
Hamilton	0.90	0.30	0.43	0.40	0.34	0.03	0.22	0.33	0.65	1.00						
Toronto	0.89	0.18	0.44	0.21	0.13	-0.04	0.10	0.21	0.66	0.91	1.00					
Ottawa	0.54	0.44	0.39	0.13	0.15	-0.03	0.05	0.13	0.21	0.54	0.47	1.00				
Montréal	0.76	0.32	0.38	0.19	0.23	0.11	0.20	0.38	0.43	0.85	0.72	0.65	1.00			
Québec	0.67	0.42	0.40	0.19	0.21	0.16	0.11	0.30	0.46	0.71	0.61	0.54	0.83	1.00		
Halifax	0.44	0.20	0.34	0.25	0.34	0.67	0.63	0.63	-0.15	0.29	0.27	0.30	0.44	0.38	1.00	
St. John's	0.11	0.17	0.15	-0.14	-0.03	0.62	0.29	0.45	-0.06	0.08	0.04	0.26	0.33	0.55	0.46	1.00

Source : Statistique Canada, Indice des prix des logements neufs.

Graphique 6. **Prix des maisons individuelles et des appartements**

Indice, janvier 2005 = 100

Source : Association canadienne de l'immeuble (ACI).

Graphique 7. **Nombre de logements par ménage**

Note : Les statistiques relatives au stock de logements reposent sur les données de Statistique Canada jusqu'en 2000, et elles sont ensuite estimées à partir des données de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) sur les logements achevés, les conversions et le taux moyen de démolitions à long terme. Pour l'estimation de 2012, le nombre de ménages a été déterminé à partir des estimations de Statistique Canada concernant la croissance de la population, selon l'hypothèse que la taille moyenne des ménages demeurerait inchangée par rapport à 2011.

Source : Statistique Canada, *Recensement de la population de 2011*.

L'excès de construction semble particulièrement manifeste sur le marché des logements en copropriété dans les grandes villes. Dans des centres urbains comme Winnipeg, Québec et Saskatoon, le stock d'appartements récemment achevés mais invendus est plus de deux fois supérieur à son niveau moyen de long terme (graphique 8). À Toronto, bien que la durée d'écoulement du stock d'appartements invendus soit inférieure ou égale à un mois depuis plus de 10 ans (SCHL, 2013), le nombre d'appartements en construction a atteint un sommet de plus de 58 000 en février 2014, environ trois fois supérieur à son niveau moyen de long terme (graphique 9). Entre 2008 et 2012, les mises en chantier de logements en copropriété se sont établies en moyenne à 20 400 unités par an, soit un chiffre nettement supérieur aux besoins démographiques estimés à un niveau de 14 000 à 15 000 unités par an (Dunning, 2013). Il est prévu que la majorité de ces unités soit achevée en 2014-15. Néanmoins, dans la mesure où le nombre moyen de logements achevés par an est de l'ordre de 18 000 unités, les contraintes de capacité vont sans

doute déboucher sur des retards importants par rapport à ce calendrier (Dunning, 2013), et atténuer du même coup les pressions à la baisse qui s'exercent sur les prix.

Graphique 8. **Stock de logements neufs invendus pour 1 000 habitants en proportion de la moyenne de long terme**

Source : Statistique Canada.

Graphique 9. **Logements en cours de construction à Toronto**

Source : Statistique Canada.

Un excédent de logements en copropriété au regard des paramètres démographiques fondamentaux peut indiquer qu'ils sont de plus en plus demandés en tant que placements immobiliers, mais on manque de données permettant de le confirmer. Le vieillissement de la population et la diminution de la taille des ménages laissent à penser que la demande pourrait se porter de plus en plus sur les appartements à long terme. En outre, l'investissement en immeubles collectifs locatifs est insuffisant depuis de nombreuses années : la construction de logements expressément construits pour la location a évolué à la baisse au cours des dernières décennies, et elle est restée stationnaire durant les années 2000. Les logements en copropriété ont donc représenté une part croissante du stock de logements locatifs dans toutes les grandes villes, qui s'établit aujourd'hui à 40-50 % de l'offre totale de logements locatifs à Vancouver et Toronto. Près de 30 % du stock total de logements en copropriété du Canada étaient loués en 2011.

Pour autant que la demande d'investissements en logements en copropriété corresponde à des anticipations de gains spéculatifs, ce marché est exposé aux changements de perception des investisseurs. D'intenses débats ont été suscités par la contribution de l'investissement étranger à l'augmentation du parc de logements en copropriété dans des grandes villes comme Vancouver et Toronto, et à l'accroissement du stock d'unités inoccupées. Les éléments d'appréciation disponibles consistent toutefois dans une large mesure en des observations ponctuelles, compte tenu du manque de données. Néanmoins, d'après certaines études visant à estimer le degré d'investissement spéculatif dans les logements en copropriété situés dans le centre-ville de Vancouver, bien que près de la moitié appartienne à des investisseurs, il est possible que 5.5 % à 8.5 % seulement d'entre eux soient inoccupés toute l'année (Yan, 2009 et 2013).

Il existe cependant des risques de correction brutale, liés à la possibilité que la demande s'avère insuffisante pour absorber le volume considérable de logements en copropriété qui arrivent sur le marché à Toronto, et à l'ampleur du stock de logements non absorbés dans d'autres villes. Les logements en copropriété en cours de construction correspondent en grande partie à la demande d'il y a deux ou trois ans. En matière de construction d'immeubles en copropriété, il faut généralement qu'une majorité des logements soit vendue sur plan pour que le chantier puisse débiter. Sous réserve que le taux de vente sur plan atteigne 65 %, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) assure les crédits contractés pour des logements neufs en copropriété à condition que le rapport prêt/coût (RPC) n'excède pas 85 %, mais même lorsque le taux de vente sur plan n'est que de 30 %, ce type de crédit peut bénéficier d'une assurance de la SCHL (le niveau maximum du RPC étant alors plus faible). Environ 89 % des logements en copropriété en construction à Toronto avaient été vendus sur plan au début de 2013 (SCHL, 2013). Néanmoins, étant donné le durcissement de la réglementation de l'assurance prêt hypothécaire au cours des dernières années, certains signes indiquent que les personnes souhaitant acquérir un logement avant sa construction à Toronto ont de plus en plus de mal à obtenir les crédits nécessaires à la finalisation de leur transaction. Les personnes désireuses d'acheter un logement avant sa construction doivent simplement verser un acompte et démontrer qu'elles ont déposé une demande de prêt bancaire ayant fait l'objet d'une « approbation préalable », mais elles ne sont pas tenues d'obtenir leur financement avant que la vente ne soit conclue au moment de l'achèvement du chantier, deux ou trois ans plus tard. D'après les informations recueillies, nombre de ces acquéreurs ont été contraints de renoncer à leur acompte ou de vendre leurs logements avant qu'ils ne soient achevés, avec une décote, sur le marché des cessions de contrats de vente sur plan (Pigg, 2013). Ces problèmes semblent cependant limités au segment des logements de luxe, qui représentent une fraction relativement modeste du marché.

Bien que les bulles soient difficiles à identifier en temps réel, les principaux facteurs de vulnérabilité semblent concentrés sur le segment des logements en copropriété de certaines grandes villes. Néanmoins, il subsiste le risque qu'une correction marquée sur ces segments se répercute sur d'autres marchés, ou que des facteurs externes tels qu'un choc pétrolier aient des effets de vaste portée sur le marché canadien du logement. Les différents segments du marché du logement sont probablement liés les uns aux autres par l'intermédiaire du système bancaire ; les cinq principales banques du Canada détiennent en effet 65 % de l'encours de crédits hypothécaires et accordent des prêts sur l'ensemble du territoire national, de sorte que des pertes importantes subies sur un segment du marché pourraient déboucher sur une réduction plus générale de l'offre de crédit.

Les niveaux élevés d'endettement accentuent la vulnérabilité des ménages

Indépendamment du fait de savoir s'il existe ou non une bulle immobilière, un niveau d'endettement des ménages très élevé représente un facteur de vulnérabilité majeur. La dette des ménages a commencé à augmenter au milieu des années 80, où elle s'établissait à 60 % de leur revenu disponible, pour atteindre un sommet de 166 % à la mi-2013. La hausse observée au cours de cette période était imputable pour l'essentiel au crédit hypothécaire à l'habitation (graphique 10). Selon une étude de la Banque du Canada, la hausse de la dette hypothécaire depuis 1999 est en grande partie attribuable à la croissance enregistrée par

l'extraction de la valeur nette du patrimoine immobilier, dont le niveau est passé de 2.2 % du revenu disponible des ménages en 1999 à un sommet de 9 % en 2007, avant de refluer à 8 % en 2009 (Bailliu et al., 2011). Cette croissance de l'extraction de la valeur nette du patrimoine immobilier était principalement due au refinancement hypothécaire net (qui consiste pour le propriétaire à accroître le montant de son prêt hypothécaire ou à en allonger la période d'amortissement sans pour autant changer de logement). Dans le même temps, les crédits hypothécaires associés à l'achat de logements neufs n'ont progressé que modestement, passant de 2.3 % du revenu disponible en 1999 à 3.4 % en 2009.

Graphique 10. **Endettement des ménages**

En pourcentage du revenu disponible

Source : Statistique Canada.

Le crédit à la consommation a également augmenté fortement depuis le milieu des années 90. Les lignes de crédit personnelles garanties, constituées pour l'essentiel des marges de crédit hypothécaires (prêts garantis par la valeur acquise d'un logement), ont constitué la source prédominante de croissance du crédit à la consommation en proportion du revenu depuis le milieu des années 90 (Crawford et Faruqi, 2011). L'ampleur des lignes de crédit personnelles garanties est passée de 11 % du crédit à la consommation en 1995 à près de 50 % à la fin de 2011, compte tenu de la hausse des prix des logements (qui s'est traduite par une augmentation de la valeur nette des biens immobiliers susceptible de servir de garantie) et de l'intensification de la commercialisation de ces produits financiers depuis le milieu des années 90 (Crawford et Faruqi, 2011).

Bien que la croissance du crédit hypothécaire et des prix des logements au niveau national se soit modérée depuis 2011, le ratio dette/revenu des ménages a continué d'augmenter. Les niveaux élevés d'endettement hypothécaire rendent les ménages vulnérables en les exposant aux variations des prix des logements, des taux d'intérêt et des revenus. Cependant, une grande partie de la dette est concentrée dans le segment des ménages les plus riches, qui sont les plus aptes à rembourser leurs emprunts : les ménages appartenant au quintile supérieur de la distribution des revenus (qui gagnent plus de 100 000 CAD par an) détiennent plus de la moitié du total de cette dette (Chawla et Uppal, 2012).

Le ratio du service de la dette hypothécaire est actuellement inférieur ou proche de son niveau moyen de long terme, grâce à la faiblesse des taux d'intérêt (graphique 11). Néanmoins, une hausse de ces derniers ou un choc entraînant une correction importante des prix des logements ou des pertes d'emplois pourrait mettre à rude épreuve les bilans des ménages et des banques. Dans la mesure où les crédits hypothécaires sont généralement assortis de taux fixés pour une durée maximale de cinq ans au Canada, un resserrement monétaire peut avoir des répercussions plus marquées sur les finances des ménages qu'aux États-Unis, par exemple, où il est courant que les taux de ces prêts soient fixés pour une trentaine d'années.

D'après les estimations de la Banque du Canada, si les taux d'intérêt hypothécaires réels étaient à leur niveau moyen de long terme, soit 4 %, l'accessibilité financière du logement se dégraderait pour tomber à son point le plus bas depuis 16 ans (Carney, 2011). Selon d'autres sources, même une hausse de taux d'intérêt de 2 points de pourcentage pourrait faire monter le ratio du service de la dette de 10 % des ménages endettés à un niveau supérieur à 40 %, généralement considéré comme intenable (Alexander, 2012). Néanmoins, ces estimations ne tiennent pas compte de la possibilité que les hausses de taux d'intérêt puissent être progressives et s'accompagner d'une augmentation des revenus, ce qui atténuerait leur impact sur les bilans des ménages.

Graphique 11. **Accessibilité du crédit hypothécaire**

1. Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), adaptation de données de Statistique Canada (CANSIM) et de l'Association canadienne de l'immeuble (ACI). Le calcul des mensualités hypothécaires est fondé sur le prix moyen du service interagences (MLS) et le taux hypothécaire fixe à cinq ans affiché pour chaque période, selon l'hypothèse d'une mise de fonds de 25 % et d'une période d'amortissement de 25 ans.
2. L'indice d'accessibilité à la propriété de la Banque du Canada est calculé à l'aide d'une moyenne de l'indice Royal LePage des prix de revente des logements et de l'indice des prix des logements neufs, ainsi que d'un taux hypothécaire composite qui reflète à la fois le taux hypothécaire fixe à cinq ans et un taux hypothécaire variable, selon l'hypothèse d'une mise de fonds de 5 % et d'une période d'amortissement de 25 ans.

Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Banque du Canada.

En outre, les ménages aux revenus faibles seraient plus exposés à une dégradation de la situation macroéconomique ; une étude de Meh et al. (2009) portant sur des données d'enquête de 2005 a révélé que parmi les ménages ayant des emprunts hypothécaires, ceux qui appartenaient au quintile inférieur de la distribution des revenus consacraient plus de 70 % de leurs revenus au service de leur dette hypothécaire. Sur la base de données d'enquête de 2009, Hurst (2011) a découvert que la probabilité que le service de la dette d'un ménage représente plus de 40 % de ses revenus était six fois plus élevée pour les ménages ayant des revenus inférieurs à 50 000 CAD que pour ceux dont les revenus étaient compris entre 50 000 et 80 000 CAD. Par ailleurs, cette catégorie de ménages à faibles revenus se caractérisait par un ratio dette/revenus supérieur de plus de 160 points de pourcentage à celui de la tranche de revenus immédiatement supérieure. Cette tendance des ménages les plus modestes à être plus lourdement endettés n'est pas inhabituelle dans les économies avancées, même si l'on ne dispose de données sur ce phénomène que dans quelques-unes d'entre elles (Girouard et al., 2006). Néanmoins, il est possible que nombre de ces ménages soient constitués de travailleurs indépendants ou de personnes âgées ayant un patrimoine important, qui financent leurs dépenses de logement en extrayant des liquidités de leurs avoirs (Conference Board du Canada, 2010).

Évaluation des risques du secteur du logement pour le système financier

Les interrogations que suscite le marché du logement canadien naissent surtout de la comparaison avec la situation qui prévalait aux États-Unis, avant la crise bancaire des prêts hypothécaires à risque (« subprime »). Le ratio d'endettement des ménages au Canada et la hausse des prix des logements depuis 2000 sont proches des niveaux observés au plus fort du boom immobilier aux États-Unis, mesuré sur une base comparable. Bien que les deux marchés du logement se ressemblent à de nombreux égards, des normes de prêt par trop laxistes ont joué un rôle déterminant dans la bulle immobilière aux États-Unis et dans l'effondrement du marché qui a suivi (MacGee, 2009). La présente section examine les facteurs expliquant la forte expansion du marché du logement au Canada et conclut qu'un effondrement comme celui intervenu aux États-Unis a peu de chances de se produire.

Facteurs de solidité du marché du logement avant et depuis la crise

L'offre de crédit s'est considérablement étoffée au début des années 2000 du fait des activités de titrisation des prêts hypothécaires de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), une société d'État de niveau fédéral (encadré 2). En particulier, la SCHL a lancé un programme d'obligations hypothécaires (Programme des obligations hypothécaires du Canada, OHC) en 2001, en créant une entité *ad hoc* dénommée Fiducie du Canada pour l'habitation (FCH) ayant pour objet d'acheter des titres adossés à des créances hypothécaires (TACH) auprès de banques en les payant avec le produit réalisé sur l'émission des OHC. Ce programme a permis aux établissements financiers de sortir de leur bilan les prêts hypothécaires octroyés, de revoir ainsi à la baisse les exigences de fonds propres leur étant applicables et de prêter davantage à un coût moindre (Walks, 2012b). Une évaluation de KPMG (2008) relevait que l'émission des OHC a ainsi engendré près de 98 milliards CAD de crédit entre 2001 et 2006, soit 37 % environ de l'accroissement net de l'encours de prêts hypothécaires pendant cette période. Ce programme explique également l'essentiel de l'accroissement de l'activité de titrisation de créances hypothécaires relevant de la Loi nationale sur l'habitation (LNH) au début des années 2000.

