

Au Canada, les marchés du logement sont appelés à vite reprendre du mieux après la COVID-19

- Les inquiétudes d'une vaste correction des marchés du logement paraissent disproportionnées. Pour évaluer les perspectives des marchés du logement à l'ère de la COVID-19, nous avons estimé les ventes de logements, les mises en chantier et les équations de prix. Notre analyse permet de conclure que la pénurie de l'offre avant la COVID resurgira à l'approche du deuxième semestre de 2020.
- Nous croyons que les marchés du logement sont en pause à cause de la COVID. Dans la foulée du spectaculaire ralentissement des marchés du logement au Canada au T2 de 2020, nous nous attendons à un vif rebond des ventes et des mises en chantier de logements en 2021 si la croissance de la population reste vigoureuse et que l'économie s'améliore dans le deuxième semestre de 2020. Les prix des logements se corrigeront légèrement à la baisse—de l'ordre de 4 % d'ici la fin de 2020 par rapport à l'an dernier —, mais augmenteront de l'ordre de 11 % sur un an d'ici le T4 de 2021.

Certains observateurs et analystes s'inquiètent depuis longtemps de la pérennité des marchés du logement au Canada du point de vue des difficultés de l'abordabilité dans de nombreuses grandes villes. Les inquiétudes qui pèsent sur l'évolution des marchés du logement et leur incidence sur l'endettement des ménages ont amené tous les gouvernements à déployer un certain nombre de mesures de relance. Même si elles sont justifiées, ces mesures ont dans certains cas renforcé la notion voulant que les marchés du logement au Canada étaient mûrs pour une correction. Compte tenu de ces inquiétudes, le traumatisme économique causé par la COVID-19 pourrait bien être le déclencheur d'une correction prolongée des marchés du logement, en raison de son choc sur l'emploi, sur les revenus, sur la confiance, et éventuellement sur la croissance de la population. À notre avis, ces craintes sont infondées. Il ne fait aucun doute que sur les marchés du logement, l'activité se ralentit spectaculairement à l'heure actuelle; or, l'analyse empirique exposée ci-après laisse entendre que cette baisse de l'activité sera temporaire et que seule une très légère baisse des prix pourrait s'ensuivre.

Avant la COVID-19, nous considérions depuis longtemps que les marchés du logement au Canada étaient généralement en sous-offre. La population du Canada a explosé depuis que le gouvernement fédéral a accru le nombre d'immigrants autorisés à entrer au pays en 2016. Les logements construits n'ont pas été au rendez-vous, ce qui a fait plonger à un creux sans précédent la construction de logements par rapport à la population (graphique 1), qui a progressé deux fois plus vite que les logements construits depuis le début de 2016. Compte tenu de ces déséquilibres tenaces et croissants de l'offre et de la demande, on constate, sur de plus en plus de marchés du logement régionaux, une pression à la hausse des prix en raison des faibles niveaux des parcs de logements (graphique 2), malgré les disparités régionales évidentes.

À l'orée de la crise, l'insuffisance de l'offre est toujours aussi évidente, puisqu'environ le tiers des 31 marchés était réputé favorable aux vendeurs — la conjoncture favorisant les vendeurs plutôt que les acheteurs — et que la plupart des autres marchés étaient équilibrés. Même en mars, alors que le virus produisait tout ses effets sur la dernière moitié du mois, le tiers des marchés régionaux restait favorable aux vendeurs, et aucun ne favorisait les acheteurs.

Le choc de l'évolution récente sur les perspectives des marchés du logement ne se produit pas vraiment d'emblée. La tourmente économique vient moduler les facteurs qui influent sur l'offre et la demande. Du point de vue des prix, la demande par rapport à l'offre est la clé. Dans ce contexte, la hausse spectaculaire du nombre de chômeurs au Canada aura certes une incidence baissière sur la demande; or les facteurs qui donnent lieu à une baisse de l'emploi donnent également lieu à des réductions importantes de l'offre. Les mises en chantier de logements accusent une baisse de plus de 20 % par rapport aux niveaux de février. Les inscriptions ont plongé de presque 13 %. Les ventes ont perdu environ 14 %. Dans cette conjoncture, la croissance de la population a commencé à se ralentir, puisque

