

NOTE SUR LE LOGEMENT

Le 19 mars 2025

Contributeurs

Jean-François Perrault

PVP et économiste en chef

Études économiques de la Banque Scotia

416.866.4214

jean-francois.perrault@scotiabank.com

René Lalonde, Premier directeur, Modélisation et prévisions économiques

Études économiques de la Banque Scotia

416.862.3174

rene.lalonde@scotiabank.com

Patrick Perrier

Premier directeur, Prévisions économiques

Études économiques de la Banque Scotia

416.866.4733

patrick.perrier@scotiabank.com

La faible productivité du Canada : facteur clé de la hausse des prix des logements

FAITS SAILLANTS

- Le marché canadien du logement évolue en montagnes russes depuis la pandémie, comme en témoignent le profil de l'investissement réel privé dans les infrastructures résidentielles, les mises en chantier de logements, les ventes et les prix au cours de cette période.
- L'abordabilité du logement s'est nettement dégradée dans le même temps : les prix des logements ont atteint des pics historiques et les taux du crédit hypothécaire ont augmenté avec le durcissement de la politique monétaire depuis le début de 2022. Effectivement, sur cette période de cinq ans, les pressions qui pèsent sur l'abordabilité de l'accès à la propriété ont atteint des degrés comparables à ceux qui ont été relevés au début des années 1980.
- D'après le modèle macroéconométrique des Études économiques de la Banque Scotia pour l'économie canadienne et l'économie américaine, nous estimons que le durcissement des contraintes de l'offre dans le bâtiment entre le T3 de 2019 et le T4 de 2024 — en raison du fléchissement de la productivité et de la hausse des coûts des matériaux de construction — et la croissance supérieure à la normale de la population depuis 2022 ont tous eu pour effet de hausser d'un peu plus de 50 000\$ le niveau de référence (en dollars) de l'indice des prix des propriétés (IPP) MLS.
- Autrement dit, si les contraintes de l'offre ne s'étaient pas durcies et que la croissance de la population était restée proche de sa moyenne à long terme, le niveau de référence de l'IPP MLS aurait été légèrement inférieur à 616 000 \$, au lieu des quelques 719 500 \$ observés pour le T4 de 2024.
- Notre évaluation et ses résultats militent fortement en faveur de la nécessité d'améliorer la productivité pour assurer l'abordabilité des logements. Notamment, en allégeant le fardeau de la bureaucratie, l'offre de logements sera mieux adaptée à la demande, ce qui réduira les hausses de prix produites par l'éventuelle augmentation de la demande.
- De 2024 à 2026, le fléchissement de la croissance de la population et l'incertitude qui pèse sur les barrières commerciales et sur leur impact économique réduiront la demande d'accès à la propriété. Nous nous attendons à ce qu'en 2025 et 2026, l'activité de la revente de logements se ralentisse, pour passer de presque 483 000 logements en 2024 à 459 000 environ en 2026.
- Les contraintes importantes de l'offre auront pour effet de hausser les prix des logements, surtout en 2026, et de limiter les progrès accomplis dans l'abordabilité dans la foulée de la baisse passée des taux d'intérêt et de la croissance robuste du revenu réel. Nous nous attendons à ce que l'indice des prix des propriétés MLS gagne 0,4 % en 2025 et 7 % en 2026; les contraintes pour la nouvelle offre et la pression exercée par la pénurie existante de logements seront toujours aussi lourdes.
- Il va de soi que ce profil attendu pour les ventes, les mises en chantier et les prix des logements serait moins vigoureux si les droits de douanes annoncés par les États-Unis se révèlent plus importants que ce que nous supposons dans ces prévisions.

LE CONTEXTE ET LES OBJECTIFS

L'abordabilité des logements reste un vif motif d'inquiétude pour les Canadiens. Et à juste titre. On a constaté et bien documenté une insuffisance systématique dans la construction de logements pour répondre à la demande, ce qui remonte nettement avant la pandémie. Les politiques de l'État qui ont frustré la réaction de l'offre à la demande expliquent cette léthargie dans la réaction de l'offre. Au Canada, le marché du logement ne fonctionne pas particulièrement bien. Les gouvernements ont récemment consacré leur attention aux facteurs qui limitent la croissance de l'offre; or, les efforts sont aléatoires et ne sont toujours pas très fructueux.¹ En outre, on a mis en œuvre des mesures officielles pour accroître la demande au fil des ans — à une époque très récente à l'automne 2024, en

¹Les récents efforts que consacrent les gouvernements à l'offre se sont produits dans une période au cours de laquelle les taux d'intérêt ont augmenté, ce qui freine la croissance de l'offre malgré les efforts déployés par les gouvernements pour améliorer les résultats.

adoptant des mesures destinées aux primo-accédants —, ce qui a fait souffler des vents contraires pour réduire le déséquilibre entre la demande et l'offre, ce qui est essentiel pour améliorer l'abordabilité.