Encadré 2. Le système de financement de l'immobilier au Canada comparé au système des États-Unis

Le prêt hypothécaire type pour l'acquisition d'un logement au Canada est un prêt à taux fixe, remboursable sur 25 ans, dont les modalités sont revues tous les six mois à cinq ans. Il s'agit d'une première différence avec les États-Unis, où les emprunteurs peuvent rester bloqués au même taux pendant 30 à 40 ans. Comme au Canada, les prêts à taux variable à court terme (un à trois ans) sont la règle dans des pays comme l'Australie, l'Irlande, l'Espagne et le Royaume-Uni (Lea, 2010). Ces différences s'expliquent surtout parce que l'activité des prêts hypothécaires aux États-Unis est essentiellement le fait d'établissements financiers non bancaires, qui s'en remettent principalement à la titrisation sur le marché secondaire pour se financer. Dans la plupart des autres pays, dont le Canada, les prêts hypothécaires sont concentrés dans de très grandes banques et sont largement financés par les dépôts. Étant donné que la Société d'assurance-dépôts du Canada ne garantit les dépôts à terme qu'à cinq ans, il est plus difficile d'attirer les déposants pour une durée supérieure à cinq ans (Kiff et al., 2010).

Assurance des prêts hypothécaires

En gros, 60 à 70 % des prêts hypothécaires au Canada sont assurés contre le risque de défaillance, contre 15 % aux États-Unis, avant la crise. Cette différence tient essentiellement à la réglementation canadienne, qui exige des établissements financiers soumis à la réglementation fédérale qu'ils assurent tous les prêts hypothécaires dont la quotité ou rapport prêt-valeur (RPV) est supérieur à 80 % (RPV élevé). L'assurance hypothécaire couvre l'intégralité des pertes de l'établissement prêteur en cas de défaillance de l'emprunteur et la totalité de la durée d'amortissement. Les prêteurs acquittent une prime pour acquérir cette protection contre le risque de défaillance sur l'intégralité du prêt, laquelle prime peut varier en fonction des caractéristiques du prêt, du bien immobilier et de l'emprunteur et peut être refacturée à ce dernier sous la forme d'une commission en amont. En revanche, aux États-Unis, les établissements prêteurs sont tenus de n'assurer que les créances à RPV élevé qui sont achetées ou titrisées par les GSE (institutions financières spécialisées d'intérêt public), et cette assurance ne doit couvrir que la portion du prêt supérieure à 70-80 % de la valeur du bien immobilier. Ils acquittent une prime mensuelle et peuvent résilier l'assurance dès que le solde du prêt baisse à moins de 80 % de la valeur du bien.

Les prestataires d'assurance contre le risque de défaillance hypothécaire sont au nombre de trois au Canada : la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), une société d'État de niveau fédéral, et deux sociétés de droit

privé : Genworth Financial et Canada Guaranty. La SCHL est le principal prestataire et détient près de 65 % du marché. L'État fédéral garantit intégralement les créances hypothécaires assurées par la SCHL et 90 % de la valeur de celles assurées par les deux prestataires privés en cas d'insolvabilité de l'assureur (i.e. l'État honorerait les créances relatives aux prêts hypothécaires assurés en cas de défaillance d'un assureur privé, moins 10 % du montant initial du principal et des éventuels produits de liquidation). Une assurance est également requise pour les créances titrisées via les programmes de titrisation de la SCHL (voir plus bas). Depuis 1989, les prêteurs ont la possibilité d'acquiescer des contrats d'assurance globale auprès de la SCHL pour couvrir des portefeuilles entiers de prêts classiques à faible RPV, et cette possibilité est largement exploitée. Les assureurs privés assurent aussi les portefeuilles. Il incombe alors à l'établissement prêteur d'acquiescer le montant de la prime. Les deux principales raisons pour lesquelles les prêteurs souscrivent des contrats d'assurance de portefeuille tiennent à l'allègement des exigences de fonds propre et à la possibilité d'utiliser ces créances couvertes par une assurance pour accéder au programme des titres hypothécaires émis aux termes de la Loi nationale sur l'habitation (TH LNH) et au programme des obligations hypothécaires du Canada (OHC).

La SCHL est régie par la loi SCHL, la Loi nationale sur l'habitation (LNH) et la Loi sur l'administration financière. Depuis 2012, elle est placée sous la tutelle du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), l'autorité financière fédérale, et depuis peu, le montant des prêts hypothécaires qu'elle assure est plafonné à 600 milliards CAD. La SCHL assure également un certain nombre de services sociaux comme le financement de logements d'un prix abordable et le logement des populations autochtones dans les réserves et en dehors.

Les assureurs privés de prêts hypothécaires relèvent également de la tutelle du BSIF et depuis 2013, leurs opérations sont régies par la Loi sur la protection de l'assurance hypothécaire résidentielle, qui plafonne à 300 milliards CAD le montant de l'encours des prêts protégés. Les assureurs privés acquiescent une commission pour bénéficier de la garantie de l'État (« garantie gouvernementale »), laquelle abondait un fonds spécial jusqu'en 2013. La garantie de l'État ne prenait effet qu'à épuisement du fonds et couvrait les engagements des assureurs privés seulement après constat de leur insolvabilité. Depuis, le fonds a été supprimé, le reliquat des fonds versé aux fonds propres réglementaires des assureurs privés et un relèvement des ratios de fonds propres minimums (ratios relatifs au test du capital minimal, « ratios TCM ») a été décidé.

Titrisation de créances hypothécaires

La SCHL gère deux programmes permanents de titrisation, qui aident à améliorer l'offre de prêts hypothécaires à moindre coût : l'émission de titres adossés à des créances hypothécaires, lancée en 1987 et relevant de la Loi nationale sur l'habitation (programme des TH LNH) et le programme des obligations hypothécaires du Canada (programme des OHC), introduit en 2001. Les émetteurs doivent remplir des critères d'admissibilité stricts et acquiescer une commission auprès de la SCHL, qui garantit le paiement en temps opportun du principal et des intérêts sur la totalité du portefeuille des TH LNH et des OHC. Les TH LNH sont adossés à des blocs de créances hypothécaires résidentielles assurées par la SCHL selon la *Loi nationale sur l'habitation* ou par des assureurs privés de prêts hypothécaires en vertu de la *Loi sur la protection de l'assurance hypothécaire résidentielle*. La vente de ces titres procure une source de fonds supplémentaire aux établissements de prêts hypothécaires, qui réduit leur dépendance vis-à-vis des dépôts et allège le coût des ressources. Les investisseurs dans des TH LNH perçoivent des versements mensuels sur le paiement du principal et des intérêts des créances sous-jacentes. Compte tenu de ce que ces créances sont assurées, les investisseurs sont peu exposés au risque de défaut, mais ils le sont à l'incertitude des versements, liée à un risque de remboursement anticipé et de taux d'intérêt. Les établissements financiers peuvent vendre des TH LNH soit à des investisseurs individuels, soit à la Fiducie du Canada pour l'habitation (FCH), une entité *ad hoc* administrée par la SCHL qui émet des OHC sans amortissement. En convertissant les flux de trésorerie mensuels provenant des TH LNH en versements de type obligataire (avec coupons semestriels et remboursement du capital à l'échéance), les OHC attirent un plus large éventail d'investisseurs et bénéficient d'un plus haut niveau de liquidité, contribuant à réduire un peu plus le coût du financement hypothécaire (Kiff et al., 2010). Le programme OHC a permis d'élargir la palette des prêts hypothécaires offerts aux ménages ; ainsi, le lancement d'une OHC à 10 ans en 2008 a facilité l'offre de prêts d'une durée supérieure à cinq ans (SCHL, 2012).

En 2007, le BSIF a autorisé pour la première fois les banques canadiennes à émettre des obligations sécurisées pour couvrir leurs besoins de financement hypothécaire. Ces obligations sécurisées sont garanties par un bloc d'actifs distincts, au premier rang desquels des créances hypothécaires résidentielles, et ne bénéficient pas de la garantie de la SCHL ni de celle de l'État. Toutefois, des prêts hypothécaires assurés par la SCHL et des TH LNH ont été utilisés comme sûretés pour la majorité de ces émissions d'obligations sécurisées jusqu'en 2012. En raison d'une réticence générale à autoriser les établissements financiers soumis à la réglementation fédérale d'émettre des titres d'emprunt sécurisés qui auraient priorité sur les déposants, le BSIF plafonne ce type d'émission à 4 % du total des actifs. Le budget de 2012 a mis en place un nouveau dispositif législatif applicable aux établissements financiers soumis à la réglementation fédérale qui émettent des obligations sécurisées, qui interdit d'utiliser des prêts hypothécaires assurés à titre de sûretés.

Différences entre la SCHL et les GSE aux États-Unis

La SCHL exerce ses activités d'assurance de prêts hypothécaires sur une base commerciale, mais à la différence des GSE (Fannie Mae et Freddie Mac) aux États-Unis, son but n'est pas de maximiser ses profits mais plutôt d'atteindre un degré de rentabilité raisonnable, dans le cadre de son mandat d'intérêt général. Ce mandat consiste à proposer des solutions à des segments de marché sur lesquels il y a peu d'offres de financement de la part de prêteurs privés, notamment ceux de

l'habitat collectif destiné à la location, des établissements de retraite et de soins de longue durée et de l'habitat en zones rurales. La SCHL diffère également des GSE dans la mesure où son rôle dans le financement du logement consiste à garantir une offre permanente et un choix de solutions de financement. Elle n'est investie d'aucun mandat particulier pour faciliter l'accès à la propriété immobilière de telle ou telle catégorie, alors qu'il a été demandé aux GSE de consacrer une part minimum de leurs activités de financement à l'accession à la propriété des ménages à revenu faible à moyen (CBO, 2010).

Comme la SCHL garantit intégralement les versements à la fois des TH LNH et des OHC et que les créances hypothécaires sous-jacentes sont assurées avec la garantie de l'État, les deux programmes de titrisation ont permis de réduire considérablement le coût du financement des prêts hypothécaires. Puisque c'est l'emprunteur qui paie l'assurance, mais que c'est l'établissement prêteur qui est intégralement remboursé en cas de défaillance, les établissements financiers canadiens ne sont exposés à quasiment aucun risque lorsqu'ils émettent des prêts couverts par une assurance (le prêteur paie l'assurance pour les portefeuilles de prêts assurés). Jusqu'aux modifications réglementaires de 2010, cette situation a incité les prêteurs à assurer un maximum de prêts et à les convertir ensuite en OHC qu'ils pouvaient ensuite sortir de leur bilan en les revendant sur le marché secondaire (Walks, 2012a).

Les restrictions à l'activité de prêt ont été assouplies

Les conditions de l'activité de prêt hypothécaire ont été considérablement assouplies entre 2003 et la mi-2007, compte tenu d'une extension des produits pouvant bénéficier d'une assurance garantie par l'État (tableau 4). En particulier, la SCHL a commencé à accorder une assurance pour les prêts hypothécaires capitalisés à l'échéance et les emprunteurs exerçant une activité indépendante qui ne peuvent pas faire confirmer leur revenu au moyen des documents habituels, comme pour les prêts « Alt-A » aux États-Unis. La durée maximale d'amortissement des prêts hypothécaires garantis par l'État a également été relevée de

Tableau 4. Innovations sur le marché de l'assurance prêt hypothécaire entre 2003 et 2007

Date	Mesure
2003	— Genworth Financial élargit l'éventail des sources de fonds admissibles à titre de mise de fond initiale minimum, qui peut désormais être financée par l'emprunt.
Mars 2004	— Le produit « Flex Down » de la SCHL élargit l'éventail des sources de fonds admissibles à titre de mise de fonds minimum (5 %), qui peut désormais être financée par l'emprunt.
Mars 2006	— La SCHL commence à assurer des prêts hypothécaires dont la durée d'amortissement va jusqu'à 30 ans au maximum (dans le cadre d'un projet pilote). — Genworth Financial annonce qu'elle va assurer des prêts d'une durée de 30-35 ans.
Juin 2006	— La SCHL commence à assurer des prêts hypothécaires dont la durée d'amortissement va jusqu'à 35 ans. La SCHL commence à assurer le versement des intérêts pendant les 10 premières années des prêts à amortissement <i>in fine</i> (pour les emprunteurs n'ayant pas connu d'incidents dans la gestion de leurs emprunts antérieurs).
Septembre 2006	— Genworth Financial annonce qu'elle va proposer d'assurer des prêts hypothécaires dont la durée d'amortissement va jusqu'à 40 ans (assortis de rapport prêt/valeur (RPV) pouvant aller jusqu'à 100 %), avec un remboursement uniquement des intérêts pendant les dix premières années.
Novembre-Décembre 2006	— La SCHL commence à assurer des prêts hypothécaires dont la durée d'amortissement va jusqu'à 40 ans ; la SCHL commence à proposer une assurance sur des prêts hypothécaires dont le RPV varie de 95 à 100 % (produit « Flex 100 »).
Mars 2007	— La SCHL commence à assurer des prêts hypothécaires accordés à des travailleurs indépendants ayant des difficultés à faire confirmer leur revenu au moyen des documents habituels (« Option simplifiée SCHL »).
Juillet 2007	— Le seuil de RPV au-delà duquel un prêt doit être assuré passe de 75 % à 80 %.

Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Genworth, FMI (2013).

25 à 40 ans. Certains de ces assouplissements ont été motivés par le regain de concurrence de compagnies d'assurance américaines arrivant sur le marché canadien et grignotant peu à peu la part de marché de la SCHL. Ils ont fait suite à la décision du ministère des Finances, en 2006, d'étendre sa garantie publique à un plus grand nombre d'assureurs hypothécaires privés, une décision qui a entraîné l'arrivée sur le marché de quatre sociétés venues des États-Unis. Cette décision se voulait comme une tentative d'introduire plus de concurrence et de choix sur le marché des prêts hypothécaires et d'accompagner la hausse des prix et de la demande de logements (Mohindra, 2010). Trois de ces quatre opérateurs ont quitté le marché en 2008 en raison de pertes importantes essuyées pendant l'effondrement du marché du logement aux États-Unis.

Ces produits ont permis d'élargir l'accession à la propriété à un plus grand nombre de ménages tout en augmentant notablement leur capacité d'emprunt moyenne (graphique 12). Alliés aux activités de titrisation de la SCHL, ils ont contribué à pousser à la hausse le crédit hypothécaire et les prix des logements (graphique 13). Quant au prolongement des durées d'amortissement, il peut avoir des effets néfastes sur la distribution de la richesse dans la société car il permet aux emprunteurs de souscrire des montants d'emprunt plus importants, qui majorent le coût du logement pour chacun tout en augmentant les intérêts que les emprunteurs vont verser pendant toute la durée du prêt (Walks, 2012a). Les établissements prêteurs ainsi que les ménages déjà propriétaires de leur logement bénéficient de ces innovations, au détriment des primo-accédants à la propriété, qui finissent pas payer plus qu'ils n'auraient payé sinon pour le même bien immobilier. Le produit « Flex down » de la SCHL, qui permet effectivement aux banques de prêter aux emprunteurs le montant de leur mise de fonds initiale (grâce aux « prêts hypothécaires avec remise en argent »), a eu des effets comparables car en règle générale, les banques récupéraient leur mise en facturant des taux d'intérêt plus élevés pendant les cinq premières années de la période d'amortissement et en posant des conditions restrictives à la portabilité des créances pendant ces cinq années.

Les banques peuvent utiliser les services payants d'un outil informatique dénommé Emili, de la SCHL, qui évalue les risques de prêt à partir de facteurs comme la valeur estimée du bien immobilier, les caractéristiques de l'acquéreur, les prix moyens du marché local et les impôts fonciers municipaux. Comme ce système permet d'approuver les demandes de prêt beaucoup plus rapidement et à un coût moindre par rapport à l'envoi sur place d'un expert pour estimer le bien, son utilisation s'est généralisée. Il semble qu'au plus fort du boom de l'immobilier, certaines banques s'en remettaient exclusivement à des évaluations automatisées pour l'instruction d'une grande partie de leurs prêts et leur refinancement (Robertson et Perkins, 2012). Or, les données entrées dans la base logicielle peuvent être entachées

Graphique 12. Impact d'une plus longue durée d'amortissement sur la capacité moyenne des ménages à emprunter

Source : Pomeroy (2013), « Speculators beware: You won't get rich flipping homes in the next decade », *CURE Policy Brief*, Issue #4.