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

416.866.4214

Études économiques de la Banque Scotia
jean-francois.perrault@scotiabank.com

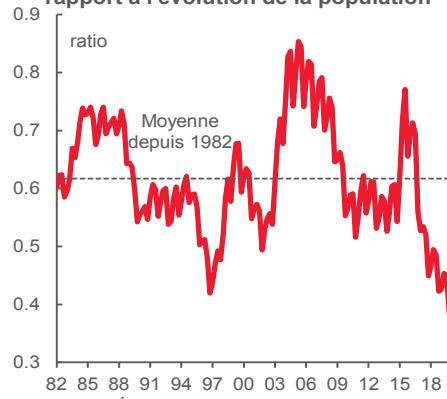
René Lalonde, Premier directeur,
Modélisation et analyses

416.862.3174

Études économiques de la Banque Scotia
rene.lalonde@scotiabank.com

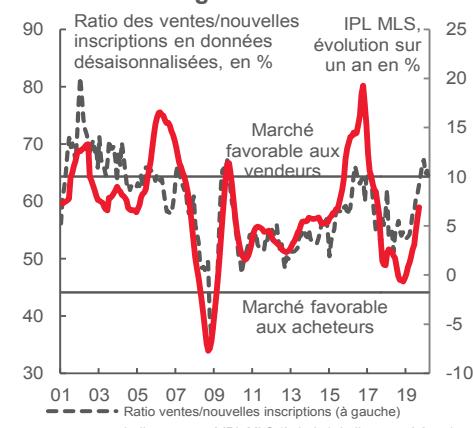
Graphique 1

Somme mobile sur 18 mois des logements construits au Canada par rapport à l'évolution de la population



Graphique 2

Prix des logements au Canada



l'immigration est fragilisée par la fermeture des frontières et par d'autres dérèglements liés à la COVID. En somme, la croissance de la population reste proche des sommets sur 30 ans.

Afin d'évaluer le choc de cette évolution sur les perspectives des marchés du logement, nous avons estimé des équations pour les ventes de logements, les mises en chantier et les prix en faisant appel à un ensemble de facteurs qui influent sur l'offre, sur la demande et sur les prix (cf. les précisions dans l'annexe) et nous les avons soumises au modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia pour veiller à faire concorder parfaitement les perspectives des variables du logement et nos prévisions économiques. À titre de rappel, nos prévisions macroéconomiques supposent une forte contraction au S1 de 2020, puis un modeste rebond aux troisième et quatrième trimestres, lorsque les restrictions imposées dans les activités économiques et sociales seront graduellement levées. Il est toutefois important de signaler qu'il faudra attendre le début de 2022 pour rétablir les niveaux de l'activité économique constatés au T4 de 2019. Selon une hypothèse qui sous-tend ces prévisions, la population croît de 1,5 % par an, ce qui est légèrement inférieur aux constatations les plus récentes.

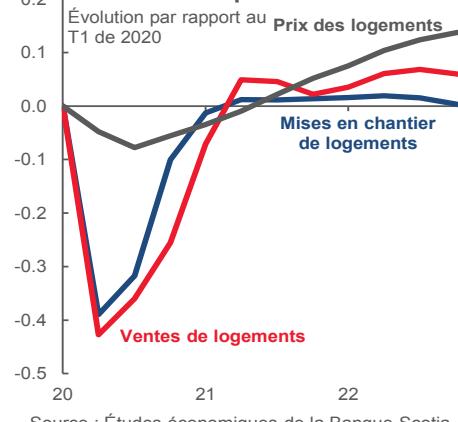
Dans le contexte actuel de la COVID-19, la forte hausse du taux de chômage et la baisse presque tout aussi forte du taux de participation à la population active devraient être les principaux facteurs du fléchissement de l'ordre de 40 % des ventes de logements au T2 de 2020 (graphique 3). D'autres facteurs que notre modèle ne permet pas de capter sont bien entendu à l'œuvre, par exemple les restrictions sur les déplacements physiques et la diminution spectaculaire des inscriptions. Les restrictions dans les activités économiques non essentielles donnent lieu à une réduction presque équivalente des mises en chantier de logements au T2 puisque l'emploi dans le secteur de la construction a brutalement dégringolé en mars et en avril. À l'approche du deuxième semestre de 2020, on s'attend à ce que la reprise graduelle de l'activité économique, le retour au travail d'un nombre considérable de travailleurs et la vigueur soutenue de la croissance de la population portent les ventes et les mises en chantier de logements, puisqu'on s'attend toujours à ce que l'offre soit généralement insuffisante sur les marchés du logement. Notre modélisation laisse entendre que les mises en chantier et les ventes de logements rebondiront de 12 % sur un trimestre au T3 de 2020, avant d'augmenter encore plus, soit de 31 %, pour les mises en chantier et de 17 % pour les ventes dans le dernier trimestre de l'année. Il faut noter qu'il s'agit d'estimations à l'échelle nationale. Les marchés régionaux ne suivront pas nécessairement cette dynamique, et dans certaines villes comme Calgary et Edmonton, l'activité prendra probablement beaucoup plus longtemps à rebondir, compte tenu de la conjoncture économique locale.