L'abordabilité du marché du logement se rapporte à la capacité des ménages à soutenir, à partir de leurs revenus, leurs mensualités de logement. Pour cerner les différents facteurs à l'œuvre sur le marché canadien du logement, surtout en ce qui concerne les prix et l'abordabilité des logements, nous avons mis au point une approche économétrique afin de cerner les facteurs fondamentaux sous-jacents d'une série d'indicateurs liés au logement et nous les avons intégrés dans le modèle macroéconomique de la Banque Scotia. Ce travail nous permet d'extraire précisément ces facteurs des indicateurs phares du logement, et surtout de quantifier les impacts de la croissance de la population et des contraintes de l'offre sur les prix et l'abordabilité des logements.

Les résultats sont décevants. **Les contraintes de l'offre, si on en juge par les coûts unitaires réels de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment, représentent presque 27 % de la hausse de l'indice des prix des propriétés MLS (IPP MLS) à l'échelle nationale dans les cinq dernières années.** Cette part est attribuable, dans une large mesure, à la baisse quasi continue de la productivité du secteur du bâtiment depuis 2018, à la hausse des taux de financement pour les promoteurs immobiliers et les constructeurs, ainsi qu'à l'augmentation des coûts des matériaux de construction après la pandémie. La baisse de la productivité a été tellement brusque que la productivité du secteur du bâtiment est aujourd'hui nettement inférieure à ce qu'elle était en 1997, soit la première année pour laquelle ces données sont disponibles. Ce piteux rendement est le résultat des blocages dans le déroulement des travaux de construction en raison essentiellement de la réglementation et de la bureaucratie municipales. Nous savons que les entreprises de construction ont déployé des capitaux pour améliorer leur productivité; pourtant, les gains apportés par les technologies et l'innovation n'ont pas permis de compenser l'impact de l'environnement réglementaire de plus en plus difficile pour les constructeurs. L'annexe 1 fait état des impacts estimatifs d'une hausse de 1 % des contraintes de l'offre (soit les coûts unitaires de main-d'œuvre) et d'une hausse de 1 % du revenu réel disponible de tous les ménages. Un aspect positif de ces estimations réside dans le fait qu'elles laissent entendre que la réduction des coûts unitaires de la main-d'œuvre, supposément grâce à l'accroissement de la productivité, pourrait rapporter des dividendes significatifs en réduisant à la longue les prix des logements. Ces prix baîsseraient d'environ 1,2 % pour chaque tranche de 1 % de la diminution des coûts unitaires de main-d'œuvre. Il s'agit, du point de vue des politiques, du principal résultat de nos travaux.

Il va de soi que d'autres facteurs sont importants. La croissance de la population a elle aussi joué un rôle prépondérant dans la hausse des prix des logements, tout comme la demande postpandémique pour des logements plus spacieux. **Les résultats de nos travaux laissent entendre qu'environ 27 % de la hausse des prix entre le T3 de 2019 et le T4 de 2024 est attribuable à la croissance de la population supérieure à la moyenne constatée depuis le milieu de 2022.** Cette croissance est moins inquiétante à terme, puisqu'il paraît évident que l'accroissement de la population se ralentira dans les prochaines années. En fait, selon nos prédictions, la croissance de la population sera inférieure à 1 % cette année et l'an prochain, ce qui contraste vivement avec la croissance de plus de 3 % observée dans les trois dernières années. Les taux d'intérêt ont un impact considérable sur les prix, comme prévu; or, cet impact est masqué par celui des contraintes de l'offre et de la croissance de la population.

S'agissant de l'abordabilité, les résultats de nos travaux laissent entendre que la croissance de la population a eu un impact plus important que les contraintes de l'offre sur la détérioration de l'abordabilité, ce qui peut paraître contre-intuitif compte tenu des résultats ci-dessus. Mais ceci s'explique par le fait que la croissance plus forte de la population exerce une pression à la hausse sur l'activité économique et sur les taux hypothécaires — en raison de l'accroissement de la demande exprimée pour la consommation de logements et d'autres biens et pour les services gouvernementaux —, ce qui attise les pressions inflationnistes et fait monter les taux d'intérêt, alors que les pressions venant du durcissement de l'offre se répercutent sur l'abordabilité uniquement via l'augmentation des prix des logements.