Graphique 13. Hausse réelle des prix des logements et expansion du crédit hypothécaire aux ménages

Source : Indice composite national de prix de maison Teranet-Banque Nationale à partir du 2^e trimestre de 1999 ; ministère des Finances avant cette date, et Statistique Canada.

d'erreurs car elles proviennent essentiellement d'informations fournies par le vendeur, qui peut avoir tendance à gonfler la valeur de son bien. Qui plus est, les caractéristiques physiques des propriétés environnantes peuvent varier grandement et fournir des valeurs de référence inappropriées. Si des estimations sur place peuvent corriger un certain nombre de ces erreurs, des distorsions peuvent également apparaître au sein même de la profession des experts immobiliers, certains établissements de prêt favorisant les experts qui surestiment la valeur des propriétés ou permettent de gonfler les montants de prêt. Il est fréquent que les établissements financiers canadiens travaillent avec une liste d'experts agréés, une pratique déclarée illégale aux États-Unis depuis la crise financière (Robertson et Perkins, 2012).

Une surveillance financière solide et l'intervention des pouvoirs publics ont soutenu le marché du logement tout au long de la crise

À la différence de nombreux autres pays de l'OCDE qui ont vu les prix de l'immobilier flamber au cours des dix dernières années, les prix des logements au Canada ont bien résisté tout au long de la crise financière, l'indice composite Teranet ne connaissant un repli que de 8.5 % entre son point haut et son point bas, avant de réamorcer une courbe ascendante. Le taux de prêts hypothécaires en souffrance est demeuré faible pendant toute la crise avec moins de 0.5 % de l'ensemble des prêts hypothécaires, et a reculé à 0.3 % à la mi-2013 (graphique 14). De fait, la majorité des particuliers insolvable s'étant déclarés en faillite et ayant demandé un rééchelonnement de leur dette en 2007-2009 étaient des locataires (Allen et Damar, 2011). Il semble donc que l'emprunt immobilier ait moins pesé que le chômage dans les causes d'insolvabilité. Étant donné que les marchés du logement en Australie, en Nouvelle-Zélande et en Norvège ont, eux aussi, évité un effondrement, leur solidité s'explique peut-être en partie par l'avantage que leurs confèrent les cours élevés des produits de base.

La capacité de résistance du marché du logement canadien tout au long de la crise financière est souvent attribuée à une réglementation relativement stricte, à la politique de prêt prudente du système bancaire et à la garantie explicite apportée par l'État sur le marché hypothécaire (Kiff et al., 2010 ; Mason et Simon, 2009). Au Canada, le Bureau du Surintendant des institutions financières (BSIF) est la seule autorité de réglementation chargée de la surveillance des établissements collecteurs de dépôts qui relèvent de la réglementation fédérale, des compagnies d'assurance et des régimes de retraite privés. Environ 80 % de l'encours des prêts hypothécaires résidentiels au niveau national est le fait d'établissements prêteurs qui sont régis par le BSIF (Crawford et al., 2013), tandis qu'une autre fraction de 12.5 % provient des

Graphique 14. Le taux de prêts hypothécaires en souffrance demeure faible

En pourcentage

1. SCHL, adaptation de données de l'Association des banquiers canadiens en calculant le taux annuel moyen de prêts hypothécaires en souffrance. Nombre de prêts hypothécaires en souffrance en pourcentage du nombre total de prêts hypothécaires ; données fournies par neuf banques. Un prêt est considéré comme en souffrance lorsque les mensualités hypothécaires n'ont pas été payées pendant 90 jours. Le chiffre 2013 correspond au mois de juin.
2. SCHL, adaptation de données tirées des rapports annuels de la Banque de Montréal, de la Banque Canadienne Impériale de Commerce, de la Banque Royale du Canada et du Groupe Financier Banque TD (au 31 octobre de chaque année) en calculant le ratio. Les créances douteuses sont des prêts hypothécaires à l'habitation dont les paiements sont en retard de 90 jours, ou de 365 jours s'il s'agit de prêts garantis par le gouvernement, déduction faite de la provision pour pertes sur prêts. Le ratio représente la valeur des créances hypothécaires canadiennes douteuses nettes en pourcentage du total des prêts hypothécaires à l'habitation consentis au Canada.

Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL).

coopératives de crédit et des caisses populaires, qui sont régies par les provinces. Dans la mesure où les prêts hypothécaires émis par des prêteurs non réglementés sont principalement financés par les établissements collecteurs de dépôts qui relèvent de la réglementation fédérale (les prêts doivent alors suivre les normes fixées pour ces établissements, y compris la ligne directrice B-20 du BSIF discuté plus bas) ou par les programmes TH LNH et OHC de la SCHL (auquel cas les prêts doivent suivre les règles des prêts assurés qui sont assortis d'une garantie de l'État), ces prêts sont généralement aussi soumis aux normes de prêts hypothécaires du gouvernement fédéral. Cette architecture réglementaire tranche avec la réglementation fragmentaire en vigueur aux États-Unis, qui est particulière par la multiplicité des autorités réglementaires spécialisées. Le fait de n'avoir qu'une seule et même autorité de tutelle, compétente pour les établissements prêteurs du secteur bancaire et non bancaire, peut permettre de diminuer les risques de captation ou d'arbitrage réglementaire, voire de défaut de coordination (Lea, 2010). Le BSIF applique une logique de surveillance établie sur des règles, qui a vocation à être d'une portée générale et évolutive. Il peut publier des orientations sans qu'il soit besoin de légiférer ou de réglementer, et est doté des compétences juridiques pour les faire respecter.

Dans toutes les provinces à l'exception de l'Alberta, le droit de la faillite permet au prêteur de faire valoir ses droits à remboursement sur l'intégralité des actifs de l'emprunteur et de ses revenus futurs en cas de défaillance de ce dernier. Ces législations ont dissuadé les saisies stratégiques dont on estime qu'elles ont joué un rôle dans l'effondrement du marché du logement aux États-Unis, encore que des éléments récents indiquent qu'elles ont peu joué (Gerardi et al., 2013). Surtout, la proportion d'emprunteurs hypothécaires canadiens qui se sont retrouvés avec un patrimoine négatif, i.e. avec un bien immobilier d'une valeur inférieure à leur dette hypothécaire, est restée négligeable tout au long de la crise, alors que cette proportion atteignait un quart des emprunteurs aux États-Unis, à la fin de l'année 2009.

Si les établissements collecteurs de dépôts jouent un rôle prépondérant sur le marché hypothécaire canadien, ils n'étaient responsables que de 30 % des prêts immobiliers résidentiels accordés aux États-Unis avant la crise (Kiff, 2009). Il est demandé aux banques canadiennes de conserver des niveaux de fonds propres supérieurs à ceux prescrits par l'Accord de Bâle depuis 1997, en l'espèce de 7 % pour les fonds propres de base (T1) et de 10 % pour le total des fonds propres (contre respectivement 1 % et 4 % dans l'Accord de Bâle). En outre, la réglementation canadienne exige que les actions ordinaires représentent au moins 75 % des fonds propres de base (T1) et que les instruments novateurs soient plafonnés à 15 %. Cette plus grande sévérité des exigences de fonds propres a sans doute limité la possibilité pour les banques de gonfler rapidement leur bilan tout en réduisant la nécessité d'emprunter sur le marché de gros (Ratnovski et Huang, 2009). Cela étant, une étude du FMI a montré que les ratios de fonds propres (fonds propres divisés par total des actifs) et de liquidité des banques canadiennes étaient comparables à leurs homologues dans les autres pays de l'OCDE avant la crise et que leur principale source de stabilité provenait surtout de leur financement par les dépôts, plutôt que d'un financement de marché (Ratnovski et Huang, 2009).

Les dépôts ont été longtemps la principale source de financement hypothécaire au Canada. En conséquence, la titrisation des créances hypothécaires n'était pas très développée avec pas plus d'un cinquième des prêts hypothécaires résidentiels titrisés avant la crise, contre 60 % environ aux États-Unis. Moins de 2 % des créances hypothécaires canadiennes avaient été titrisées sur le marché privé, contre 14 % aux États-Unis, même si ce marché a quasiment disparu dans les deux pays depuis la crise (Kiff et al., 2010). Il est communément admis que le développement de la titrisation a été une cause majeure de la crise des *subprime* aux États-Unis. Du fait que les prêteurs qui titrisaient leurs créances n'étaient exposés à aucune perte dans l'hypothèse d'une défaillance, ce modèle « octroi, puis cession » n'a pas incité au respect de normes de souscription et a conduit à une détérioration de la qualité des actifs, ainsi qu'en témoigne la progression des prêts à risque. La forte augmentation des défaillances et *in fine*, des saisies aux États-Unis entre 2007 et 2008 a concerné prioritairement les prêts de qualité inférieure (Mayer et al., 2009). Il s'agissait de prêts consentis à des emprunteurs ayant de mauvais antécédents de crédit et de prêts assortis d'un rapport prêt/valeur (RPV) élevé, ainsi que de prêts « Alt-A », accordés à des emprunteurs dont il n'était pas possible de vérifier intégralement les actifs ou les revenus au moyen des documents habituels. Les prêts immobiliers à risque ont tous été titrisés aux États-Unis dans un premier temps sur le marché privé, mais au début des années 2000, les GSE ont constamment développé leurs investissements dans les prêts à risque et les prêts Alt-A (CBO, 2010).

Il est également possible que le rôle important qu'a joué la garantie d'assurance hypothécaire de l'État dans la fixation de normes de prêt au Canada ait contribué à freiner la croissance des prêts hypothécaires à risque. Même si ces prêts existaient avant la crise et s'étaient développés rapidement dans le pays, la plupart de ces prêts hypothécaires ne remplissaient pas les conditions requises pour bénéficier de la garantie publique. Ce facteur a sans doute empêché que le marché canadien des prêts à risque n'évolue vers les produits les plus risqués proposés aux États-Unis, notamment les prêts à amortissement négatif ou les NINJA (« No income, no job, no assets »). Les produits de ce type ont élargi le crédit à un nouveau segment d'acquéreurs immobiliers aux États-Unis et poussé les prix au-delà de ce que pouvaient supporter les revenus sous-jacents (Walks, 2012b). Bien qu'il n'existe pas de définition type de ce qu'est un prêt à risque, on estime généralement que ces prêts représentaient avant la crise 5 % du stock de prêts hypothécaires au Canada, contre 22 % aux États-Unis (MacGee, 2009).

Même ainsi, la garantie d'assurance de l'État a commencé, dès 2003, à couvrir certains types de prêts hypothécaires qualifiés généralement « de qualité inférieure », ainsi qu'il a été vu plus haut et présenté au tableau 4. Il a été dit que le Canada avait bénéficié du fait d'avoir adopté sur le tard les innovations américaines de financement hypothécaire (MacGee, 2009). Même si ces innovations ont contribué à revoir à la baisse les normes de prêt et ont conduit beaucoup d'acquéreurs modestes à souscrire des emprunts intenables aux États-Unis, il n'est guère évident que le phénomène se soit produit au Canada. La raison en est que la SCHL et les assureurs privés exigeaient plus de points de crédit pour assurer les produits

hypothécaires plus risqués offerts alors sur le marché (tableau 4). L'échelle des points de crédit varie d'ordinaire de 300 à 900 au Canada, et un score supérieur à 660 points est généralement requis pour bénéficier d'un taux avantageux. La proportion de prêts hypothécaires assurés par la SCHL et totalisant moins de 660 points est demeurée stable et représentait moins de 20 % dans les années 2000 (graphique 15). En revanche, la proportion d'accédants à la propriété totalisant moins de 620 points est passée aux États-Unis d'environ 20 % en 2003 à 28 % en 2006 (Marion, 2013). En outre, l'essentiel de l'accroissement de l'endettement des ménages au Canada, pendant cette période, a tenu moins à l'arrivée de nouveaux accédants à la propriété qu'à un refinancement hypothécaire net des propriétaires existants (Bailliu et al., 2011). Enfin, il semble que les ménages canadiens les plus prospères représentaient la majorité des nouveaux propriétaires entre 2001 et 2011 : la propriété immobilière dans les deux quintiles du haut de la distribution des revenus a progressé deux fois plus vite que dans les deux quintiles du bas parmi les ménages dont le chef a moins de 35 ans (Crawford et al., 2013).

Graphique 15. Distribution des points de crédit des prêts à RPV élevé assurés par la SCHL, approuvés chaque année

Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL).

En dépit de la solidité relative de ce système financier, les banques canadiennes n'en ont pas moins été confrontées à des difficultés de financement pendant la crise financière, et le gouvernement est intervenu directement en s'engageant à acheter des TH LNH auprès des établissements financiers pour une valeur atteignant 125 milliards CAD. Engagé en octobre 2008, le Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA) a été mené *via* une procédure d'adjudication sur offres concurrentes gérée par la SCHL, qui a pris fin en mars 2010 avec un volume d'achat d'environ 69 milliard CAD de TH LNH. La SCHL estime que le programme aura généré 2.5 milliards CAD environ de produit net d'ici à son échéance en 2014-2015 (SCHL, 2012). Le PAPHA a ainsi contribué à soutenir l'offre de crédit à long terme tout au long de la crise, à un coût financier nul et sans risque supplémentaire pour les contribuables puisque les créances sous-jacentes constituaient déjà des éléments de passif éventuels de l'État fédéral.

La réglementation du financement hypothécaire a été durcie depuis la crise

Le gouvernement a mis en œuvre, depuis 2008, une série de mesures dans le but de tempérer le marché du logement et de maîtriser les risques menaçant la stabilité financière en adoptant une réglementation prudentielle plus stricte sur la garantie d'assurance hypothécaire de l'État (tableau 5). Ces mesures visent à relever les seuils de mise de fonds initiale, à revenir à une durée maximale d'amortissement des prêts hypothécaires de 25 ans (au lieu de 40), à plafonner les RPV à 95 % (80 % pour les placements immobiliers et les refinancements hypothécaires) et à durcir les critères d'attribution de

prêts. La garantie d'assurance de l'État a été supprimée pour les marges de crédit hypothécaires (prêts garantis par la valeur acquise d'un logement) et pour les acquisitions de logements d'une valeur supérieure à 1 million CAD.

Tableau 5. **Mesures visant à durcir la réglementation de l'assurance hypothécaire depuis 2008**

Date	Mesure
Octobre 2008	<ul style="list-style-type: none"> – La durée maximale d'amortissement des nouveaux prêts hypothécaires assurés couverts par la garantie de l'État est fixée à 35 ans. – Le plafond du RPV est abaissé de 100 à 95 %. – Le seuil obligatoire des points de crédit est fixé à 600 (hormis quelques exceptions). – Nouvelles obligations documentaires pour les demandes de prêt.
Avril 2010	<ul style="list-style-type: none"> – Le plafond du RPV applicable au refinancement des prêts hypothécaires assurés est abaissé de 95 à 90 %. – La mise de fonds minimum applicable aux biens non occupés par leur propriétaire est relevée de 5 à 20 %. – Durcissement des critères d'admissibilité (tous les emprunteurs doivent remplir les conditions applicables à un crédit hypothécaire à 5 ans à taux fixe, même s'ils optent pour un prêt de plus courte durée à taux variable).
Mars-avril 2011	<ul style="list-style-type: none"> – La durée maximale d'amortissement des nouveaux prêts hypothécaires assurés couverts par la garantie de l'État est abaissée de 35 à 30 ans. – Le plafond du RPV applicable au refinancement de prêts hypothécaires est abaissé de 90 à 85 %. – La garantie d'assurance de l'État est supprimée pour les prêts sans amortissement garantis par la valeur acquise d'un bien.
Juillet 2012	<ul style="list-style-type: none"> – La durée maximale d'amortissement des nouveaux prêts hypothécaires assurés couverts par la garantie de l'État est abaissée de 30 à 25 ans. – Le plafond du RPV applicable au refinancement de prêts hypothécaires est abaissé de 85 à 80 %. – Les rapports d'amortissement brut de la dette et d'amortissement total sont fixés respectivement à 39 % et 44 %. – La garantie d'assurance de l'État est supprimée pour les logements dont le prix d'acquisition est supérieur à 1 million CAD.
Octobre 2012	<ul style="list-style-type: none"> – Les incitations ou rabais proposés par les établissements financiers ne sont plus admis à titre de mise de fonds (ce que l'on appelle « prêts avec remise en argent »). – Il devient obligatoire de fournir et de vérifier les justificatifs de revenus et de statut de l'emprunteur au regard de l'emploi. – Il est interdit aux banques de recourir à des prêts hypothécaires assurés à titre de sûretés pour l'émission d'obligations sécurisées.
Budget de 2013	<ul style="list-style-type: none"> – Il est interdit aux prêteurs d'assurer dans le cadre d'un contrat de portefeuille leurs créances hypothécaires dont le RPV est inférieur à 80 %, sauf si elles font partie d'un programme de titrisation de la SCHL. – Il est interdit aux prêteurs d'utiliser des prêts assurés dans des programmes de titrisation non gérés par la SCHL.
Mai 2014	<ul style="list-style-type: none"> – La garantie d'assurance de l'État est supprimée pour l'achat d'une résidence secondaire et pour les travailleurs indépendants sans confirmation de revenu par un tiers.