On ne s'attend pas à ce que la COVID-19 ait un impact considérable ou durable sur les prix des logements. Nos estimations laissent entendre que les prix baisseront légèrement d'au plus 4 % en 2020 par rapport à 2019, puisque l'on s'attend à ce que la baisse des ventes de logements suive essentiellement le déclin des mises en chantier, de sorte que la dynamique de l'offre et de la demande restera essentiellement inchangée par rapport à la situation de l'offre insuffisante avant la COVID. En outre, le choc de la hausse du taux de chômage sera tempéré par les mesures exceptionnelles de relance budgétaire par rapport à ce qui a été constaté statistiquement. En l'absence, par exemple, de mesures exceptionnelles de relance budgétaire, la chute des prix des logements serait essentiellement doublée par rapport à nos prévisions actuelles. Au début de 2021, la croissance de la population devrait donner lieu à une hausse beaucoup plus forte des ventes que des mises en chantier, de sorte que d'ici le milieu de 2021, les prix du logement dépasseront les niveaux d'avant la COVID.

Il ne fait aucun doute que les perspectives du logement exposées ci-dessus sont soumises à un certain nombre d'incertitudes. Hormis les incertitudes liées à la COVID en ce qui a trait aux perspectives, le plus grand risque, pour les perspectives du logement, est une évolution des prévisions sur la croissance de la population. Si le gouvernement Trudeau reste à juste titre fidèle à ses objectifs d'immigration, la modification de ces objectifs ou les difficultés dans l'attraction et l'accueil des immigrants pourraient faire souffler de violents vents contraires sur les marchés du logement. La décision des universités canadiennes d'offrir l'apprentissage en ligne à l'automne est un facteur à surveiller sur ce front. Cette décision pourrait éventuellement faire baisser le nombre d'étudiants universitaires étrangers qui habitent au Canada. Le graphique 4 démontre qu'une baisse (ou une hausse) certes importante de 1 % des niveaux de population (dans un contexte d'équilibre partiel) donnerait lieu à une baisse (ou à une hausse) comparable des ventes, à une réduction (ou à une augmentation) de l'ordre de 0,75 % des mises en chantier, ce qui donnerait une baisse (ou une hausse) des prix de l'ordre de 1 %. De même, une baisse exogène des ventes — liée à la multiplication des incertitudes, par exemple — ferait baisser les prix des logements du tiers environ de la régression des ventes (graphique 5). L'annexe fait état d'un certain nombre de facteurs.

Graphique 3

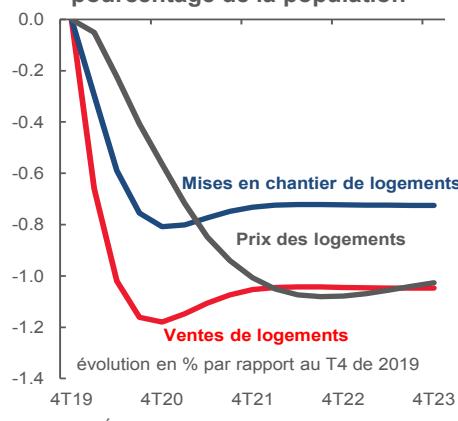
Mises en chantier de logements au Canada : prévisions



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 4

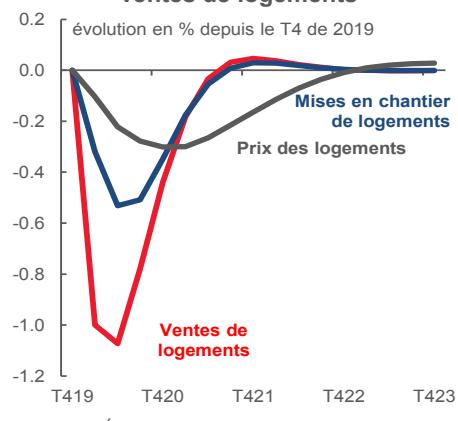
Baisse permanente d'un point de pourcentage de la population