Ce qu'il faut surtout retenir de nos travaux, c'est que les contraintes de l'offre continuent de représenter un obstacle de taille qui se dresse contre l'abordabilité. Il est simplement impossible que les prix des logements et leur abordabilité redeviennent ce qu'ils étaient avant la pandémie sans accroître substantiellement la productivité. Les décideurs ne doivent pas s'y méprendre : nous ne pouvons pas produire une amélioration substantielle de l'abordabilité sans consacrer plus d'efforts à l'accroissement de la productivité. À défaut de toute intervention importante sous cet angle, les Canadiens ne devraient s'attendre, dans le meilleur des cas, qu'à de modestes améliorations de l'abordabilité. En définitive, si on augmente la croissance de la productivité dans la construction des habitations — en réduisant la rigueur de la réglementation et le fardeau de la bureaucratie —, l'offre de logements sera plus réactive, ce qui constitue la meilleure option pour réduire durablement la croissance des prix des logements et pour améliorer l'abordabilité en faisant mieux concorder l'augmentation des prix des logements avec la hausse des revenus des ménages. Le ralentissement prévu de la croissance de la population viendra aussi calmer les pressions qui pèsent sur l'abordabilité.

Dans le reste de cette note, nous faisons état de l'évolution des indicateurs phares du logement et de l'abordabilité depuis la pandémie, nous établissons la répartition de l'impact de différents facteurs sur ces indicateurs, puis nous avançons une prévision pour certaines de ces variables en 2025-2026.

LES FAITS ESSENTIELS DEPUIS LE DÉBUT DE LA PANDÉMIE

Le graphique 1 fait état du profil de l'investissement réel des entreprises dans les structures résidentielles depuis 2015. Cet indicateur, qui est une constituante du produit intérieur brut (PIB) réel, tient compte des dépenses consacrées à la construction de nouveaux immeubles et à la rénovation de l'immobilier ancien, ainsi que des frais associés au transfert de la propriété. Nous constatons que cet indicateur a brusquement augmenté dans les premières semaines de la pandémie. Et dans la période comprise entre le T3 de 2019 et le

Graphique 1

Canada : L'investissement des entreprises dans les structures résidentielles



T1 de 2022, cette période ayant pris fin juste avant que la Banque du Canada (comme d'autres banques centrales à peu près à la même époque) commence à hauser son taux directeur, l'apport moyen de l'investissement résidentiel à la croissance du PIB réel a quasiment quintuplé par rapport à sa moyenne dans la décennie prépandémique.

Dans les premiers mois de la pandémie, la vigueur de la demande a porté à des niveaux élevés l'activité du marché du logement. C'est ce qu'on peut constater d'après la forte hausse des ventes et des mises en chantier de logements à des sommets historiques au début de 2021 (graphique 2). L'impact de la hausse des taux d'intérêt directeurs, qui a commencé au début de 2022 au Canada et dans plusieurs grandes puissances économiques, a par la suite concouru au ralentissement de la conjoncture du logement. L'investissement résidentiel réel a beaucoup fléchi et se situe toujours en deçà du niveau atteint juste avant le début de la pandémie. Les ventes et les mises en chantier de logements expliquent cette baisse dans une large mesure; or, elles dépassaient quand même, à la fin de 2024, leur moyenne dans la décennie qui a précédé la pandémie.

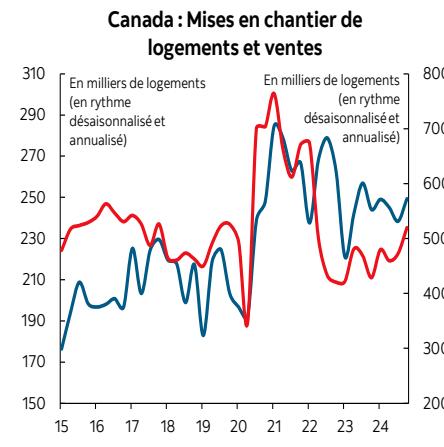
Sur toute la période écoulée depuis le début de la pandémie, les prix des logements ont essentiellement répliqué la dynamique de l'investissement résidentiel ainsi que des ventes et des mises en chantier de logements (graphique 3). Le prix MLS moyen national et l'indice des propriétés (IPP) MLS ont augmenté de plus de 50 % entre le début de la pandémie et les premiers jours de 2022; la forte hausse de la demande s'est heurtée à la rigidité de l'offre. Ils ont tous deux ensuite commencé à évoluer tendanciellement à la baisse en raison de l'affaiblissement de la conjoncture économique et du marché du logement; ils se tenaient quand même, au terme de 2024, à plus de 30 % au-dessus de leur niveau de la fin de 2019.

Le graphique 4 fait état de la croissance annuelle de la population depuis 2015. Avant la pandémie, la croissance de la population inscrivait une légère hausse tendancielle; elle a toutefois fléchi pendant le pire de la pandémie en raison de l'impact, sur l'immigration, des restrictions frontalières imposées par le gouvernement fédéral. Elle s'est ensuite rétablie lorsque ces restrictions ont été levées et que le gouvernement a haussé les cibles migratoires.