Source : SCHL, Genworth, Walks (2012a), ministère des Finances.

Il semble que ces mesures aient porté leurs fruits : les emprunts des ménages, les mises en chantier de logements, les ventes immobilières et la hausse des prix de l'immobilier marquent tous le pas depuis la mi-2012. Une analyse des Services économiques TD (2012) révèle que le durcissement des règles

d'assurance hypothécaire a infléchi l'expansion du crédit aux ménages de 2-3 points de pourcentage, en moyenne, entre 2008 et 2012, et qu'il a également fait baisser les ventes de logements de 17 % à la fin de 2011, par rapport aux anticipations des modèles. Ce qui suggère que la diminution des durées d'amortissement a le plus freiné la demande de logements, un ralentissement équivalent à une hausse cumulée de près de 2 points des taux d'intérêt. Plus récemment une étude du FMI (2014a), a démontré que l'effet le plus important venait du resserrement des exigences de RPV pour les nouveaux prêts hypothécaires et le refinancement des prêts. Pour autant, si l'impact sur les ventes et l'expansion du crédit ont persisté, la baisse immédiate des prix des logements après chaque tour de vis supplémentaire de la réglementation a été de courte durée (graphique 13). Les prix et les reventes de logements ont connu un nouveau rebond en 2013, même s'ils s'expliquent peut-être par une remontée temporaire de la demande, les acheteurs anticipant une hausse future des taux hypothécaires due à des rendements obligataires à long terme en hausse pendant l'été.

Les évolutions réglementaires ont, en gros, ramené la réglementation du financement hypothécaire au même niveau qu'au début des années 2000, toutefois avec des normes de crédit légèrement plus strictes que celles appliquées avant le début de la période d'assouplissement (Walks, 2012a ; Services économiques TD, 2012). Il semble que les banques aient considérablement réduit leur exposition au risque : le pourcentage de prêts à RPV élevé, assurés par la SCHL et accordés à des emprunteurs totalisant moins de 660 points de crédit, a rétrogradé de 17 % en 2007 à 7 % en 2012 (graphique 15). Le gain correspondant a bénéficié à des ménages affichant plus de 700 points de crédit. Bien que les évolutions réglementaires aient rendu à court terme plus difficile l'arrivée des primo-accédants sur le marché, cette limitation de la capacité d'emprunt devrait permettre de relâcher les tensions à la hausse sur les prix des logements et, *in fine*, rendre ces derniers plus accessibles. De surcroît, un rapport annuel publié par l'Association canadienne des conseillers hypothécaires accrédités indique que les primo-accédants à la propriété représentaient encore 57 % des acquéreurs de logements en novembre 2013, en glissement annuel (Dunning, 2013). Cette proportion est comparable à celle observée en 2010-2011, d'après une étude du Groupe Altus, qui indiquait que les intentions des primo-accédants à la propriété étaient alors en deçà de la moyenne constatée entre 2002 et 2009.

D'autres évolutions réglementaires pourraient se révéler nécessaires si les facteurs de vulnérabilité continuaient d'augmenter, sous l'effet d'une progression de l'endettement des ménages plus rapide que les revenus. Ainsi, on pourrait encore abaisser le plafond de RPV pour les primo-accédants (actuellement à 95 %) comme le recommande le FMI (2014a). Sinon, pour que les ménages soient moins exposés à un risque de hausse future des taux d'intérêt, les autorités pourraient imposer qu'un taux d'intérêt plancher soit retenu dans l'évaluation préalable à l'octroi du prêt, comme le suggère Alexander (2012). Ce taux plancher pourrait être égal au taux hypothécaire moyen à long terme, ce qui permettrait de ne pas modifier le taux effectif de la transaction tout en contribuant à ce que les emprunteurs soient en capacité de faire face à leurs dettes en cas de hausse des taux d'intérêt. Cependant cela réduirait l'efficacité de la politique monétaire dans son action de relance en cas de repli de l'activité.

Outre ces évolutions réglementaires, le BSIF a publié, en 2011, une ligne directrice révisée relative au « test du capital minimal » (TCM), applicable aux assureurs hypothécaires privés, qui utilise une formule de calcul en fonction des risques pour fixer des niveaux de capital minimal (fonds propres) et définir les « instruments de capital » pouvant être utilisés. Toujours en 2011, le gouvernement a également mis en place un nouveau cadre législatif pour officialiser les modalités d'assurance des prêts hypothécaires liant les assureurs privés et la SCHL. Ce cadre comporte notamment la *Loi sur la protection de l'assurance hypothécaire résidentielle* applicable aux assureurs du secteur privé, ainsi que des dispositions entrées en vigueur le 1er janvier 2013 (encadré 1.2). Ces dispositions fixent des critères minimums applicables à la désignation des prêteurs agréés ainsi qu'aux instruments de prêt pouvant bénéficier d'une assurance de la SCHL et du secteur privé.

Plusieurs mesures ont été mises en place pour renforcer la gouvernance et la surveillance de la SCHL. En réponse aux recommandations formulées dans le rapport du Conseil de stabilité financière, *Peer review of Canada* (Conseil de stabilité financière, 2011), invitant les autorités à renforcer la communication et la déclaration d'informations sur la situation du marché hypothécaire et sur son évolution, la SCHL a entrepris, au troisième trimestre de 2011, de publier des rapports financiers trimestriels. Le budget de 2012 a placé les activités marchandes de la SCHL sous la surveillance officielle du BSIF et a conféré au ministère des Finances l'autorité législative et réglementaire sur les programmes de titrisation de la SCHL et ses nouveaux programmes à vocation commerciale. Il a été fixé comme autre objectif à la SCHL de s'assurer « que ses activités commerciales favorisent la stabilité du système financier, y compris le marché du logement, et qu'elles y contribuent » (Ministère des Finances, 2012). Dans la pratique toutefois, la SCHL vise depuis longtemps des niveaux de fonds propres deux fois supérieurs au TCM et ses pratiques de gestion de risques ont toujours respecté la réglementation du BSIF. Le 30 mai 2014, la SCHL a retiré ses produits d'assurance prêt hypothécaire Résidence secondaire et Travailleurs autonomes sans confirmation du revenu par un tiers. Par suite des changements apportés au mandat de la SCHL, à savoir contribuer à la stabilité du marché du logement, la Société réalise un examen de ses activités d'assurance prêt hypothécaire. Les mesures qui suivent sont les premières modifications résultant de cet examen. Le 1^{er} mai 2014, la SCHL a augmenté ses primes d'assurance prêt hypothécaire pour propriétaires-occupants afin de tenir compte du rehaussement de ses cibles de capital.

Le BSIF a publié, en juin 2012, une nouvelle « Ligne directrice B-20, *Pratiques et procédures de souscription de prêts hypothécaires résidentiels* », applicable aux établissements financiers relevant de la réglementation fédérale. Cette ligne directrice s'inspire des principes du Conseil de stabilité financière, *Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices*, publiés en 2012. Il y est posé en principe que les décisions de prêt doivent reposer au premier chef sur la capacité avérée de l'emprunteur d'acquitter ses dettes, et moins sur la valeur des sûretés. Afin d'écarter les risques d'erreur dans l'évaluation des biens évoqués plus haut, la ligne directrice conseille aux banques de procéder à des évaluations sur place et de ne pas s'en remettre à un seul et même outil. Il est également recommandé qu'en cas d'évaluation par un tiers, les évaluateurs soient « indépendants des processus d'acquisition du bien immobilier, de traitement du prêt et de la décision de crédit ». En avril 2014, le BSIF a publié le texte à l'étude de la Ligne directrice B-21, *Pratiques et procédures de souscription d'assurance hypothécaire résidentielle* pour les assureurs de prêts hypothécaires. Le texte formalise plusieurs principes qui sont déjà d'application courante, y compris celui d'exercer une « vigilance raisonnable à l'égard des pratiques de souscription des prêteurs ». S'y ajoute une nouvelle obligation pour les assureurs hypothécaires, en l'espèce commencer à communiquer des renseignements sur leurs portefeuilles de prêts, y compris sur la répartition des rapports prêt-valeur, des durées d'amortissement et des taux de défaillance. Il s'agit d'un changement tout à fait positif, qui aidera à combler certaines lacunes dans les données nécessaires pour évaluer correctement les risques du marché du logement.

Le système de financement du logement semble reposer sur une structure saine

La relative bonne tenue du marché du logement et du secteur bancaire tout au long de la crise financière mondiale montre que le Canada dispose d'un système de financement du logement efficace qui, globalement, a aidé à stabiliser les conditions d'accès à la propriété. Même si certaines insuffisances dans la surveillance réglementaire exercée sur l'assurance hypothécaire et les pratiques de prêt pendant la période de forte expansion ont joué un rôle dans l'accroissement procyclique de l'endettement et des prix des logements, les autorités ont depuis lors pris des mesures pour remédier aux faiblesses du système.

Les pertes sur créances bancaires demeurent faibles et la majorité des prêts hypothécaires au logement sont généralement inscrits au bilan des banques, plutôt que titrisés, ce qui incite normalement les banques à appliquer des normes de souscription strictes. Qui plus est, les Normes internationales d'information financière (IFRS) interdisent désormais, depuis janvier 2011, de traiter hors bilan les actifs hypothécaires

cédés *via* les programmes de titrisation de la SCHL et obligent les établissements financiers relevant de la réglementation fédérale à conserver au bilan leurs créances titrisées. Cette modification exige des prêteurs qu'ils détiennent des fonds propres en contrepartie de ces actifs titrisés.

Les dépôts demeurent la principale source de financement hypothécaire, ce qui a été une source de stabilité tout au long de la crise, ainsi qu'il a été observé plus haut. Même si l'on ne sait pas exactement pourquoi les banques canadiennes dépendent plus que d'autres des dépôts pour se financer, la structure du secteur bancaire peut en être en partie l'explication. Il est possible que la prédominance de six grandes banques, qui sont hautement rentables et peu exposées à la concurrence extérieure, permette de résister aux pressions qui s'exercent pour développer des parts de marché et prendre des risques (Ratnovski et Huang, 2009).

Le recours massif à l'assurance hypothécaire au Canada remplit un certain nombre de fonctions utiles dans le système financier et plus généralement, dans l'économie. L'une est d'apporter un regard extérieur sur les pratiques des établissements prêteurs (Lea, 2010). Une autre de ses fonctions est de favoriser la stabilité en réduisant les effets procycliques : les assureurs du secteur privé sont incités à modérer leurs prêts à haut risque au point haut du cycle économique et à faire en sorte que le crédit soit toujours distribué au point bas du cycle (Joyce et Molesky, 2009). L'assurance hypothécaire aide également à développer l'offre de fonds pour le financement hypothécaire en garantissant des créances qui peuvent être revendues ensuite sous forme de blocs de titres sur le marché secondaire. Elle développe également l'accession à la propriété en transférant les risques d'événements extrêmes en dehors des établissements prêteurs. Ces derniers peuvent alors accepter des mises de fonds plus faibles sans prendre de risque supplémentaire, permettant ainsi à une plus large fraction des ménages d'acquérir un logement. Cependant, élargir l'accession à la propriété peut avoir un coût, notamment sous la forme d'une moindre mobilité de la main-d'œuvre.

L'obligation d'assurer tous les prêts à RPV élevé au Canada aide à pérenniser le marché de l'assurance hypothécaire en limitant les possibilités d'antisélection des emprunteurs. En l'absence d'une telle règle, les prêteurs pourraient choisir de n'assurer que les prêts de tel ou tel groupe à risque, notamment les emprunteurs dont la solvabilité est faible ou marginale (Joyce et Molesky, 2009). De telles pratiques pourraient rendre difficile la diversification des risques des assureurs et la facturation de primes raisonnables. Toutefois, cette obligation nécessite effectivement que le gouvernement intervienne sous une forme ou une autre dans l'offre d'assurance hypothécaire. La raison tient à ce que ce type d'assurance est sujet à des risques de pertes massives dus à l'effondrement en chaîne des prix des logements lors d'une crise, qui peut être source de défaillances à grande échelle. En pareilles circonstances, l'offre d'assurance privée peut diminuer au moment même où elle est le plus nécessaire.

Une défaillance généralisée est peu probable sauf si une insuffisance d'ensemble des normes d'octroi du crédit hypothécaire permet que la contagion se propage du secteur bancaire au secteur de l'assurance (BRI, 2013). À cet égard, le Canada est dans une situation relativement favorable puisqu'il bénéficie de solides normes d'octroi de prêt et de souscription d'assurance hypothécaire. Les établissements prêteurs sont vivement incités à respecter certains critères de souscription en tant que condition du maintien de leur statut de prêteur agréé par la SCHL pour bénéficier de la garantie d'assurance publique. Toutefois, cet équilibre peut devenir instable si des insuffisances se font jour dans la réglementation du fait de pressions tenaces qui s'exercent sur les prêteurs et les assureurs pour abaisser leur niveau d'exigences et accroître leur marge de rentabilité. De tels signes de pressions déstabilisatrices se sont manifestés en 2011, lorsqu'il est apparu que les établissements financiers canadiens avaient peu à peu assoupli les critères appliqués aux prêts hypothécaires et aux prêts gagés par un bien immobilier, notamment en permettant aux emprunteurs de contourner les procédures de vérification de leurs revenus (Mayeda, 2012). La publication de la Ligne directrice B-20 du BSIF, l'année suivante, a permis de remédier à ces dérapages. Toutefois, cette incitation

à exploiter les opportunités d'arbitrage réglementaire souligne la nécessité de structurer le système de façon à aligner les intérêts du secteur privé sur ceux du secteur public.

La demande de titrisation des créances hypothécaires doit continuer à être suivie attentivement

La titrisation des prêts hypothécaires couverts par la garantie d'État a considérablement progressé depuis 2007 – avec un montant de TH LNH en passif qui devait plus que doubler à la fin de 2012 (graphique 16). L'accélération observée entre 2008 et 2010 correspond aux achats de TH LNH par les pouvoirs publics *via* le programme PAPHA. TH LNH correspondent désormais à plus d'un tiers du total de l'encours de prêts hypothécaires résidentiels, contre un cinquième seulement en 2007, et constituent la composante essentielle du secteur bancaire parallèle canadien (Gravelle et al., 2013). L'avantage qu'offrent les programmes TH LNH et OHC pour la collecte de ressources a favorisé le développement d'une catégorie de petits prêteurs non traditionnels, qui se financent moins par les dépôts que sur les marchés. Cette catégorie comprend des sociétés fiduciaires, des établissements spécialisés dans le crédit hypothécaire non collecteurs de dépôts et des courtiers-fournisseurs, ces derniers étant souvent des filiales d'établissements financiers étrangers dont l'activité consiste à acheter des créances hypothécaires assurées auprès de petits prêteurs en vue de leur titrisation (Banque du Canada, 2013). À la fin de 2012, les neuf premiers prêteurs non traditionnels représentaient 15 % de l'émission totale de TH LNH, soit plus du double du chiffre de 2007 (Gravelle et al., 2013). Dotés en règle générale d'un plus grand levier financier et plus exposés aux risques de refinancement et de taux d'intérêt, ces prêteurs seraient les plus vulnérables à un choc extérieur. Qui plus est, bon nombre de ces entités sont spécialisées dans les prêts de qualité inférieure, dont on estime qu'ils sont en léger rebond depuis la crise et qu'ils entrent pour 7 % environ dans l'augmentation globale des prêts hypothécaires résidentiels (Tal, 2012).

Graphique 16. Proportion de l'encours de prêts hypothécaires résidentiels titrisés dans le cadre du programme TH LNH¹

Note : Les données ne sont indiquées que jusqu'en 2010 en raison de changements intervenus dans la comptabilisation des TH LNH dans les bilans, après l'adoption par le Canada des Normes internationales d'information financière (IFRS) en 2011, ce qui complique la comparaison des données postérieures à 2010 avec les données antérieures.

Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement.

Pour limiter l'exposition du gouvernement fédéral aux TH LNH, le budget de 2013 a interdit d'utiliser les prêts hypothécaires garantis par l'État dans les programmes de titrisation en dehors de ceux administrés par la SCHL. Un plafond annuel a été mis en place sur le montant de TH LNH garantis par la SCHL, fixé à 85 milliards CAD pour 2013. À la suite d'une augmentation inattendue de la demande pour ces titres et compte tenu du fait que les banques en avaient déjà émis pour 66 milliards CAD à la fin juillet, un plafond supplémentaire a été décidé en août 2013, limitant le montant maximum de titres admissibles à

350 millions CAD par mois pour chaque prêteur. Le budget de 2014 abaisse encore ce plafond à 80 milliards CAD et plafonne les OHC à 40 milliards CAD.

L'émission d'obligations sécurisées a également connu une forte croissance depuis le lancement du programme, passant de 2.8 milliards CAD en 2007 à 66 milliards CAD en 2012. La plupart de ces obligations sécurisées ont fait appel à des prêts hypothécaires garantis par l'État à titre de sûretés, mais depuis 2012 cette pratique est interdite.

Du fait de leur garantie publique, la multiplication des TH LNH n'est guère risquée, en particulier parce que la majorité des établissements financiers qui les émettent sont désormais soumis aux dispositions de la Ligne directrice B-20 du BSIF relative aux normes de souscription de l'assurance hypothécaire. Il n'en demeure pas moins que cette progression de la titrisation des créances hypothécaires peut, plus généralement, contribuer à une plus forte instabilité du système financier en y introduisant plus de complexité et en rendant plus difficile l'évaluation des risques et leur tarification. Cette évolution renforce aussi les interdépendances entre les risques liés à la sphère macroéconomique, à la finance, aux ménages et au secteur public (Gravelle et al., 2013).

Par ailleurs, l'importance grandissante des prêteurs non traditionnels sur le marché du crédit hypothécaire peut comporter des risques. Parmi les neuf premiers émetteurs non bancaires de TH LNH, quatre ne relèvent pas de la réglementation du BSIF et deux autres sont des filiales de banques étrangères, placées sous la surveillance du BSIF mais non soumises à ses exigences de fonds propres et de liquidités. Si les prêteurs non traditionnels n'ont financé qu'environ 5 % de l'encours total de prêts hypothécaires au cours de ces dernières années, ceux qui ne relèvent pas de la réglementation du BSIF en représentaient la fraction en plus forte expansion en 2013 (Banque du Canada, 2013). Certains sont réglementés au niveau provincial, mais les autorités réglementaires des provinces n'ont peut-être pas la capacité et les ressources nécessaires pour exercer une surveillance rigoureuse, et peu ont adopté des directives équivalentes à la ligne directrice B-20 du BSIF (FMI, 2014a). Ainsi que le préconise le FMI (2014b), la coopération et l'échange d'informations entre le BSIF et ses homologues au niveau des provinces gagneraient à être renforcés. Des travaux récents sur la crise de l'immobilier aux États-Unis ont montré que des différences de réglementation entre banques et sociétés de crédit hypothécaire non bancaires ont contribué à dégrader la qualité des critères de prêt hypothécaire (Demyanyk et Loutskina, 2012). Cette dégradation est intervenue parce que des incohérences dans la couverture et l'application de la réglementation ont permis aux banques détenant des sociétés de crédit hypothécaire de s'engager dans des activités plus risquées *via* leurs filiales peu réglementées. Les sociétés de crédit hypothécaire non bancaires étaient à l'origine d'environ la moitié du total des prêts hypothécaires aux États-Unis avant 2006 et prédominaient sur le marché des prêts à risque. Même si rien n'indique qu'il en a été de même au Canada, où ce secteur joue un rôle nettement moindre, une observation plus attentive de ce segment en forte expansion s'impose.

Ajustements visant à réduire les risques pour les contribuables et à améliorer la concurrence

Le système de financement du logement au Canada est inhabituel par le degré d'implication de l'État : s'il existe des programmes d'assurance hypothécaire dans plus d'une trentaine de pays dans le monde, dont les deux tiers environ sont le fait des pouvoirs publics (Blood, 2009), une poignée de pays seulement s'en remettent massivement à une entité publique pour l'assurance hypothécaire (BRI, 2013). En outre, la garantie publique au Canada couvre l'intégralité des créances assurées par la SCHL, non pas seulement la tranche des 10 à 30 % de premières pertes, comme c'est le cas dans la plupart des autres pays.

Le rôle prédominant de la SCHL implique une concentration majeure de risques pour les finances publiques. La garantie de l'État peut détourner le crédit bancaire vers les prêts hypothécaires résidentiels, au détriment d'autres types d'actifs, et engendrer des inefficiences dans l'allocation des ressources. Elle peut aussi exposer les contribuables à plus de risques que nécessaire pour la liquidité et l'efficacité du

marché. Comme on l'a vu aux États-Unis, la garantie de l'État fédéral facilite le crédit, mais peut encourager des comportements de recherche de profits, risqués sur le plan actuariel, et exposer les contribuables à des risques excessifs, même s'il existe des différences notoires entre la SCHL et les GSE (encadré 1.2).

Jusqu'à présent, la relative solidité de la réglementation prudentielle au Canada a permis de maîtriser les prises de risques excessives et aucune nouvelle réforme majeure n'est requise. Toutefois, des changements mineurs, comme l'introduction d'une franchise dans l'assurance hypothécaire, pourraient aider à consolider un peu plus le système financier en y intégrant des incitations à maintenir de la rigueur dans l'examen des prêts et à maîtriser les problèmes d'antisélection (BRI, 2013). Ainsi, la réduction de la couverture à 80 % des pertes sur les créances permettrait de maintenir une fraction non négligeable du risque au niveau du prêteur et donc, de mieux aligner les intérêts du public et du privé au niveau à la fois de l'assureur et du prêteur. Cependant le gouvernement devrait évaluer soigneusement un certain nombre d'implications concernant le système de financement du logement : comme par exemple l'impact d'un éventuel encadrement du crédit et d'une différenciation des taux d'intérêt sur les emprunteurs, la titrisation par la SCHL, les exigences de fonds propres et de liquidités pour les prêteurs et la concurrence sur le marché des prêts hypothécaires.

Introduire plus de concurrence sur le marché de l'assurance hypothécaire pourrait également aider à diversifier les risques des marchés de capitaux sur des entités autres que la SCHL et à réduire les engagements potentiels supportés par les contribuables. Même s'il existe deux autres assureurs privés sur le marché (Genworth Financial et Canada Guaranty), le système n'instaure pas de conditions équitables étant donné l'avantage que procure la SCHL avec une garantie à 100 % dans l'hypothèse peu probable d'épuisement des fonds propres, contre 90 % seulement pour ses concurrents privés. Cela signifie que les prêteurs peuvent, pour couvrir leurs prêts hypothécaires assurés par la SCHL, détenir moins de fonds propres que pour leurs prêts assurés par les deux sociétés privées, ce qui a limité leurs parts de marché. La SCHL supporte des risques supplémentaires en opérant sur des marchés dont le secteur privé est absent, notamment le logement en zones rurales et les établissements de soin, mais l'on ne sait pas si les coûts supplémentaires ainsi engendrés contrebalancent l'avantage comparatif qu'elle détient sur ses concurrents privés.

Le gouvernement fédéral a effectivement un passif important lié à la fois à la SCHL et aux assureurs privés. Mais la SCHL fait régulièrement des « scénarios de crise » internes et participe périodiquement à des exercices avec le FMI. Elle est aussi sous la supervision du BSIF (comme le sont les assureurs privés) pour s'assurer qu'elle fonctionne de façon sûre et saine et elle avait plus de 14 milliards CAD de fonds propres à la fin de 2013. Comme pour les assureurs privés, ce capital correspond à plus du double des exigences du BSIF. Le gouvernement a aussi pris plusieurs mesures pour revoir à la baisse son exposition au marché du logement et favoriser un rôle accru du secteur privé sur le marché hypothécaire. Au titre de ces mesures, on citera le plafonnement annuel du montant de TH LNH que l'État garantit et la mise en place, dès janvier 2014, d'une « redevance pour risques » sur les activités d'assurance hypothécaire de la SCHL. Cette redevance consiste pour la SCHL à verser à l'État une taxe égale à 3.25 % de l'ensemble de ses revenus de primes et 10 points de base sur toute nouvelle assurance de portefeuille (qui couvre les prêts à faible RPV) souscrite. Cette taxe va au-delà du taux de 2.25 % prélevé sur les primes que les assureurs privés doivent acquitter pour bénéficier de la garantie publique. Pour 2014, la SCHL a réduit de 11 milliards CAD à 9 milliards CAD le montant d'assurance de portefeuille qu'elle émet chaque année. Enfin, dans son budget pour 2014, le gouvernement a aussi annoncé son intention de lier l'assurance de portefeuille à l'utilisation des véhicules de titrisation de la SCHL et d'interdire l'utilisation des prêts hypothécaires assurés par l'État comme sûreté dans les programmes de titrisation qui ne sont pas commandités par la SCHL. D'autres évolutions devraient intervenir pour augmenter progressivement la part de marché du secteur privé de l'assurance hypothécaire, notamment l'abaissement du plafond de l'encours total des prêts hypothécaires que la SCHL peut assurer (fixé actuellement à 600 milliards CAD,

dont 557 milliards avaient été utilisés à la fin 2013). Finalement, une augmentation du plafond du montant de l'encours total des prêts hypothécaires que les prestataires privés peuvent assurer, pourrait être justifiée (de 300 milliards CAD aujourd'hui, dont 164 milliards utilisés à la fin du mois de mars 2013) par une hausse correspondante de l'activité de l'assurance des prêts hypothécaires dans le secteur privé ou un renchérissement potentiel du logement.

Le gouvernement fédéral devrait également examiner si à plus long terme, il ne faudrait pas mieux, au nom de l'efficacité et de la transparence, séparer et privatiser les activités d'assurance de la SCHL. Cette séparation ferait évoluer le rôle de l'État vers la garantie exclusive des pertes massives, son domaine d'intervention par excellence. Cette évolution n'affecterait pas la capacité du gouvernement à fixer des prescriptions prudentielles minimales applicables à l'assurance et aux prêts hypothécaires. Plutôt que d'utiliser la SCHL comme levier principal, le gouvernement pourrait continuer d'exercer son contrôle en fixant des critères d'admissibilité pour que tous les assureurs bénéficient de la garantie publique. Les priorités de la SCHL, propriété de l'État canadien, se concentreraient alors uniquement sur ses autres missions, à savoir le financement du logement social, la gestion de ses programmes de titrisation et la publication de rapports, d'analyses et de données de qualité sur le marché du logement canadien. Compte tenu de l'importance systémique de la SCHL, une telle transition devrait se faire progressivement et dans la transparence, après consultation des principales parties prenantes. L'État devrait étudier des mesures pour assurer une offre continue sur des segments de marché où les opérateurs sont peu nombreux, notamment celui de l'habitat collectif et de l'habitat en zones rurales. L'État devrait aussi examiner attentivement sa capacité à atteindre ses objectifs en matière de financement du logement et de stabilité financière dans le contexte d'une part de marché réduite de la SCHL.

L'accessibilité financière du logement s'est dégradée de façon disproportionnée pour les ménages modestes

La hausse des prix des logements par rapport aux revenus a inévitablement conduit à une dégradation de l'accessibilité financière du logement, en particulier pour les ménages situés au bas de l'échelle des revenus. Si l'on retient la définition de l'accessibilité donnée par la SCHL, selon laquelle les dépenses de logement doivent être inférieures à 30 % du revenu avant impôt, l'enquête nationale auprès des ménages de 2011 révèle qu'un quart des ménages ne répondent pas à cette norme, soit un peu plus que les 22 % décomptés dans le recensement de 1981 (à partir d'échantillons qui ne sont toutefois pas strictement comparables). D'après la SCHL, en 2010, 13,2 % des ménages urbains avaient des « besoins impérieux en matière de logement », soit un peu plus que les 12,8 % de 2006 mais moins que le niveau de 13,6 % enregistré en 1991. On dit d'un ménage qu'il a des besoins impérieux en matière de logement lorsqu'il remplit les deux critères suivants : son habitation n'est pas conforme aux normes d'acceptabilité et son revenu est insuffisant pour lui permettre d'accéder à un logement acceptable. Un logement est dit acceptable s'il réunit trois conditions : *i*) le nombre de chambres est suffisant compte tenu du type de ménage, *ii*) il ne nécessite pas de réparations majeures, et *iii*) son coût est inférieur à 30 % du revenu du ménage avant impôt. C'est sur les marchés où les prix de l'immobilier sont le plus élevés que les besoins impérieux en matière de logement sont le plus fréquents : 20 % des ménages à Vancouver et 18 % à Toronto. En outre, ces besoins sont sensiblement plus répandus parmi les ménages autochtones, surtout à l'intérieur des réserves, puisqu'un tiers d'entre eux étaient concernés en 2006, contre 28 % en 2001.

La proportion de ménages aux prises avec des problèmes d'accessibilité a augmenté beaucoup plus vite parmi les locataires que parmi les propriétaires, passant respectivement de 30 % à 40 % et de 15 % à 18,5 % entre 1981 et 2011 (graphique 17). L'essentiel de la hausse s'étant produite dans les années 90, à un moment où les prix réels des logements étaient stationnaires, elle pourrait être le reflet des coupes opérées dans les programmes de logements sociaux. Les locataires (dont le revenu moyen est en général plus faible que celui des propriétaires-occupants) représentent environ un quart de tous les ménages occupant un logement privé, mais la moitié de ceux confrontés à des problèmes d'accessibilité.

Graphique 17. **Part des ménages qui consacrent plus de 30 % de leur revenu avant impôt au logement**

Note : Pour les ménages propriétaires, les coûts d'habitation incluent, s'il y a lieu, les paiements hypothécaires, les coûts pour l'électricité, le chauffage, l'eau et les autres services municipaux, l'impôt foncier et les frais de copropriété. Pour les ménages locataires, les coûts d'habitation incluent le loyer mensuel et les coûts pour l'électricité, le chauffage, l'eau et les autres services municipaux.

Source : Statistique Canada.

Le logement social représente environ 5 à 6 % du parc immobilier canadien et cette part n'a pas beaucoup augmenté depuis le début des années 90, lorsque le gouvernement fédéral a transféré la mise en œuvre de la plupart des nouveaux programmes aux provinces et territoires. En conséquence, une part importante du stock existant a vieilli et nécessite à présent de sérieux travaux de réparation et d'entretien. Les provinces et les territoires administrent aujourd'hui environ 80 % du parc de logements sociaux, et les programmes visent généralement les ménages ayant des besoins impérieux en matière de logement. L'Initiative en matière de logement abordable (ILA) adoptée en 2001 a marqué l'abandon progressif des subventions fédérales continues à long terme au profit d'un nouveau modèle de financement par apport initial de capital, avec versement d'une contribution équivalente par les provinces/territoires et parfois par d'autres intervenants (municipalités, promoteurs privés ou sans but lucratif). Ce programme a pris fin en 2011, date à laquelle il avait fourni au total 1.2 milliard CAD de financements fédéraux pour créer plus de 52 000 nouveaux logements bon marché. L'Investissement dans le logement abordable (IDLA), successeur de l'ILA, est un nouveau dispositif auquel le gouvernement fédéral a prévu d'allouer 716 millions CAD pour la période 2011-2014, là encore complétés par des contributions équivalentes des provinces et des territoires, pour financer toute une gamme de services dans le secteur du logement social. Les administrations provinciales et territoriales assument l'entière responsabilité de la conception et de la mise en œuvre du programme, qui peut être utilisé notamment pour des projets de construction ou de rénovation, des aides au loyer et des allocations-logement. En plus du financement permanent, le gouvernement fédéral a fait des investissements ponctuels dans le logement abordable privé et social. En 2006, 1.4 milliards CAD ont été alloués sur trois années à trois organismes de logements abordables à but non lucratif. En 2009, le gouvernement fédéral a investi plus de 2 milliards CAD sur deux ans dans la construction de nouveaux logements et la rénovation de logements sociaux dans le cadre de la relance suite au ralentissement économique.