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 5

Choc temporaire sur les ventes de logements



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Annexe 1 : Enrichir le modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia d'un module du logement au Canada

Pour mieux cerner les perspectives des marchés du logement au Canada dans cette période de forte incertitude, nous avons mis à jour notre modèle de prévisions macroéconomiques Canada-États-Unis en estimant des équations pour les ventes de logements en exemplaires, les prix moyens du logement et les mises en chantier. Nous avons fait appel à la même approche de modélisation que pour le reste du MMMBS. Nous avons ainsi obtenu un modèle d'équilibre général intégralement estimatif et comparable aux modèles semi-structurels utilisés par la Banque du Canada, par exemple le MUSE (Gosselin et Lalonde, 2005), l'IMPACT (Blagrave et coll., 2020) et le LENS (Gervais et Gosselin, 2014). Le module du logement se caractérise par un comportement prospectif : les agents des marchés tâchent d'établir optimalement le niveau de leurs variables décisionnelles, par exemple les ventes et les mises en chantier de logements, malgré les frais de redressement conditionnés à l'évolution attendue de nombreux facteurs économiques.

Voici les facteurs des ventes unitaires de logements (signe de l'effet entre parenthèses)

- Taux de chômage (-)
- Taux de participation à la population active (+)
- Population (+)
- VIX (-)
- Taux hypothécaire réel (-)
- Taux directeur réel (-)

Voici les facteurs des mises en chantier de logements :

- Emploi dans le secteur du bâtiment résidentiel (+)
- Coût unitaire de la main-d'œuvre dans le secteur du bâtiment résidentiel (-)
- Ventes de logements (+)
- Taux réels à long terme (-)
- Taux de change réel (-) + : dévalorisation

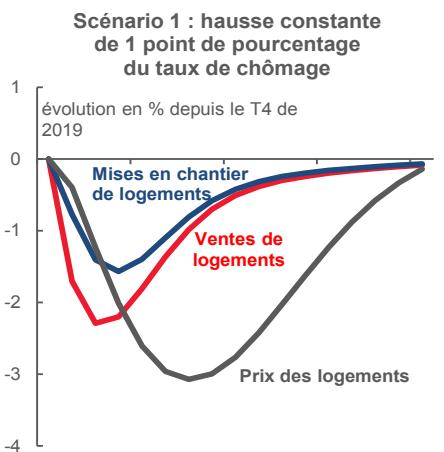
Voici les facteurs des prix moyens des logements :

- Ventes de logements (+)
- Mises en chantier de logements (-)
- Revenu réel disponible : écart par rapport au PIB potentiel (+)
- Prix relatif du bois d'œuvre (+)
- Prix relatif des métaux (+)
- Taux de chômage (-)

Ainsi, le modèle comporte les variables qui influent sur la demande de logements (taux de chômage, taux de participation, incertitude mesurée par l'indice VIX, taux hypothécaire, revenu disponible et population) et les variables qui influent sur l'offre de logements (mises en chantier de logements, coût unitaire de la main-d'œuvre et emplois dans le secteur du logement, prix relatif des intrants du logement et PIB potentiel). Ensemble, ces mesures de la demande et de l'offre déterminent conjointement les prix des logements, de concert avec certaines variables de coûts propres aux logements.

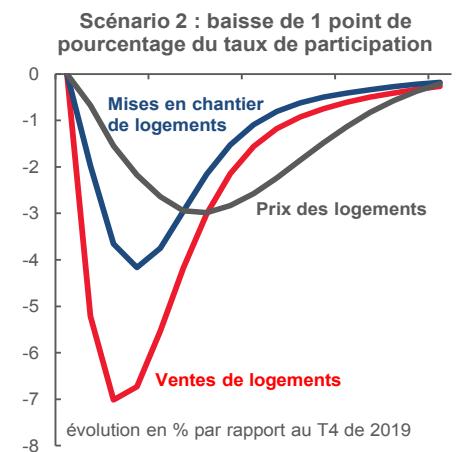
Les graphiques ci-joints font état de la réaction estimative du secteur du logement à l'évolution d'un certain nombre de variables.