Le graphique 5 porte sur un indicateur de la conjoncture de l'offre, soit les coûts unitaires réels (ou corrigés de l'inflation) de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment. Cet indicateur se fonde sur la théorie économique et est largement utilisé par les modélisateurs économiques comme quasi-indice du coût de production d'une unité supplémentaire d'un produit donné, notamment un logement dans le cas de notre étude. Comme on peut le constater à la lecture de ce graphique, les contraintes de l'offre se sont considérablement durcies entre le T3 de 2019 et le T4 de 2024, ce qui explique que l'offre ait été moins réactive au cours de cette période. Ce durcissement de la conjoncture de l'offre s'explique par la baisse de la productivité, la hausse des coûts des matériaux de construction et l'augmentation des taux de financement des promoteurs immobiliers et des constructeurs.

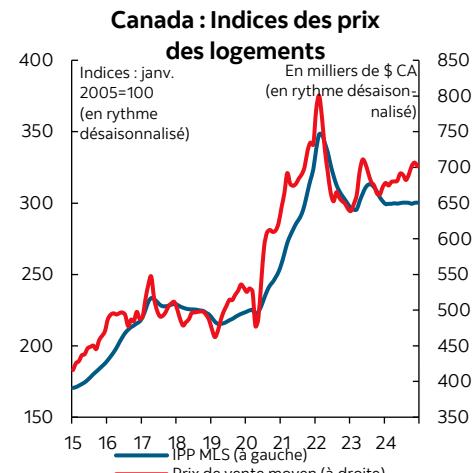
Le graphique 6 est consacré à l'évolution, depuis 2015, des taux hypothécaires repères à un an, à trois ans et à cinq ans. Ces taux ont été relativement stables jusqu'à ce que la Banque du Canada commence à hauser son taux directeur; ils ont alors augmenté considérablement.

Graphique 2



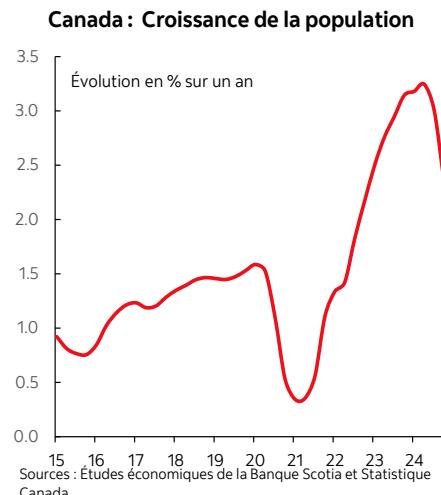
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, SCHL et ACI.

Graphique 3



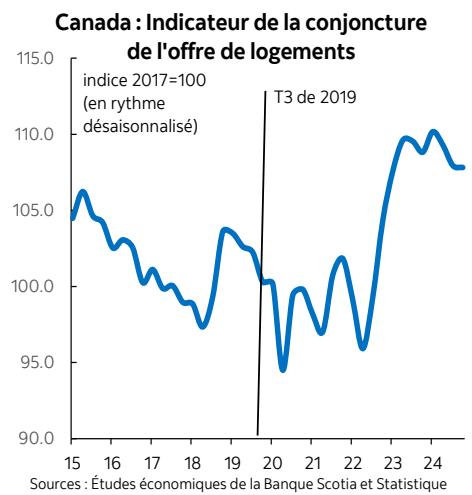
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et ACI.

Graphique 4

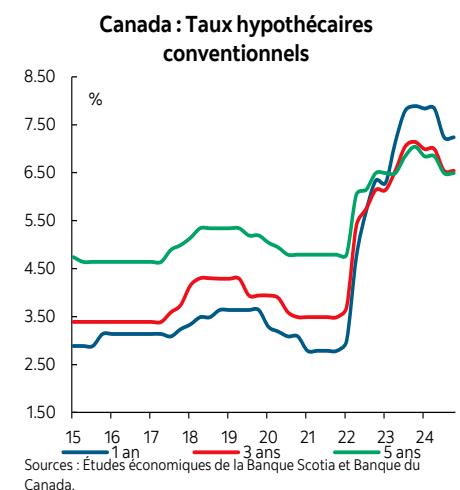


Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Graphique 5



Graphique 6



Enfin, le graphique 7 porte sur l'indice de l'accès à la propriété de la Banque du Canada. Cet indice capte le fardeau mensuel sur les revenus d'un ménage représentatif d'après les coûts liés à la propriété, dont les remboursements hypothécaires et les frais liés à l'eau et à l'énergie. Cet indice rend donc compte de l'évolution de chaque déterminant mentionné auparavant. Dans la période comprise entre le T3 de 2019 et le T4 de 2024, cet indice a augmenté pour passer de 35,6 % à 47 %, soit une hausse de 11,4 points de pourcentage, ce qui laisse entendre que le fardeau des coûts de la propriété des logements s'est alourdi dans les revenus des ménages. Effectivement, au troisième trimestre de 2023, cet indice a culminé par rapport au début des années 1980, période au cours de laquelle le taux hypothécaire conventionnel à cinq ans a été supérieur à 20 %. Il a baissé depuis, en raison du fléchissement des taux hypothécaires et des prix des logements, mais a quand même frôlé les sommets historiques à la fin de la période affichée.