L'arrivée à terme dans les dix années qui viennent des accords d'exploitation conclus entre l'État les provinces et les territoires pour la gestion d'une grande partie du stock de logements publics va poser la question de la viabilité d'une part considérable du parc locatif social. Ces accords ont pour but de couvrir les coûts d'exploitation et le service de la dette hypothécaire afférents aux logements publics bâtis entre les années 50 et le début des années 90. Les subventions qu'ils prévoient doivent en principe s'éteindre à

l'échéance des emprunts hypothécaires correspondants, car on a supposé que les loyers perçus seraient alors suffisants pour financer les dépenses de fonctionnement et d'investissement. Or, dans la mesure où le logement social a été de plus en plus ciblé sur les ménages démunis, avec des loyers adaptés à leurs ressources, les recettes n'ont pas suivi la hausse des coûts d'exploitation (Pomeroy, 2011a). D'après une étude, un tiers des logements sociaux existants pourrait être menacés lorsque les aides fédérales s'arrêteront (Pomeroy, 2006). Si les administrations provinciales et territoriales semblent décidées à fournir les subventions nécessaires pour continuer d'exploiter ces propriétés, beaucoup se heurteront à des difficultés de financement lorsqu'il s'agira d'effectuer des réparations. Les initiatives du gouvernement du Canada depuis 2009 aideront à combler une partie de ces besoins à savoir la mise à disposition de quelques 2 milliards CAD d'investissement dans le logement social en 2011 ainsi que 2 milliards CAD pour les prêts à bas coût pour les infrastructures municipales liées au logement et l'extension de l'IDLA jusqu'en 2019. En outre, le gouvernement fédéral prévoit d'économiser plus de 500 millions CAD par an jusqu'en 2020 avec l'expiration des subventions (Pomeroy, 2011a) ; une partie de ces économies pourraient être affectées à la rénovation et à l'amélioration énergétique de logements publics qui nécessitent des réparations mais dont le fonctionnement est viable.

Il pourrait y avoir une pénurie de logements locatifs abordables

La part des ménages locataires dans le secteur privé est en recul : 31 % en 2011, contre 40 % en 1971, car les taux d'accession à la propriété ont augmenté. En conséquence, la part du logement locatif dans l'ensemble du parc résidentiel diminue régulièrement depuis son pic de 42 % en 1972 ; elle était tombée à 37 % en 2000, date à partir de laquelle Statistique Canada a cessé de produire des séries. Depuis lors, les nouveaux logements locatifs n'ont représenté que 10 % de toutes les mises en chantier de logements, environ moitié moins qu'au début des années 90.

Cette tendance suscite des craintes concernant d'éventuelles pénuries de logements locatifs. Il est important de pouvoir disposer d'un stock dynamique de logements locatifs abordables et de bonne qualité non seulement pour accompagner la mobilité des travailleurs et l'immigration, mais aussi pour les retombées positives qui en découlent sur le plan social, sanitaire et éducatif. La réduction du parc locatif s'explique à la fois par le développement de l'accession à la propriété et par la forte expansion du marché des copropriétés, lesquelles sont en principe destinées à des propriétaires-occupants mais constituent désormais l'une des premières sources de nouveaux logements offerts à la location dans de nombreuses villes. Dans les zones réservées à l'habitat collectif, les immeubles en copropriété sont en concurrence avec l'immobilier locatif.

Pour les promoteurs privés, les copropriétés sont plus intéressantes que les projets immobiliers destinés à la location parce qu'elles offrent un rendement plus élevé pour un risque moindre. Il est en effet possible de vendre sur plan des appartements en copropriété, alors que les logements neufs destinés à la location ne peuvent être loués qu'une fois l'immeuble achevé. Les projets immobiliers locatifs sont des investissements à long terme qui dépendent de l'appréciation future des loyers, laquelle est soumise à réglementation au niveau provincial. En 1975, toutes les provinces réglementaient les loyers, mais la plupart d'entre elles ont démantelé ces réglementations, au moins en partie, au cours des vingt dernières années, et elles n'interviennent plus généralement que pour limiter les hausses applicables aux locataires en place (Pomeroy, 2011b). À l'heure actuelle, l'Ontario, le Québec, la Colombie-Britannique, le Manitoba et l'Île-du-Prince Édouard, qui représentent ensemble près de 80 % de la population canadienne, réglementent encore la hausse des loyers. Néanmoins, le déficit de logements locatifs qui semble se faire jour, comme on le verra plus loin, ne se limite pas aux provinces où les loyers sont réglementés.

Plusieurs autres raisons peuvent expliquer le recul de la construction d'immeubles locatifs par rapport au développement des copropriétés. Un facteur tient au traitement fiscal préférentiel dont bénéficient les propriétaires-occupants, du fait de la non-imposition des loyers imputés et de l'exonération d'impôt sur les

plus-values, alors que les propriétaires de logements mis en location sont taxés, au taux de leur tranche marginale d'imposition, sur les loyers perçus et sur 50 % des plus-values. Les perspectives d'accroissement des plus-values immobilières ont sans doute accentué l'impact de ces disparités fiscales au fil du temps. Point plus important peut-être, les impôts fonciers frappent souvent de façon disproportionnée les immeubles collectifs lorsqu'ils sont destinés à la location plutôt qu'à la vente. Dans certaines provinces, par exemple en Ontario, les municipalités auraient la possibilité si elles le voulaient d'uniformiser les impôts fonciers pour tous les immeubles d'habitation, mais cette décision pourrait être politiquement coûteuse. C'est ainsi que l'on encourage la conversion d'immeubles locatifs en copropriétés, puisque celles-ci sont moins taxées (Ontario Housing Supply Working Group, 2001). En outre, dans l'habitat collectif, les primes d'assurance demandées par la SCHL sur les prêts immobiliers à quotité de financement égale ou supérieure à 85 % sont plus élevées pour les logements locatifs (4.5 %) que pour les logements occupés par leur propriétaire (1.75 %).

Pour toutes ces raisons, c'est le marché des logements en copropriété qui tend à déterminer le prix des terrains affectés à l'habitat collectif dans les grandes villes, au détriment de la construction de logements destinés à la location. Dans certaines villes, le stock d'unités destinées à la location a considérablement diminué car les immeubles anciens sont peu à peu démolis et remplacés par des immeubles en copropriété. L'essor des copropriétés a sans doute atténué le manque éventuel de logements sur le marché locatif primaire, car dans les villes qui n'ont pas connu un tel développement, les taux d'inoccupation sont tombés à des niveaux très bas et les loyers ont augmenté plus vite que l'IPC. Si l'on en juge par les taux d'inoccupation « naturels » estimés de façon approximative pour 12 grande villes du pays (encadré 3), le marché locatif primaire semble être devenu déficitaire à Toronto, St. John's, Winnipeg, Saskatoon, Regina, Calgary et Edmonton. Bien que le marché locatif primaire ne comprenne pas les logements en copropriété offerts à la location, l'ajustement des taux d'inoccupation pour tenir compte de cette composante de l'offre ne change pas vraiment la situation ; dans de nombreux cas, la correction a même un effet aggravant dans la mesure où les taux d'inoccupation de ces logements sont encore plus bas. Cela dit, les statistiques relatives aux copropriétés ne comptabilisent pas les logements neufs qui viennent d'être achevés mais ne sont pas encore vendus, soit une offre potentielle apparemment très abondante dans certaines villes.

En règle générale, les logements en copropriété ont des loyers plus élevés que les logements locatifs traditionnels, mais en attirant les locataires aisés vers le marché haut de gamme, ils contribuent sans doute à atténuer les pressions qui s'exercent sur le parc locatif ancien, au bénéfice des locataires de toutes les catégories de revenu. Néanmoins, un taux de renouvellement insuffisant du parc locatif bon marché risque de contribuer à une pénurie de logements pour les ménages modestes. Comme le montrent les données de la SCHL, dans certaines villes (Calgary, Ottawa, Québec, Regina, St. John's, Saskatoon et Winnipeg), les taux d'inoccupation sont en effet plus bas lorsqu'on descend dans la fourchette des loyers.

En plus des copropriétés, d'autres types d'habitation constituent également une part importante de l'offre locative sur le marché secondaire. Il s'agit notamment de tous les logements loués à l'intérieur de bâtiments comportant moins de trois unités d'habitation, tels que maisons, appartements en duplex et logements secondaires ou en sous-sol, mais les données relatives à ce segment sont moins fiables et les taux d'inoccupation correspondants sont inconnus. Néanmoins, d'après les données réunies par la SCHL, le marché secondaire hors copropriétés représente environ un tiers ou plus de l'offre locative dans des villes comme Calgary, Regina et Saskatoon. Les appartements en copropriété et les autres logements du marché locatif secondaire constituent des formes d'habitation moins stables que les logements du marché primaire puisqu'ils peuvent être retirés à tout moment de la location par leur propriétaire.

Encadré 3. Évaluation du déficit de logements locatifs au niveau local

Sur le marché locatif privé, on considère que l'offre est déficitaire lorsque les taux d'inoccupation descendent en dessous de leur point d'équilibre, ou « taux naturel », à savoir le niveau auquel l'offre et la demande s'équilibrent et la variation des loyers réels est égale à zéro. Le taux naturel d'inoccupation est donc susceptible de varier d'une région à l'autre et au fil du temps en fonction de facteurs tels que la situation socio-démographique, la réglementation et les coûts de recherche d'un logement. À titre d'exemple, dans les cinq provinces où les loyers sont réglementés, il est probable que leur évolution n'obéit pas entièrement aux forces du marché. Quoi qu'il en soit, dans la plupart des grandes villes canadiennes, il existe une corrélation négative entre le taux d'inoccupation moyen et la hausse annuelle des loyers réels (graphique 18), à quelques exceptions près comme la ville de Québec, où la réglementation provinciale des loyers est plus stricte, et Halifax.

Graphique 18. Hausse moyenne des loyers réels et taux d'inoccupation dans les grandes villes

Encadré 3. Évaluation du déficit de logements locatifs au niveau local (*suite*)Graphique 18. Hausse moyenne des loyers réels et taux d'inoccupation dans les grandes villes (*suite*)

Source : Statistique Canada.

On peut définir le taux naturel d'inoccupation de façon approximative comme le niveau au-dessous duquel les loyers réels commencent à augmenter. Par exemple, si l'on observe l'évolution des loyers réels depuis 1990, le taux naturel d'inoccupation doit être d'environ 2 % à Calgary, Edmonton, Toronto et Ottawa, mais proche de 4 % à Winnipeg, de 5 % à St. John's, et de 1 % à Vancouver. Ces estimations grossières suggèrent que depuis 2012 l'offre de logements locatifs est devenue déficitaire dans 7 des 12 plus grandes villes du pays : Toronto, St. John's, Winnipeg, Saskatoon, Regina, Calgary et Edmonton. À noter que les chiffres présentés ici concernent uniquement le marché locatif primaire, puisqu'on ne dispose d'aucune donnée avant 2006 sur la location de logements en copropriété ni sur le marché secondaire (par exemple, les logements en sous-sol).

Les politiques urbaines ont contribué à de très forts taux d'émission de carbone dans les transports et favorisé l'exclusion sociale

Les schémas de développement résidentiel dans de nombreuses zones urbaines du Canada reposent depuis toujours sur des modèles de zonage monofonctionnel et des espaces d'habitation résidentiel de faible densité qui sont coûteux à intégrer dans les systèmes de transport public. C'est donc majoritairement dans ces périphéries urbaines relativement diffuses que s'est concentrée la croissance de la population du pays. Comme dans la plupart des pays de l'OCDE, l'extension spatiale des zones urbaines bâties au Canada a été plus rapide que la croissance démographique, suivant un schéma généralement qualifié d'étalement urbain (OCDE, 2013b). L'étalement urbain peut se définir comme une expansion incontrôlée de l'urbanisation, caractérisée par une faible densité, un cloisonnement des usages du sol et des infrastructures insuffisantes. Si cette forme de développement a sans doute permis de répondre plus vite aux pressions de la demande de logements liées à la croissance démographique, elle implique une consommation d'espace de plus en plus importante par habitant. À cela s'ajoute le fait qu'au Canada la superficie moyenne des habitations tend à augmenter depuis au moins deux décennies, malgré la diminution de la taille des ménages (graphique 19).

Graphique 19. Des maisons plus grandes pour des familles plus petites

Source : Statistique Canada, Ressources naturelles Canada.

La construction de quartiers résidentiels éloignés des sources d'emploi et dont la densité est trop faible pour assurer la viabilité économique des transports collectifs engendre une forte dépendance à l'égard de l'automobile. Des travaux de l'OCDE (2012) montrent que les zones urbaines peu denses sont généralement associées à une plus grande dépendance automobile et à de plus fortes émissions de CO₂ par habitant dans le secteur des transports. De fait, rapporté à la population, le volume des émissions du transport routier en zone urbaine place le Canada au deuxième rang des pays de l'OCDE classés par ordre décroissant et il est plus élevé que dans les zones urbaines de densité comparable d'autres pays de l'OCDE (graphique 20). Cette situation tient peut-être en partie au fait que les automobiles en service au Canada consomment en moyenne plus de carburant que celles des pays européens (AIE, 2012). Une étude de Gordon (2013) montre qu'entre 2006 et 2011 l'accroissement de la population dans les zones métropolitaines de recensement canadiennes s'est concentrée à hauteur de 93 % dans des banlieues où l'automobile est le moyen de déplacement prédominant des ménages pour se rendre au travail. Les transports représentent près des deux tiers des gaz à effet de serre directement V déplacement des ménages et le moyen de transport emprunté. En 2011, près des trois quarts des trajets domicile-travail au Canada se faisaient en voiture, et cette proportion s'est accrue dans la quasi-totalité des grandes villes depuis 2006, bien que le prix de l'essence ait augmenté (Statistique Canada, 2013). Les distances moyennes de

déplacement domicile-travail se sont également allongées depuis 1996. De plus, on peut imputer à l'étalement urbain d'autres coûts sociaux tels qu'une augmentation des embouteillages, des taux d'obésité plus élevés, une mobilité réduite pour les non-conducteurs, la disparition de terrains agricoles ou forestiers et la ségrégation sociale.

Les ménages sont une majorité à choisir leur lieu de résidence en fonction du coût des logements (Burda, 2012), et ceux-ci sont généralement plus abordables à mesure que l'on s'éloigne du centre-ville. D'où peut-être la tendance pour les ménages les plus modestes, observée de longue date à Toronto, à graviter vers les banlieues les plus mal desservies par les transports et les services (Hulchanski, 2010). Or, la mobilité réduite de ces ménages peut limiter l'éventail des emplois auxquels ils ont accès et les faire tomber dans le piège de la pauvreté (Demographia, 2014). En outre, nombreux sont ceux qui oublient de tenir compte des coûts de transport plus élevés qu'implique le fait de vivre dans des banlieues éloignées. Ces dépenses l'emportent souvent sur les économies réalisées grâce aux prix plus bas des logements, surtout si plusieurs voitures sont nécessaires, avant même de penser au temps perdu dans les embouteillages ou aux coûts environnementaux (Miller et al., 2004).

Graphique 20. Émissions de CO₂ par habitant dues aux transports et densité d'urbanisation, 2005-2006

Source : OCDE (2012), *Compact City Policies: a comparative assessment*.

Le moindre coût des logements à la périphérie des villes est en partie l'expression de politiques qui ne font pas payer l'étalement urbain à son véritable coût. Ce phénomène prend de multiples formes. Pour commencer, une urbanisation diffuse en périphérie implique généralement des coûts d'infrastructure plus élevés par ménage que la construction d'un nombre équivalent de logements dans un espace plus dense. Dans beaucoup de cas, en effet, le coût d'éléments clés de ces infrastructures, tels que les conduites et les routes, est fonction de la distance à couvrir (Thompson, 2013). Les promoteurs prennent en charge une partie de ces coûts au travers des « frais de production », qu'ils répercutent en général sur le prix des

habitations, mais le reste est laissé à la charge des municipalités. De plus, beaucoup de municipalités déterminent le montant de ces frais sur la base du coût moyen des infrastructures installées sur l'ensemble de leur territoire plutôt que sur le coût marginal des nouveaux aménagements (Blais, 2010 ; Slack, 2002). C'est ainsi que les logements des zones résidentielles de faible densité qui sont plus coûteuses à raccorder aux services ont un prix inférieur à ce qu'il devrait être, tandis que ceux des quartiers plus denses sont surtaxés.