Graphique A1



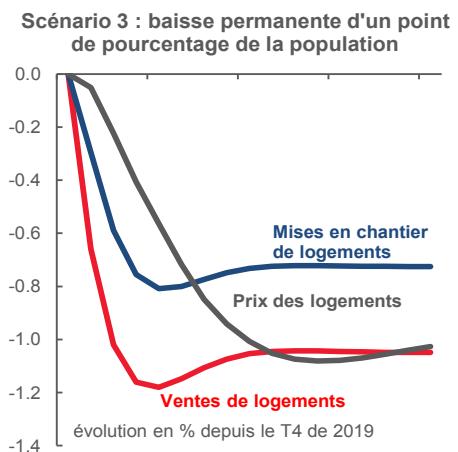
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique A2



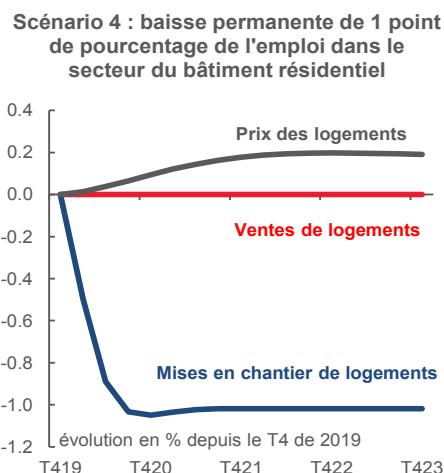
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique A3



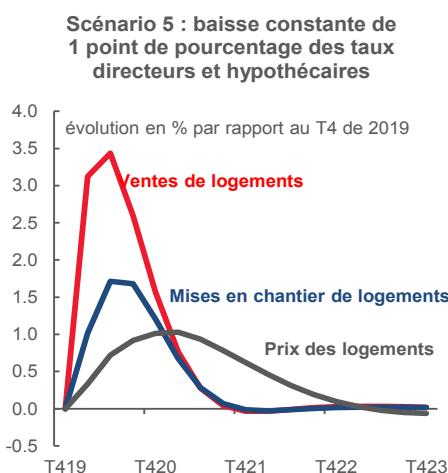
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique A4



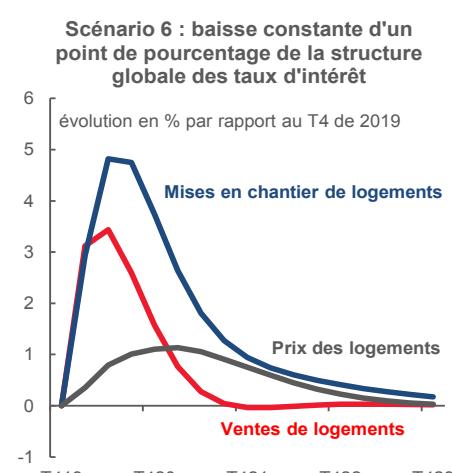
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique A5



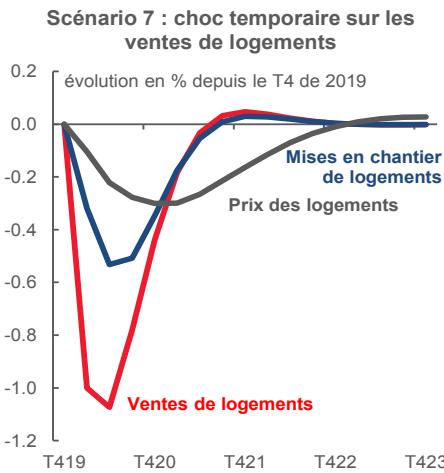
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique A6



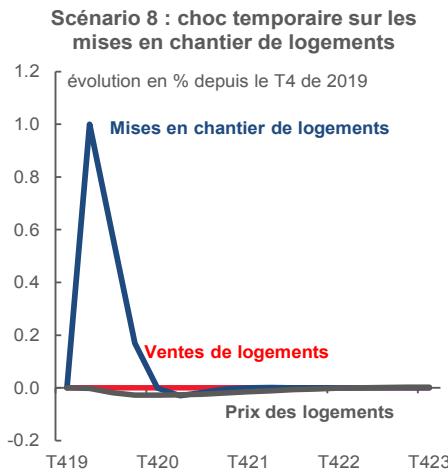
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique A7



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique A8



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

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 cochefs 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 Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., 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. 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.