La tendance à la hausse de la part des appartements dans le total des mises en chantier de logements depuis la fin des années 1990 n'est pas étrangère à la détérioration tendancielle de l'abordabilité. Le surcroît des efforts consacrés par les gouvernements à la densification des logements a permis de hausser l'offre d'habitations dans les grands immeubles, dont les immeubles en copropriété. Ces structures permettent aux promoteurs immobiliers et aux constructeurs de réduire les coûts de production par habitation — notamment en diminuant la superficie des logements disponibles —, ce qui permet d'offrir des options plus abordables aux acheteurs potentiels. La détérioration tendancielle de l'état de l'abordabilité depuis le début des années 2000 — qui s'est accélérée au début de la pandémie — a permis de hausser la demande exprimée pour ces logements moins vastes. Or, il faut compter plus de temps pour planifier et bâtir ces structures; il est donc vraisemblable de supposer que leur rentabilité et leur viabilité sont plus fragilisées par l'incertitude et par la réglementation locale. Puisque la part de ces logements augmente dans la construction d'habitations neuves, le durcissement de la réglementation pour la construction des nouveaux immeubles d'habitation — notamment pour ce qui est des retards dans l'examen et l'approbation des projets et des conditions à remplir à cet égard — aura vraisemblablement, plus qu'auparavant, une incidence sur les coûts de construction de l'habitation moyenne.

L'APPORT DES FACTEURS PORTEURS DU LOGEMENT À LA DYNAMIQUE DE L'INVESTISSEMENT ET DES PRIX DES HABITATIONS : TOUR D'HORIZON

Le tableau 1 fait état de l'apport des principaux facteurs de la demande de logements ainsi que de notre indicateur de la conjoncture de l'offre pour la période comprise entre le T3 de 2019 et le T4 de 2024. D'après nos estimations, le marché national du logement a été relativement équilibré au T3 de 2019 : les niveaux de l'investissement résidentiel et l'IPP repère MLS ont cadré avec les fondamentaux du marché du logement. C'est pourquoi ce trimestre sert de période référentielle.

Tableau 1: Canada - Apport à la croissance des indicateurs du logement entre le T3 de 2019 et le T4 de 2024

Facteurs	Investissement résidentiel réel (en %)	Prix des logements (IPP MLS nominal en %)	Indice d'abordabilité (en points de pourcentage)
Revenu disponible réel des ménages	10.9	13.5	11.3
Dont : population	9.5	9.8	9.5
Contraintes de l'offre	-6.4	9.9	2.8
Taux hypothécaire réel	-2.9	-8.9	1.2
Taux de participation à la population active	-3.0	-3.2	-1.0
Hausse générale des prix	—	24.1	—
Croissance observée (hausse pour l'indice de l'accès)	-3.6	37	11.4
Divers et résiduel*	-2.2	1.6	-2.9
Apports supplémentaires			
Revenu disponible réel par habitant	1.4	3.7	1.8

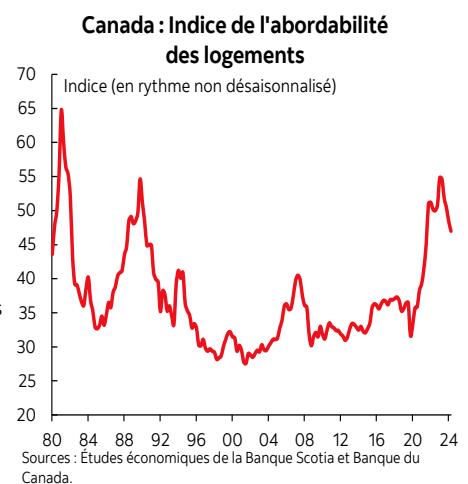
* Dont : variations de la structure-cadre réglementaire du financement du logement, de la composition démographique, de la répartition des revenus et tranche de l'évolution inexplicable par nos équations

Sources: Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, Banque du Canada et ACI.