Ensuite, comme l'utilisation du réseau routier est pour l'essentiel gratuite, ce sont les contribuables qui ont effectivement subventionné les déplacements domicile-travail en voiture sur longue distance et qui continuent de le faire à travers les dépenses publiques consacrées aux routes – entretien, réparations, surveillance, etc. (Thompson, 2013). Les administrations canadiennes dépensent près de quatre fois plus pour les routes chaque année que pour les transports collectifs, et les recettes provenant des taxes sur les carburants, permis, autorisations et autres redevances payés par les usagers de la route ne couvrent qu'environ la moitié de ces dépenses (Thompson, 2013). De manière générale, les aires de stationnement sont elles aussi fortement subventionnées, surtout dans les banlieues où centres commerciaux et parcs d'activités offrent souvent de vastes surfaces de parking gratuit. Enfin, les prix des logements situés en grande banlieue ne tiennent pas compte des coûts environnementaux que représentent les longues distances domicile travail parcourues en voiture, même s'il est vrai qu'il est difficile de mettre un prix sur ces externalités.

Un grand nombre de provinces et de régions métropolitaines canadiennes de longue date attentives aux conséquences économiques, sociales et environnementales de l'étalement urbain ont adopté des plans de croissance régionaux en vue de maîtriser le développement de l'urbanisation en lui donnant des formes plus compactes et plus durables. Ces plans sont censés guider les décisions municipales en matière de planification de l'utilisation des sols, des infrastructures et des transports. En 2006, par exemple, la province de l'Ontario s'est dotée d'un Plan de croissance de la région élargie du Golden Horseshoe qui délimite les zones de croissance urbaine et d'emploi, fixe des objectifs de densification et inclut dans des ceintures vertes les espaces naturels à protéger. Ce plan stipule que 40 % des nouveaux aménagements doivent être localisés à l'intérieur des limites urbaines existantes, ce qui offre encore des possibilités d'extension non négligeables. À Vancouver, les efforts pour promouvoir une « croissance compacte » datent déjà de plusieurs décennies, et l'aménagement de nouveaux terrains est depuis longtemps limité par des barrières naturelles ainsi que par l'existence d'une zone provinciale de terres agricoles protégées (appelée Agricultural Land Reserve). La stratégie de croissance régionale de Metro Vancouver adoptée en 2011 définit formellement une frontière urbaine destinée à rester fixe et organise le développement des centres urbains et des « zones de transport rapide ».

Cependant, les politiques d'aménagement varient beaucoup selon les municipalités. À titre d'exemple, une analyse comparative des modes de développement urbain montre qu'entre 1991 et 2001, la croissance résidentielle totale de Vancouver s'est effectuée à 80 % à l'intérieur de l'aire urbaine existante, contre seulement 44 % à Toronto et 22 % à Calgary, le reste étant localisé en périphérie (Burchfield et al., 2010). En général, ces schémas semblent correspondre à l'importance que chaque ville accorde à la maîtrise de l'étalement urbain dans sa politique d'aménagement et à la constance avec laquelle elle a mis en œuvre cette politique au fil des ans, ainsi qu'à des différences topographiques. En particulier, à Calgary, l'extension spatiale de la ville rencontre peu de limites physiques ou imposées par des politiques publiques.

Les politiques qui ont pour effet de restreindre l'offre de terrains à urbaniser peuvent aider à promouvoir une croissance plus efficiente et plus compacte, mais elles sont aussi de nature à faire monter les prix du foncier à l'intérieur de la zone urbaine. Ainsi, dans le cas d'Auckland, Grimes et Liang (2007) constatent que l'instauration de limites urbaines métropolitaines a fait flamber les prix des terrains qui ont été multipliés par un facteur de 8 à 13 par rapport aux prix pratiqués juste au-delà des limites. De fait, les restrictions pesant sur l'utilisation des sols sont souvent montrées du doigt pour expliquer l'accessibilité

réduite du logement dans des grandes villes comme Vancouver et Toronto (Dunning, 2011 ; Demographia, 2014). À première vue, pourtant, ces restrictions ne semblent pas être la première cause de la divergence tendancielle des prix des terrains à Vancouver, Toronto et Calgary depuis 1990 (graphique 21) ; celle-ci s'explique principalement par l'influence dominante des prix du pétrole sur les valeurs foncières à Calgary. Néanmoins, certains signes donnent à penser que le plan de croissance de l'Ontario pour la région élargie du Golden Horseshoe a pu nourrir la crainte d'une pénurie future de terrains et alimenter de ce fait un phénomène de rétention foncière (Burda, 2013 ; Dunning, 2011). Dans certains secteurs de Toronto, les terrains situés aux endroits les plus prisés se raréfient à mesure que disparaissent les possibilités de construction intercalaire (Burda, 2013). De plus, à Vancouver et à Toronto, les objectifs de densification ont probablement encouragé la construction de tours d'appartements en copropriété dans le centre-ville, tout en limitant celle de maisons individuelles. À Vancouver, la part des maisons individuelles dans le total des mises en chantier est tombée à 20 % depuis fin 2010, contre une moyenne d'environ 40 % sur longue durée. En conséquence, les prix des maisons unifamiliales ont considérablement augmenté au cours de cette période, tandis que les prix des logements en copropriété ont à peine progressé (graphique 5).

Graphique 21. **Prix des terrains**

Source : Statistique Canada.

Des politiques de construction résidentielle plus vertes et plus soucieuses d'intégration sociale

Une utilisation plus efficace des sols grâce à une urbanisation plus compacte peut avoir des avantages sur le plan social et environnemental. À cet effet, il faudrait en particulier que les prix des logements reflètent mieux les coûts d'aménagement qu'ils font peser sur la collectivité. Comme on l'a vu précédemment, une faible densité d'urbanisation peut se traduire par une augmentation des émissions de carbone par habitant dues au transport, mais il est difficile de déterminer avec précision le prix de ces externalités environnementales. Néanmoins, il serait utile de réformer le régime des frais de développement de manière à faire supporter aux promoteurs et aux résidents les véritables coûts d'infrastructure des aménagements. L'idéal serait de faire payer le coût marginal de chaque projet immobilier, mais la fixation de frais de développement par zone serait une formule plus transparente et plus facile à appliquer (Thompson, 2013). Elle serait plus avantageuse pour les projets de construction localisés dans les quartiers déjà établis offrant des possibilités de densification ou à proximité des réseaux de transport public en place. Elle permettrait aussi de faire une plus large place aux péages routiers et aux redevances de congestion, et de facturer des frais de stationnement plus élevés. Ces signaux de prix devraient être associés à des systèmes d'aménagement urbain plus intégrés de manière à assurer la mixité

des utilisations du sol et une offre suffisante de transports publics, d'espaces libres, de voies cyclables et de trottoirs.

Cela dit, il faudrait peser les avantages sociaux et environnementaux que peut procurer la lutte contre l'étalement urbain par rapport aux inconvénients potentiels de la densification tels que surpeuplement, hausse des prix des logements, embouteillages et espaces de vie réduits. À l'heure où les centres urbains atteignent leurs limites de densification, les efforts d'aménagement devraient porter sur l'amélioration des « densités d'emploi » des zones suburbaines à dominante résidentielle (Blais, 2010) – ainsi que de leurs infrastructures piétonnières et de leurs connexions aux réseaux de transport – afin de réduire la nécessité de longs déplacements en voiture pour se rendre au centre-ville. C'est le modèle vers lequel s'oriente la région métropolitaine de Vancouver, par exemple, avec le développement d'un système « polycentrique » formé de centres urbains multiples afin d'atténuer la pression foncière sur le noyau du centre-ville.

Il n'est pas rare que les efforts de densification se heurtent à l'opposition des propriétaires de logements. Dans les villes de Toronto et de Vancouver (ainsi que dans de nombreuses villes des États-Unis), les municipalités ont recours à des « bonus de densité » (appelés « accords au titre de l'article 37 » à Toronto et « contributions aux équipements collectifs » à Vancouver) pour mieux faire accepter les opérations de densification par la population locale. Ces instruments permettent aux promoteurs de dépasser les limites de densité d'occupation des sols ou de hauteur des bâtiments en échange de contributions financières pour la construction d'équipements collectifs, par exemple un nouveau centre social ou une nouvelle crèche, ou pour l'amélioration des transports. L'idée étant d'atténuer les réticences que peuvent avoir les résidents à l'égard de l'implantation de nouveaux logements près de chez eux en procédant à des améliorations visibles des infrastructures locales. Ces politiques devraient toutefois s'inscrire dans une démarche plus systématique et plus transparente car on leur reproche d'être adoptées au gré des circonstances et pour des motifs contestables (Moore, 2013).

Si de meilleurs signaux de prix sont à même d'apporter une correction à la sous valorisation du coût des constructions périurbaines de faible densité, le logement restera de toute façon toujours plus coûteux dans les quartiers aux usages mixtes, où l'on peut se déplacer à pied et bien desservi par les transports. Pour empêcher la relégation des ménages modestes dans des banlieues difficilement accessibles par les transports, il faudrait peut-être que les systèmes d'aménagement prévoient des mesures propres à favoriser la mixité sociale. Dans les villes canadiennes, ces mesures passent généralement par des règles destinées à protéger le parc de logements sociaux, un zonage intégré ou des bonus de densité. Dans ce dernier cas, les promoteurs sont autorisés à dépasser les limites maximales de hauteur à condition d'inclure un certain nombre de logements sociaux dans leurs projets. Le zonage intégré est un instrument d'aménagement qui permet d'imposer un quota de logements bon marché dans tout nouveau projet immobilier. Il apparaît toutefois qu'aucune de ces mesures n'a vraiment réussi à augmenter de façon significative le parc de logements sociaux existant (Conference Board du Canada, 2010).

Dans les villes comme Toronto et Vancouver, les conseils municipaux ont redéfini le zonage de tous les quartiers occupés par des maisons individuelles dans les années 2000 afin de permettre aux propriétaires-occupants de louer des logements dits secondaires ou des logements aménagés dans le sous-sol de leur maison, ou encore des habitations « sur ruelle », c'est-à-dire de petites unités individuelles généralement situées à l'arrière d'une maison unifamiliale et donnant sur une allée. Les logements secondaires existaient avant la révision du zonage, mais ils étaient illégaux. L'encouragement de ces formes d'habitat, aux loyers généralement modérés, est un des axes majeurs de la stratégie de la ville de Vancouver en faveur de l'accessibilité du logement. C'est ainsi que la ville a réussi à accroître l'offre de logements locatifs bon marché grâce à une forme de densification plus souple et moins visible, tout en aidant les accédants à la propriété à rembourser leurs emprunts hypothécaires et en améliorant la diversité sociale de quartiers résidentiels composés de maisons individuelles. De plus, comme un grand nombre d'appartements secondaires ont accès au jardin de la maison dans laquelle ils se trouvent, ils sont sans

doute plus attrayants pour les familles que les appartements traditionnels. À en juger par ces avantages, la légalisation des appartements secondaires et des maisons sur ruelle dans toutes les zones d'habitat individuel pourrait être une solution intéressante pour d'autres villes confrontées à une pénurie de logements locatifs abordables, même si la résistance des propriétaires opposés à ce changement constitue un obstacle majeur dans de nombreuses villes du Canada. En outre, une bonne part de ces habitations étant encore illégales, il est probable qu'elles ne répondent pas aux normes de construction et de sécurité. Dans de nombreux quartiers où la location d'appartements secondaires a été légalisée, les propriétaires préfèrent souvent ne pas déclarer ceux-ci pour ne pas payer les impôts correspondants, notamment ceux sur les revenus locatifs et sur les plus-values immobilières susceptibles d'être réalisées lors de la vente du bien.

Un autre programme mis en œuvre par la ville de Vancouver en mai 2012, le « Rental 100 Program », a déjà eu des effets positifs sensibles sur la construction de logements locatifs. Les mesures incitatives qu'il prévoit en faveur des projets immobiliers uniquement destinés à la location comprennent l'exonération des frais de développement, la réduction du nombre de places de stationnement imposées et le traitement accéléré des permis de construire. Cependant, pour éviter les opérations immobilières visant le marché haut de gamme, la municipalité a commencé à plafonner le loyer initial des nouveaux appartements à la fin de 2013 ; reste à savoir comment les promoteurs réagiront à ce changement.

Les politiques visant à encourager la promotion privée peuvent offrir un moyen efficace et efficient d'accroître l'offre de logements abordables. À titre d'exemple, aux États-Unis, le gouvernement a institué un crédit d'impôt (Low-Income Housing Tax Credit, LIHTC) pour la construction de logements bon marché dans le secteur privé, qui finance à l'heure actuelle la plupart des projets de logements sociaux dans le pays et est considéré comme un mécanisme extrêmement efficace et efficient. Le LIHTC permet aux promoteurs immobiliers d'obtenir des crédits d'impôt valables pendant 10 ans qu'ils peuvent ensuite revendre à des investisseurs en échange de capitaux. Pour pouvoir bénéficier du dispositif, les logements construits doivent être loués à des ménages ayant un revenu inférieur à 60 % de la moyenne dans la région, et le loyer ne doit pas dépasser 30 % de leur revenu pendant une période de 30 ans. Les autorités fixent des limites annuelles au montant des dépenses consacrées au LIHTC et les fonds sont attribués après mise en concurrence des projets. Il serait utile d'étudier les coûts et les avantages d'un tel programme pour le Canada. Si les ressources publiques sont insuffisantes, le gouvernement fédéral pourrait envisager de financer le programme en éliminant le crédit d'impôt pour l'achat d'une première habitation (CIAPH) et le régime d'accession à la propriété (RAP). Comme on l'a vu plus haut, des travaux de recherche donnent à penser que ce dernier programme tend à avoir un effet régressif dans la pratique (Steele, 2007).

Recommandations visant à remédier aux problèmes du marché du logement

Mesures destinées à accroître la stabilité du système de financement du logement et à réduire les risques pour le contribuable

- Si les ratios d'endettement des ménages continuent d'augmenter, envisager de nouvelles mesures réglementaires comme l'adoption d'un taux d'intérêt plancher pour l'évaluation du revenu en vue de l'octroi d'un prêt hypothécaire, afin de s'assurer que les nouveaux accédants à la propriété seront en mesure de rembourser leurs emprunts en cas de hausse des taux d'intérêt.
- Surveiller plus étroitement les activités du secteur du crédit hypothécaire non réglementé afin de mieux comprendre les risques. Renforcer la coopération et l'échange d'informations entre autorités de régulation financière fédérale et provinciales.
- Examiner les changements du cadre de financement du logement de manière à ne couvrir qu'une fraction des pertes sur prêts, par exemple 80-90 %, afin de faire supporter une partie des risques aux prêteurs et de mieux aligner les intérêts du secteur privé et du secteur public.
- Continuer d'accroître la part du marché détenue par le secteur privé en abaissant progressivement le plafond de la garantie des prêts assurés par la Société canadienne d'hypothèques et de logement. À plus

long terme, envisager la privatisation de l'activité d'assurance de la SCHL – qui permettrait à l'État de revoir à la baisse la garantie que la SCHL accorde pour l'aligner sur les montants et conditions applicables aux assureurs hypothécaires privés ; soumettre la SCHL au même cadre légal que les assureurs privés.

Mesures destinées à améliorer l'impact social et environnemental de la construction résidentielle

- Lorsque les aides fédérales à long terme dont bénéficie le logement public s'arrêteront, consacrer une partie des économies ainsi réalisées à la rénovation et à l'amélioration énergétique des ensembles de logements sociaux viables.
- Envisager de renforcer les mesures d'incitation à la construction de logements abordables dans le secteur privé.

Au niveau régional/municipal :

- Réformer le régime des frais de développement afin de faire payer aux promoteurs le véritable coût d'extension des infrastructures dans les nouvelles zones d'aménagement. Développer le recours aux péages routiers et aux frais de stationnement et mieux prendre en compte la planification des transports collectifs dans les décisions d'aménagement.
- Éliminer les écarts d'imposition qui défavorisent les immeubles d'appartements locatifs de catégorie multirésidentielle par rapport aux logements occupés par leur propriétaire.
- Poursuivre les efforts pour légaliser et encourager la location d'appartements secondaires et d'habitations sur ruelle dans les zones résidentielles composées de maisons individuelles.
- Dans les zones où les prix des logements sont en forte hausse, renforcer les incitations à la construction résidentielle locative privée au moyen d'instruments tels que l'exonération des frais de développement, la réduction des obligations relatives aux places de stationnement et le traitement accéléré des permis de construire.