Ce qu'il faut d'abord retenir du tableau 1, c'est l'impact produit depuis 2019 par le durcissement des contraintes de l'offre sur les indicateurs du logement déclarés, surtout l'IPP MLS et l'état de l'abordabilité. Ce durcissement a rehaussé de 9,9 %, entre le T3 de 2019 et le T4 de 2024, l'IPP MLS national; autrement dit, si les contraintes de l'offre n'avaient pas bougé au cours de cette période, l'indice repère IPP MLS du T4 de 2024 aurait été proche de 667 500 \$, au lieu de se chiffrer à 719 400 \$ pour ce trimestre, ce qui représente une différence de 52 000 \$. En outre, ce durcissement de la conjoncture de l'offre a eu pour effet de détériorer l'abordabilité en haussant l'indice de 2,8 points de pourcentage sur la même période, ce qui explique donc près du quart de la détérioration de cet indice.

L'apport de la croissance supérieure à la normale de la population — surtout depuis 2022 — est un autre trait dominant qui ressort du tableau 1. Au cours de cette période, cette croissance supérieure à la normale a relevé de 9,8 % l'IPP MLS, soit 51 500 \$ environ. Puis, en tenant compte de l'impact de la croissance de la population sur l'IPP MLS et sur les taux du crédit hypothécaire — dans ce dernier cas selon le canal décrit auparavant —, nous estimons que la croissance de la population explique plus de 80 % de la détérioration de l'état de l'abordabilité depuis 2019 (soit 9,5 points de pourcentage de la hausse observée de 11,4 %).

Graphique 7



La hausse des taux hypothécaires entre le T3 de 2019 et le T4 de 2024 a permis de ralentir la croissance de l'IPP MLS; or, elle explique une modeste part de la détérioration de l'abordabilité en raison de l'augmentation des mensualités hypothécaires.

La croissance du revenu réel disponible par habitant a apporté un concours positif à la dynamique des indicateurs du logement déclarés; toutefois, cet impact a été beaucoup moins important qu'il l'a été pour le durcissement des contraintes de l'offre et l'accroissement de la population, ce qui n'est guère étonnant, puisque le rendement de ce facteur du point de vue de la croissance a été relativement anémique au cours de cette période.

LES PERSPECTIVES DES INDICATEURS DU LOGEMENT

Le tableau 2 fait état des profils prévisionnels de certains indicateurs liés au logement dans la période comprise entre 2024 et 2026. Nous nous attendons à ce que, dans les ventes de logements, l'activité se calme au cours de cette période en raison de l'incertitude soutenue que font peser les tarifs commerciaux et d'un ralentissement important de la croissance de la population. Les ventes de logements devraient baisser pour passer de près de 483 000 logements en 2024 à un peu moins de 459 000 en 2026. Les mises en chantier de logements sont elles aussi appelées à baisser en 2025 par rapport à 2024 puisque le durcissement passé et le redurcissement attendu des conditions de l'offre (essentiellement en raison de la léthargie du rendement du point de vue de la productivité) pèsent sur l'activité dans la construction de nouveaux logements. Les mises en chantier de logements se rétabliront par la suite pour atteindre environ 250 000 logements en 2026, puisque les contraintes de l'offre se stabiliseront en 2026 et que les politiques de l'État destinées à accroître l'offre de logements continueront d'étayer l'activité dans la construction de logements.

L'IPP MLS devrait reprendre du mieux en 2025-2026, après avoir accusé une baisse de -1,6 % en 2024. Nous nous attendons à ce que la croissance de l'IPP MLS atteigne 0,4 % en 2025 et 7 % en 2026. La combinaison du durcissement attendu dans la conjoncture de l'offre de 2024 à 2026 et la forte pénurie existante du stock de logements feront monter les prix des logements au cours de cette période, surtout en 2026.

Nous nous attendons à ce que, dans l'investissement résidentiel réel des entreprises, la croissance se raffermisse, après avoir baissé de -0,9 %, pour s'établir respectivement à +5,4 % et +2,2 % en 2025 et 2026. L'indice de l'accessibilité à la propriété devrait s'améliorer légèrement en 2026 par rapport à 2024 : le fardeau des coûts de la propriété des logements dans les revenus des ménages devrait baisser pour passer de 49,4 % en 2024 à 46,3 % en 2025, puisque la hausse attendue du revenu par habitant l'emportera sur la modeste augmentation attendue des prix des logements. L'état de l'abordabilité se détériorera un peu de 2025 à 2026 puisque le vigoureux relèvement de la croissance des prix des logements dominera la croissance escomptée du revenu disponible par habitant. Par conséquent, l'indice de l'accessibilité à la propriété, qui se hissera à 47,1 % en 2026, se situera toujours à un niveau inférieur à celui de 2024.

Tableau 2 : Canada - Perspectives des indicateurs du logement (en %)

Indicateurs	2024	2025	2026
Croissance du PIB réel	1.5	1.7	1.5
Investissement résidentiel réel des entreprises	-0.9	5.4	2.2
IPP MLS	-1.6	0.4	7.0
Indice de l'accessibilité à la propriété de la BdC	49.4	46.3	47.1
Mises en chantier de logements (en milliers)	245	240.4	250.2
Ventes de logements (ACI, en milliers)	482.8	465.2	458.9

Sources: Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, Banque du Canada et ACI.

ANNEXE — CADRE DE MODÉLISATION ET PROPRIÉTÉS DU MODÈLE

Notre cadre économétrique pour les indicateurs du logement dont il est question dans ce rapport se fonde sur le principe de la correction des erreurs. Ces indicateurs évoluent de concert avec d'autres indicateurs économiques et financiers dans notre vaste modèle macroéconomique de l'économie canadienne et de l'économie américaine.

Le niveau de l'investissement résidentiel réel des entreprises et les autres indicateurs du marché du logement se fondent sur des relations économiques à long terme estimées avec le niveau des déterminants ou facteurs fondamentaux pertinents. Ces relations à long terme servent essentiellement de points d'ancre auxquels reviennent les indicateurs du logement lorsqu'ils sont soumis à des développements (ou à des chocs) inattendus.

Les équations à correction des erreurs supposent que l'indicateur modélisé converge vers ce niveau fondamental ou souhaité à long terme; or, elles captent aussi l'effet de différentes rigidités qui ralentissent le rajustement des indicateurs du logement modélisés vers leur niveau fondamental à long terme. Le crédit hypothécaire ou les contrats de prix pour les matériaux de construction, ainsi que la courbe de l'offre moins réactive à court terme par rapport à plus long terme sont des exemples de ces rigidités. Ce cadre permet aussi d'intégrer le caractère prospectif des décisions liées au logement en captant l'effet des attentes de l'évolution de la conjoncture économique et du marché du logement (en supposant que ces rajustements sont coûteux dans un cadre de coûts de rajustement polynomial).

Le lecteur trouvera ci-après la liste des indicateurs du logement déclarés dans le tableau 2 ainsi que leurs facteurs. Ces indicateurs pourraient intervenir à la fois en niveaux — en définissant le niveau à long terme de l'indicateur du logement — ou en changements décalés (dans le taux de croissance ou dans la différence en point de pourcentage) pour capter les mouvements à plus court terme de l'indicateur. En ce qui concerne l'investissement résidentiel des entreprises, le cadre tient aussi compte des attentes à l'endroit des valeurs projetées pour le niveau des déterminants fondamentaux.

L'investissement résidentiel réel des entreprises

Les déterminants des niveaux à long terme

- Revenus disponibles réels (corrigés de l'inflation) pour tous les ménages
- Coûts unitaires réels de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment
- Taux hypothécaire réel conventionnel sur cinq ans
- Taux de participation à la population active

Les déterminants dynamiques à court terme

- Niveau de l'écart de la période précédente dans l'investissement résidentiel par rapport à son niveau souhaité à long terme
- Profil escompté de ce niveau souhaité à long terme (en supposant un cadre de coûts de rajustement polynomial pour l'investissement résidentiel)
- Croissance du marché boursier (TSX; corrigée de l'inflation)
- Écart de la croissance du revenu réel disponible par rapport à la croissance potentielle du PIB

L'IPP MLS

Les déterminants des niveaux à long terme

- Investissement résidentiel réel des entreprises par rapport à l'évolution tendancielle de la population à long terme
- Coûts unitaires de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment (corrigés de l'inflation)

Les déterminants dynamiques à court terme

- Écart de l'IPP MLS dans la période précédente par rapport à son niveau à long terme
- Taux de croissance décalés de l'IPP MLS
- Croissance du marché boursier (TSX; corrigée de l'inflation)
- Écart de la croissance de l'investissement résidentiel réel par rapport à la croissance potentielle du PIB
- Croissance des coûts unitaires de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment

Les ventes de logements

Les déterminants des niveaux à long terme

- Population
- Taux hypothécaire conventionnel réel à cinq ans
- Taux de participation à la population active
- Coûts unitaires réels de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment

Les déterminants dynamiques à court terme

- Écart des ventes de logements dans la période précédente par rapport à leur niveau à long terme
- Évolution (en points de pourcentage) du taux hypothécaire conventionnel réel à cinq ans à l'heure actuelle et dans les périodes précédentes
- Croissance du marché boursier à l'heure actuelle et dans les périodes précédentes (TSX; corrigée de l'inflation)

Les mises en chantier de logements

Les déterminants des niveaux à long terme

- Population
- Coûts unitaires réels de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment
- Investissement résidentiel réel des entreprises par rapport au PIB potentiel
- Taux de chômage