Bibliographie

- AHURI (2008), « New Directions in Planning for Affordable Housing: Australian and international evidence and implications », Australian Housing and Urban Research Institute, *Final Report*, n° 120.
- AIE (2012), *Technology Roadmap: Fuel Economy of Road Vehicles*, IEA Technology Roadmaps, Éditions OCDE.
- Alexander, C. (2012), « Les implications d'un ratio d'endettement des particuliers élevé », *Services économiques TD*, 18 janvier.
- Allen, J., R. Amano, D.P. Byrne et A.W. Gregory (2009), « Canadian city housing prices and urban market Segmentation », *Revue canadienne d'économie*, vol. 42, n° 3, p. 1132-49, août.
- Allen, J. et E. Damar (2011), « L'insolvabilité des ménages au Canada », *Revue de la banque du Canada*, Hiver 2011-2012.
- Bailliu, J., K. Kartashova et C. Meh (2011), « Les emprunts et les dépenses des ménages au Canada », *Revue de la banque du Canada*, Hiver 2011-2012.

- Banque du Canada (2013), *Revue du système financier*, Ottawa, décembre.
- Blais, P. (2011), *Perverse Cities: Hidden Subsidies, Wonky Policy and Urban Sprawl*, UBC Press.
- Blood, R. (2009), « Regulation of Mortgage Default Insurance: Principles and Issues », *Housing Finance International*, mars.
- BRI (2013), « Mortgage insurance: Market structure, underwriting cycle and policy implications », Forum tripartite, août.
- Burchfield, M., Z. Taylor, B. Moldofsky et J. Ashley (2010), « Growing Cities: Comparing Urban Growth Patterns and Regional Growth Policies in Calgary, Toronto and Vancouver », Report by the Neptis Foundation.
- Burda, C. (2012), « RBC-Pembina Home Location Study: Understanding where Greater Toronto Area residents prefer to live », rapport du Pembina Institute et de la Banque Royale du Canada.
- Burda, C. (2013), « Priced Out: Understanding the Factors Affecting Home Prices in the GTA », RBC-Pembina Location Matters Series, Report by Pembina Institute and the Royal Bank of Canada.
- Carney, M. (2011), « Le secteur canadien du logement », discours prononcé à la Chambre de commerce de Vancouver, Vancouver, 15 juin.
- CBO (2010), « Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Role in the Secondary Mortgage Market », *A CBO Study*, Congressional Budget Office, décembre.
- Chawla, R.K. et S. Uppal (2012), « L'endettement des ménages au Canada », L'emploi et le revenu en perspective, Statistique Canada, mars.
- Conference Board du Canada (2010), « Building from the Ground Up: Enhancing Affordable Housing in Canada », *Health, Health Care and Wellness Report*, mars.
- Conseil de stabilité financière (2011), « Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices Peer Review Report », mars, Bâle.
- Crawford, A. et U. Faruqui (2011), « Quels facteurs expliquent les tendances observées dans l'évolution de la dette des ménages canadiens ? », *Revue de la Banque du Canada* – Hiver 2011-2012.
- Crawford, A., C. Meh et J. Zhou, « Introduction au marché des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre.
- Cunningham, R. et I. Kolet (2007), « Housing Market Cycles and Duration dependence in the United States and Canada », *Banque du Canada, Document de travail*, n° 2007-2.
- Demographia (2014), *10th Annual International Housing Affordability Survey: 2014*.
- Demyanyk, Y. et E. Loutskina (2012), « Mortgage Companies and Regulatory Arbitrage », *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, n° 1220.
- Dunning, W. (2011), « Restricted Land Supply and Rising Housing Costs in the GTA », rapport rédigé à la demande du Residential Construction Council of Ontario, septembre.
- Dunning, W. (2013), « Les tendances démontrent une stabilité de la demande pour la copropriété », Royal LePage.

- Faruqui, U. (2008), « Indebtedness and the Household Financial Health: An Examination of the Canadian Debt Service Ratio Distribution », *Banque du Canada, Document de travail*, n° 2008-46.
- Fitch Ratings (2013), « Canadian Sustainable Home Price Report », *Special Report*, 19 novembre.
- FMI (2013), Canada 2012 Article IV Consultation, *Selected Issues*, Washington, D.C.
- FMI (2014a)), « With Great Power Comes Great Responsibility: Macroprudential Tools at Work in Canada », *IMF Working Paper*, WP/14/83.
- FMI (2014b), « Canada: Financial Sector Stability Assessment », *IMF Country Report*, n° 14/29, février.
- Gerardi, K., K.F. Herkenhoff, L.E. Ohanian et P.S. Willen (2013), « Unemployment, Negative Equity, and Strategic Default », *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series*, 2013-4.
- Girouard, N., M. Kennedy et C. André (2006), « Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable? » *Documents de travail du Département des affaires économiques de l'OCDE*, n° 535, Éditions OCDE.
- Gordon, S. (2013), « Is Canada a Suburban Nation? Estimating the size and policy implications of Canada's suburban population », *Journal of Architectural and Planning Research*, à paraître.
- Gravelle, T., T. Greider et S. Lavoie (2013), « Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin.
- Grimes, A. et Y. Liang (2007), « Spatial Determinants of Land Prices in Auckland: Does the Metropolitan Urban Limit Have an Effect? », *Motu Working Paper* 07-09.
- Groupe Altus (2011), *Financial Industry Research Monitor Residential Mortgage Survey*, mai.
- Guatieri, S. (2013), « Canada Housing Affordability: Location Matters », BMO Nesbitt Burns, *Focus*, 22 février.
- Hulchanski, D. (2010), « The Three Cities Within Toronto: Income Polarization Among Toronto's Neighbourhoods, 1970-2005 », rapport du Cities Centre, University of Toronto.
- Hurst, M. (2011), « Endettement et types de familles au Canada », *Tendances sociales canadiennes*, Statistique Canada, Ottawa.
- Joyce, J.R. et M.F. Molesky (2009), « Addressing Financial System Pro-Cyclicality: A Role for Private Mortgage Insurance », *Housing Finance International*, mars.
- Kiff, J., S. Mennill et G. Paulin (2010), « How the Canadian Housing Finance System Performed through the Credit Crisis: Lessons for Other Markets », *Journal of Structured Finance*, automne.
- KPMG (2008), « Canada Mortgage Bonds Program Evaluation », rapport final préparé pour la SCHL, juin.
- Lea, M. (2010), « Alternative Forms of Mortgage Finance: What Can We Learn From Other Countries? », document préparé pour le Harvard Joint Center for Housing Studies National Symposium – *Moving Forward: The Future of Consumer Credit and Mortgage Finance*.
- MacGee, J. (2009), « Why Didn't Canada's Housing Market Go Bust? » Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary*, 12 février.

- Marion, S. (2013), « Canada: Lending Standards a Risk to the Banking Sector? », Banque Nationale, Marchés financiers, *Hot Charts*, vol. XIV, n° 40, 14 mai.
- Mason, C. et B. Simon (2009), « Canada banks prove envy of the world », *Financial Times*, 20 février.
- Mayeda, A. (2012), « Canada's Subprime Crisis Seen With US-Styled Loans: Mortgages », *Bloomberg News*, 30 janvier.
- Mayer, C.J., K. Pence et S.M. Sherlund (2009), « The Rise in Mortgage Defaults », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 27-50.
- Meh, C., Y. Terajima, D.X. Chen et T. Carter (2009), « Household Debt, Assets, and Income in Canada: A Microdata Study », *Banque du Canada, Document d'analyse*, n° 2009-7.
- Miller, E.J., M.J. Roorda, M. Haider, A. Mohammadian, J. Hoss et W.W.L. Wong (2004), « Travel and Housing Costs in the Greater Toronto Area: 1986-1996 », Neptis Foundation.
- Ministère des Finances Canada (2012), « Fiche d'information : Renforcer le système de financement du logement », 26 avril.
- Mohindra, N. (2010), « Mortgage Finance Reform: Protecting Taxpayers from Liability », *Fraser Institute Studies in Insurance Policy*, février, Vancouver.
- Moore, A. (2013), « Trading Density for Benefits: Toronto and Vancouver Compared », *IMFG Papers on Municipal Finance and Governance*, n° 13, University of Toronto.
- O'Brien, M. (2013), « The Biggest Housing Bubble in the World is in...Canada? », *The Atlantic*, www.theatlantic.com/business/archive/2013/01/the-biggest-housing-bubble-in-the-world-is-in-canada/272499/.
- OCDE (2012), *Compact City Policies: A Comparative Assessment*, Éditions OCDE.
- OCDE (2013a), *How's Life? 2013: Measuring Well-being*, Éditions OCDE.
- OCDE (2013b), *Green Growth in Cities*, Éditions OCDE.
- Ontario Housing Supply Working Group (2001), « Affordable Housing Supply: The Dynamics of the Market and Recommendations for Encouraging New Supply », Interim Report, mai.
- Peterson, B. et Y. Zheng (2011), « Les fluctuations à moyen terme des prix des maisons au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, Hiver 2011-12.
- Pigg, S. (2013), « Toronto real estate: Condo buyers 'scrambling' to close deals », *The Toronto Star*, 21 novembre.
- Pomeroy, S. (2006), « Was Chicken Little Right: Case Studies on the Impact of Expiring Social Housing Operating Agreements », préparé pour l'Association canadienne d'habitation et de rénovation urbaine, Focus Consulting, juin.
- Pomeroy, S. (2011a), « Is Emperor Nero Fiddling as Rome Burns? Assessing Risk when Federal Subsidies End », note préparée pour la Fédération canadienne des municipalités et l'Association canadienne d'habitation et de rénovation urbaine, Focus Consulting, mai.

- Pomeroy, S. (2011b), « The Contribution and Potential of the Private Residential Rental Market: Canada Case Study », Prepared for the Centre for Housing Research, Nouvelle-Zélande (Aotearoa), Focus Consulting.
- Ratnovski, L. et R. Huang (2009), « Why are Canadian Banks More Resilient? », *Documents de travail du FMI*, n° 09/152.
- Robertson, G. et T. Perkins (2012), « Shaky foundations: How Ottawa's computers get Canadian home prices wrong », *The Globe and Mail*, 14 octobre.
- Roubini, N. (2013), « Housing bubble 2.0 can only end badly », *The Guardian*, 2 décembre.
- SCHL (2012), *L'Observateur du logement au Canada 2012*, Société canadienne d'hypothèques et de logement.
- SCHL (2013), *L'Observateur du logement au Canada 2013*, Société canadienne d'hypothèques et de logement.
- Services économiques TD (2012), « Tighter Mortgage Rules to Cool Debt Growth, but Higher Rates Ultimately Required », *Special Report*, 6 septembre.
- Slack, E. (2002), « Municipal Finance and the Pattern of Urban Growth », *C.D. Howe Institute Commentary*, n° 160, février.
- Sommerville, T. (2009), « Efficiency in Canadian Housing Markets: Would Reform of CMHC Help? », Centre for Urban Economics and Real Estate, University of British Columbia, 2009-01.
- Statistique Canada (2013), « Le déplacement domicile-travail : Enquête nationale auprès des ménages (ENM), 2011 », *ENM en bref*.
- Statistique Canada (2014), *Enquête sur la sécurité financière, 2012*, *Le Quotidien*, 25 février.
- Steele, M. (2007), « The Canadian Home Buyers' Plan: Tax Benefit, Tax Expenditure, and Policy Assessment », *Revue fiscale canadienne*, vol. 55, n° 1.
- Tal, B. (2012), « Should We Worry About a US-Style Housing Meltdown? », CIBC World Markets, *ConsumerWatch*, 30 octobre.
- Thompson, D. (2013), « Suburban Sprawl: Exposing Hidden Costs, Identifying Innovations », *Sustainable Prosperity Report*, octobre.
- Walks, A. (2012a), « Canada's New Federal Mortgage Regulations: Warranted and Fair? », Cities Centre, University of Toronto, *Research Bulletin*, vol. 46.
- Walks, A. (2012b), « Canada's Housing Bubble Story: Mortgage Securitization, the State, and the Global Financial Crisis », *International Journal of Urban and Regional Research*, p. 1-30.
- Wiebe, R. (2013), « Soft Resource Prices Exert Varying Influence on Canadian Housing Markets », Conference Board du Canada, Hot Topics in Economics Blog, 7 juin.
- Yan, A. (2009), « Ownership, Occupancy, and Rentals: An Indicative Sample Study of Condominiums in Downtown Vancouver », BTA Works.
- Yan, A. (2013), « Foreign Investment in Vancouver Real Estate », BTAWorks, diaporama présenté à SFU Woodwards, 21 mars.

WORKING PAPERS

The full series of Economics Department Working Papers can be consulted at www.oecd.org/eco/workingpapers/

- 1144. *Women's role in the Swiss economy*
(July 2014) by Richard Dutu
Le rôle des femmes dans l'économie suisse
(Juillet 2014) par Richard Dutu
- 1143. *Overcoming skills shortages in Canada*
(July 2014) by David Carey
Combler les pénuries de compétences au Canada
(Juillet 2014) par David Carey
- 1142. *Trade patterns in the 2060 world economy*
(July 2014) by Jean Chateau, Lionel Fontagné, Jean Fouré, Åsa Johansson and Eduardo Olaberria
- 1141. *The Demand for Skills 1995-2008: A global chain perspective*
(July 2014) by Bart Los, Marcel P. Timmer and Gaaitzen J. De Vries
- 1140. *International migration: The relationship with economic and policy factors in the home and destination country*
(July 2014) by Ben Westmore
- 1139. *Gross earning inequalities in OECD countries and major non-member economies: determinants and future scenarios*
(July 2014) by Henrik Braconier and Jenifer Valenzuela Ruiz
- 1136. *Long-term patterns of trade and specialisation*
(July 2014) by Åsa Johansson and Eduardo Olaberria
- 1135. *Consequences of climate change damages for economic growth – a dynamic quantitative assessment*
(July 2014) by Rob Dellink, Elisa Lanzi, Jean Chateau, Francesco Bosello, Ramiro Parrado and Kelly de Bruin
- 1134. *Comparing the robustness of PAYG pension schemes*
(July 2014) by Falilou Fall
- 1133. *Overcoming vulnerabilities of pension systems*
(July 2014) by Falilou Fall and Debbie Bloch
- 1132. *Overcoming vulnerabilities of health care systems*
(July 2014) by Mauro Pisu
- 1131. *Overcoming vulnerability of unemployment insurance schemes*
(July 2014) by Jon Pareliussen
- 1130. *Vulnerability of social institutions: Lessons from the recent crisis and historical episodes*
(July 2014) by Falilou Fall, Mauro Pisu, Jon Pareliussen and Debbie Bloch

1129. *An update of the OECD international trade equations*
(June 2014) by Myriam Morin and Cyrille Schwellnus
1128. *What explains the volume and composition of trade? Industrial evidence from a panel of countries*
(June 2014) by Asa Johansson, Przemyslaw Kowalski, Eduardo Olaberria and Dario Pellegrino
1127. *Do resources flow to patenting firms: cross-country evidence from firm level data*
(June 2014) by Dan Andrews, Chiara Criscuolo and Carlo Menon
1126. *Macprudential policy tools in Norway: Strengthening financial system resilience*
(June 2014) by Yosuke Jin, Patrick Lenain and Paul O'Brien
1125. *Strengthening competition in Poland*
(June 2014) by Balász Égert and Antoine Goujard
1124. *Making the labour market work better in Poland*
(June 2014) by Hervé Boulhol
1123. *Enhancing competition and the business environment in Hungary*
(June 2014) by Alvaro Pina
1122. *Tackling labour mismatches and promoting mobility in Hungary*
(June 2014) by Stéphane Sorbe
1121. *Local public finances and municipal reform in Finland*
(June 2014) by Christophe André and Clara Garcia
1120. *The economic consequences of ageing: the case of Finland*
(June 2014) by Christine de la Maisonneuve, Christophe André, Clara Garcia and Vincent Koen
1119. *Making the most of skills in Denmark*
(June 2014) by Stéphanie Jamet and Vincent Koen
1118. *Trade specialisation and policies to foster competition and innovation in Denmark*
(June 2014) by Müge Adalet McGowan
1117. *Policies for making the Chilean labour market more inclusive*
(June 2014) by Aida Caldera Sanchez
1116. *Spillover effects from exiting highly expansionary monetary policies*
(May 2014) by Łukasz Rawdanowicz, Romain Bouis, Jérôme Brezillon, Ane Kathrine Christensen and Kei-Ichiro Inaba
1115. *Economic policies and microeconomic stability: A literature review and some empirics*
(April 2014) by Paula Garda and Volker Ziemann
1114. *How to improve Israel's health-care system*
(April 2014) by Philip Hemmings