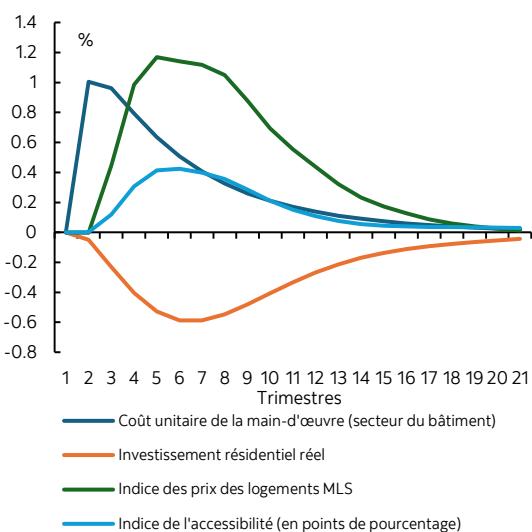
Les déterminants dynamiques à court terme

- Écart des mises en chantier de logements dans la période précédente par rapport à leur niveau à long terme
- Croissance des mises en chantier de logements dans la période précédente
- Écart de la croissance de l'investissement résidentiel réel par rapport à la croissance potentielle du PIB
- Évolution (en points de pourcentage) du taux de chômage par rapport à la période précédente

Nous illustrons maintenant les canaux via lesquels l'évolution des coûts unitaires réels de la main-d'œuvre dans le bâtiment — ou les contraintes de l'offre — et le revenu disponible réel de tous les ménages influent sur les indicateurs phares du logement.

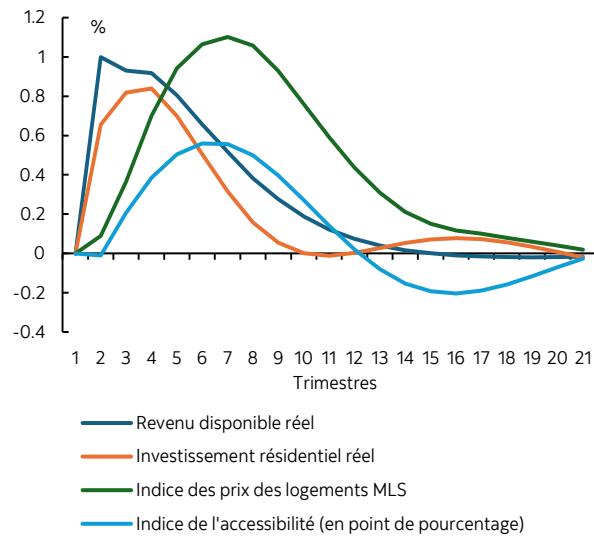
Le graphique de gauche, ci-dessous, fait état de la réaction de l'investissement résidentiel réel des entreprises, de l'IPP MLS et de l'indice de l'accès à la propriété de la Banque du Canada suivant une hausse temporaire de 1 % des coûts unitaires de la main-d'œuvre. Ce choc réduit l'offre de logements, ce qui hausse le niveau de l'IPP MLS et ce qui donne un impact maximum de 1,2 %. La hausse des prix des logements détériore l'abordabilité de l'accès à la propriété en haussant les remboursements hypothécaires, et l'impact maximum sur cet indice se chiffre à 0,4 point de pourcentage. Cette détérioration de l'état de l'abordabilité réduit l'activité du marché du logement, ce qui donne une baisse maximale de 0,6 % pour l'investissement résidentiel réel des entreprises.

Réactions à une hausse de 1 % du coût unitaire de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Réactions à une hausse de 1 % du revenu disponible



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Le graphique de droite fait état de l'impact, produit sur les mêmes indicateurs ci-dessus, par une hausse temporaire de 1 % du revenu disponible de tous les ménages. Cette hausse peut s'expliquer à la fois par une augmentation du revenu par habitant et par l'accroissement de la population en âge de travailler. L'augmentation du revenu augmente la demande de logements, et partant, l'activité du logement, ce qui accroît à la fois les prix des logements et l'investissement résidentiel des entreprises. Leur impact maximum s'établit respectivement à +1,1 % et +0,84 %. Or, ce choc détériore l'abordabilité, puisque l'indice augmente de près de 0,6 point de pourcentage à son pic alors que les prix des logements et les taux hypothécaires augmentent tous. Dans ce dernier cas, l'augmentation est attribuable à l'impact de la hausse de la consommation des ménages (dans le logement et hors logement) sur la conjoncture économique, ce qui porte l'activité économique au-delà de son potentiel. C'est pourquoi les pressions inflationnistes s'accentuent, ce qui oblige la banque centrale à hausser son taux directeur pour veiller à ce que l'inflation reste proche de son taux cible, ce qui fait monter les taux hypothécaires.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de coches de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.